


 **realidad
económica**

Nº 326 • AÑO 48

16 de agosto al 30 de septiembre de 2019

ISSN 0325-1926

Páginas 59 a 88

DEUDA EXTERNA

La organización de los acreedores durante el primer canje de deuda (2003-2005)

María Emilia Val*

* Socióloga de la Universidad de Buenos Aires (UBA), magíster en Sociología Económica y doctoranda en Sociología del Instituto de Altos Estudios de la Universidad Nacional de San Martín (IDAES-UNSAM). Becaria doctoral del Consejo Nacional del Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) con sede en el Centro de Estudios Sociales de la Economía (IDAES-UNSAM) Centro de Estudios Sociales de la Economía (IDAES-UNSAM) Edificio de Ciencias Sociales, 2° piso, oficina 12 - Campus Miguelete, Av. 25 de Mayo 1021, (1650) San Martín, Buenos Aires, Argentina. Docente de la Facultad de Ciencias Sociales de la UBA. memiliav@yahoo.com.ar

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: junio de 2019

ACEPTACIÓN: agosto de 2019



Resumen

En la primera fase de la reestructuración de la deuda soberana llevada adelante por la administración de Néstor Kirchner, diferentes organizaciones a nivel nacional e internacional agruparon a los acreedores privados afectados por el default de 2001 y fueron los interlocutores del Gobierno en la compleja negociación que culminó en el canje de 2005. Este trabajo tiene por objetivo, a partir del análisis de diversas fuentes secundarias, ensayar una tipología de estas organizaciones, presentar a las más importantes, describir sus estrategias de negociación y esbozar algunas de sus limitaciones y especificidades a la luz de sus precedentes históricos.

Palabras clave: Deuda soberana – Acreedores – Negociaciones – Reestructuración – Argentina

Abstract

Creditors' organization during the first debt exchange (2003 - 2005)

In the first phase of the sovereign debt restructuring carried out by the Kirchner administration, different organizations in the national and international levels grouped the creditors affected by the 2001 default, and were the government's interlocutors in the complex negotiation that culminated in the 2005 debt exchange. This work aims, analyzing various secondary sources, to state a typology of these organizations, present the most important ones, describe their negotiation strategies and outline some of their limitations and specificities in light of the historical precedents.

Keywords: Sovereign debt – Creditors – Negotiations – Sovereign debt restructuring – Argentina

Introducción

Los episodios de *default* o incumplimiento de deuda soberana son frecuentes y recurrentes en la historia¹. En las oportunidades en que los compromisos financieros públicos no fueron atendidos, los gobiernos entraron en cesación de pagos, a partir de declaraciones formales o bien de hecho. Los episodios de incumplimiento soberano o reestructuración son casi tan antiguos como lo es el fenómeno de la deuda pública: Reihart y Rogoff (2011) contabilizan, sólo entre los años 1800 y 2008, cerca de 240 impagos y/o reprogramaciones². Los procesos de reestructuración que le siguen suponen, independientemente del momento histórico que observemos, negociaciones entre deudores y acreedores a los fines de establecer las nuevas condiciones de pago.

Si bien los perfiles de los acreedores soberanos no fueron iguales en todos los períodos pues el carácter del endeudamiento público se transformó a lo largo del tiempo (en lo referido a los instrumentos y los tipos de prestadores), siguiendo las mutaciones del sistema monetario y financiero internacional podemos encontrar, más allá de las particularidades de cada coyuntura, una recurrencia: la tendencia a organizarse y actuar conjuntamente. Las asociaciones de acreedores funcionan como instancias representativas que procuran organizar la acción colectiva con el objetivo de defender y promover los intereses de sus miembros.

El caso que nos ocupa en este trabajo es el de la reciente reestructuración argentina. Más específicamente, la llevada adelante por la administración de Néstor Kirchner, en la que diferentes grupos de prestamistas se organizaron para constituirse en los interlocutores del Gobierno en las tratativas que culminaron en el canje de deuda en 2005. Este trabajo tiene por objetivo, a partir del análisis de di-

¹ Los acreedores de los Estados pueden ser oficiales (bilaterales o multilaterales) o privados (institucionales o minoristas). En este trabajo, nos ocuparemos de estos últimos.

² En ese período, Argentina defaultó y/o reprogramó su deuda siete veces, acumulando 32,5 años en situación irregular.

versas fuentes secundarias, ensayar una tipología de estas organizaciones, presentar a las más importantes, describir sus estrategias de negociación y esbozar algunas de sus especificidades y limitaciones a la luz de los precedentes históricos de concertación de los prestamistas privados.

La organización de los acreedores privados: acción colectiva y antecedentes históricos

El perfil de los acreedores soberanos se transformó a lo largo del tiempo y presentó particularidades en las diferentes etapas históricas. Sin embargo, encontramos una recurrencia: su tendencia a organizarse y actuar colectivamente. Las agrupaciones de acreedores funcionan como instancias representativas que procuran expresar unificadamente, en diversos niveles, la acción colectiva de sus miembros en pos de la defensa de sus intereses. Se presentan como la voz autorizada y legítima de una multiplicidad de individuos, empresas o instituciones, buscan canalizar sus reclamos y se constituyen en actores centrales en las reestructuraciones. Al igual que las corporaciones empresarias, son asociaciones voluntarias cuyos integrantes comparten, como mínimo, determinados intereses materiales que apuntan a proteger y promover a través de las mismas (Dossi, 2010). El interés de tipo económico es central, pues su objetivo fundamental es la defensa de los derechos patrimoniales de sus miembros (Val, 2018). Así, se convierten en actores económicos y (especialmente) políticos de las complejas negociaciones que tienen lugar en la arena pública local e internacional, donde participan como contraparte de los gobiernos deudores, al tiempo que buscan influir sobre las actuaciones de otros actores relevantes.

Por encima de estos aspectos comunes, las investigaciones sobre la temática muestran que las organizaciones presentaron en cada momento histórico diferentes grados de formalización, institucionalización y permanencia (Eichengreen y Portes, 1989; Adamson, 2002; Mauro y Yafeh, 2003; Kamrani 2008; Wright, 2012).

Las primeras agrupaciones surgieron en Europa (principalmente en Gran Bretaña) luego de las guerras napoleónicas, a partir del desarrollo del mercado de crédito para las nuevas naciones latinoamericanas. Las mismas acumularon deuda

aceleradamente y entraron en cesación de pagos, lo que llevó a largas negociaciones que duraron la mayor parte del siglo XIX. En este contexto surgieron múltiples comités *ad hoc* creados por los propios inversionistas que competían entre sí, lo que minaba su capacidad de presión y obligaba a los países a emprender numerosas negociaciones que no aseguraban acuerdos vinculantes entre los distintos grupos (Wright, 2012).

En el marco de la primera globalización financiera, cuando el mercado de deuda estaba dominado por la City londinense, surgió la Corporation of Foreign Bondholders (CFBH) como institución que permitió salvar los problemas de competencia y coordinación entre los *bondholders*. Formada en 1868 y liquidada a fines de los ochenta, entre sus funciones se contaban el recolectar y brindar información sobre la situación económica y política de los deudores, incentivar la cooperación entre los bonistas y negociar con los gobiernos en mora. Oficialmente, era una organización privada³ permanentemente instituida, que celebraba reuniones periódicas, elegía autoridades⁴, llevaba una detallada memoria anual y mantenía estrechos vínculos con el gobierno británico, especialmente el Tesoro y la Oficina de Asuntos Exteriores, a quien recurría por apoyo para que presionase a los países deudores. Ya que la inmunidad soberana absoluta⁵ hacía virtualmente imposibles las deman-

³ Existen diferentes visiones sobre quiénes fueron sus impulsores y las motivaciones que le dieron origen. Algunos sostienen que respondió al “sentido de obligación” de los bancos para con el público al que habían vendido los bonos; otros entienden que fueron las casas emisoras las que, movidas por su propio interés, necesitaban una instancia que solucionara los defaults de manera rápida para que los países pudieran emitir nuevamente deuda; finalmente, una tercera voz afirma que su impulsor fue el gobierno inglés, ya que la presencia de un cuerpo permanente de defensa de los intereses de los inversores crearía los incentivos para que los mismos siguieran prestando al exterior, práctica que beneficiaba enormemente a la economía británica (Kamlani, 2008).

⁴ Su consejo directivo estaba formado por miembros de la British Bankers Association, la London Chamber of Commerce y bonistas minoristas, lo que muestra la presencia de las corporaciones del sector entre sus autoridades.

⁵ 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 activos estatales sean objeto de medidas de ejecución por los órganos de otro Estado. Hasta mediados del siglo XX, prevaleció una interpretación absoluta que protegía a los Estados en estos dos sentidos (Kupelian y Rivas, 2014).

das contra los Estados, entre los procedimientos utilizados por la CFBH estaban la mediación o el arbitraje y una serie de mecanismos punitivos, como el bloqueo al acceso a los mercados de capitales –el más utilizado y eficiente, pues coordinaba con los agentes de otras plazas financieras–, la intervención diplomática e incluso la realización de acciones militares –estas dos últimas utilizadas excepcionalmente, como en el caso de Venezuela en 1904 (Mauro y Yafeh, 2003). Kalmani (2008) entiende que estas intervenciones del gobierno inglés, sumadas a las características estructurales del mercado financiero de entonces, con epicentro en la City, explican los resultados satisfactorios obtenidos por los miembros de la *Corporation*.

Si nos adelantamos en el tiempo hasta los setenta, vemos que luego de clausurado el período de vigencia de los tipos de cambio fijos y los controles de capital establecidos en Bretton Woods –en el cual el crédito provino casi exclusivamente de fuentes oficiales– los actores privados retoman su posición de principales pres-tamistas. En esta globalización financiera contemporánea podemos diferenciar dos momentos en los que la representación acreedora toma nuevas formas: el primero se corresponde con la preeminencia de los préstamos sindicados durante los años 70 y 80; y el segundo, con la vuelta de los países en desarrollo a la emisión de bonos desde los años 90.

A finales de la década del 70 aparece el llamado “Club de Londres”, el cual, a pesar de su nombre, no era una institución organizada, sino el mecanismo en el que se enmarcaron las negociaciones caso por caso entre los gobiernos de los países en desarrollo (fundamentalmente latinoamericanos) y los bancos comerciales durante la crisis de deuda de los 80. A partir de la declaración de la moratoria mexicana de 1982, y a los fines de evitar *defaults* generalizados, los acreedores formaron rápidamente instancias de coordinación centralizadas: los comités de bancos. Estos cuerpos estaban formados por un grupo de cinco a veinte bancos que representaban a la totalidad de las entidades acreedoras de cada país⁶, contando

⁶ Se formó un comité de bancos por país, liderado en cada caso por las principales entidades que estaban más expuestas, muchas de ellas norteamericanas. Las instituciones acreedoras eran numerosas y diversas, en nacionalidades y tamaños, pues la estructura de los préstamos sindicados permitía la participación de múltiples entidades. Según Stallings (2014), más de mil bancos (principalmente norteamericanos, eu-

con la asistencia del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Tesoro de los Estados Unidos. En los hechos, esto significó la formación de un verdadero cartel acreedor que, frente a la dispersión de los deudores⁷, logró dominar la dinámica de las negociaciones e imponer los principales lineamientos para su resolución (Ffrench-Davis y Devlin, 1993).

Si bien existían enfrentamientos y tensiones internas, el FMI (con los bancos líderes) tuvo un papel central como coordinador político del cartel, al unificar a los bancos en una acción coherente por encima de sus diferencias, y someter a las entidades más pequeñas (Aschentrupp Toledo, 1987). También el gobierno norteamericano se constituyó en un actor central al impulsar las propuestas que se implementaron cuando el ajuste ortodoxo de los primeros años mostró sus límites⁸. Así, la intervención del sector oficial fue clave para administrar y superar la crisis. También la estructura del mercado de deuda jugó a favor de los bancos: el hecho de que el mencionado cartel fuera la única fuente de financiamiento fortaleció la estrategia acreedora que evitó el colapso del sistema financiero a costa de empeorar la situación de los países deudores.

Con la implementación del Plan Brady a principios de los 90, se puso punto final a la larga crisis y se abrió una nueva etapa. El Brady no solo permitió a los bancos desprenderse de activos problemáticos, sino que significó un cambio profundo en la estructura, los instrumentos y los actores participantes de los mercados de deuda de los países emergentes: reaparecieron la emisión internacional de títulos como la principal forma de financiamiento, el bono como instrumento de crédito, y el bonista como el inversor dominante.

ropeos y japoneses) participaron, en diferentes momentos y con montos variables, en las operaciones de crédito a países en desarrollo.

⁷ A pesar de los esfuerzos de algunos dirigentes, la organización de los deudores en el “consenso de Cartagena” no alcanzó la dimensión necesaria para contrarrestar la organización acreedora. Las tratativas por caso los mantuvieron aislados entre sí, imposibilitando un cambio en las relaciones de fuerza.

⁸ Los planes Baker y Brady, presentados en 1985 y 1989 respectivamente, fueron propuestos por los secretarios del Tesoro.

Desde entonces, el universo de acreedores estuvo dominado por la figura del “tenedor de títulos”, categoría que subsume una multiplicidad de actores virtualmente anónimos, dispersos geográficamente y muy disímiles entre sí. Caputo (2012) diferencia entre inversores minoristas e institucionales. Los primeros son personas físicas, individuos con grandes fortunas personales o pequeños ahorristas que no colocan sus fondos en una institución, sino que actúan directamente en el mercado, en general asesorados por los bancos donde depositan sus ahorros. Los segundos son instituciones organizadas profesionalmente para captar y administrar fondos. Esta heterogeneidad supone divergencias en los montos y la información que poseen, así como también en el nivel de los intereses y las estrategias de inversión. Por un lado, los inversores institucionales manejan importantes volúmenes de fondos, poseen acceso privilegiado a información y a redes de contactos e influencia. Además, tienen una variedad de estrategias de inversión –que pueden llegar a ser altamente sofisticadas– que se inscriben en diferentes horizontes temporales y se orientan a diversos niveles de rentabilidad. En tanto deben rendir cuentas periódicamente, cumplir con sus objetivos de inversión y mantener el valor de su cartera –en un contexto en que el valor de mercado de los títulos de deuda fluctúa–, los *managers* deben ajustarse permanentemente a esos cambios (Caputo, 2012; Santiso, 2005). Por otro lado, los minoristas operan con montos mucho menores, toman decisiones de inversión poco sofisticadas y conservadoras, cuentan con información limitada (pues dependen de la que les sea suministrada por sus asesores) y muchos son del tipo *buy to hold*. Es decir: compran para mantener el título en el tiempo y lograr una renta a partir de los cupones y las amortizaciones (Cruces, 2016).

Este perfil tiene importantes consecuencias para la resolución de moratorias soberanas, pues las divergencias y la propensión a la atomización limitan notablemente su coordinación. Esta tendencia, a su vez, se ve potenciada por la erosión del principio de inmunidad soberana⁹, la cual, al permitir demandar judicialmente a los Estados en jurisdicciones extranjeras, crea incentivos para la acción individual

⁹ Hasta la aparición de la Foreign Sovereign Immunities Act (Estados Unidos, 1976) y la State Immunity Act (Inglaterra 1978) que establecieron que las acciones de los gobiernos que pueden ser consideradas como comerciales quedan sujetas a la ley comercial estándar, no existía ninguna interpretación formal de esta doctrina en lo que respecta a la toma de crédito.

y litigiosa y la competencia entre acreedores. De esta manera socava no solo la participación en organizaciones colectivas, sino también en las negociaciones con los gobiernos deudores¹⁰. Los obstáculos se hacen más evidentes si consideramos el dispositivo a partir del cual se resuelven las crisis de deuda: dada la inexistencia de un marco legal internacionalmente válido que regule los procesos de renegociación, el mecanismo vigente es el de las ofertas de canje con participación voluntaria de los acreedores¹¹.

En este nuevo escenario, durante las negociaciones de los años 90 y 2000 resurgieron las organizaciones *ad hoc*, que presentaron una continuidad temporal limitada y perfiles y capacidades de negociación variados. Agrupaciones como las surgidas en las reestructuraciones de Belice (2007), donde el comité estaba compuesto por trece instituciones financieras caribeñas que concentraban más del 50% de la deuda; o de Granada (2005), que reunía principalmente a bancos regionales con posesión de más del 70% de la deuda privada, lograron una alta representatividad y pudieron intervenir en las tratativas con los gobiernos. Contrariamente, los casos de Ecuador (2000), en el que el grupo de una minoría de acreedores no fue reconocido y tuvo influencia limitada sobre las negociaciones; o de Seychelles (2009), en el que surgió un pequeño e informal grupo de acreedores que representaba solo el 9% de la deuda y terminó aceptando el canje (Das et al, 2012), muestran la variabilidad de resultados y los límites de los esfuerzos de coordinación en el nuevo contexto.

¹⁰ En este contexto es que surgieron los llamados “buitres”. Las mencionadas leyes habilitaron el inicio de demandas y, posteriormente, los fallos a favor de los inversores fueron sentando la jurisprudencia que limitó progresivamente el alcance de la inmunidad, fortaleciendo la estrategia agresiva y litigiosa de estos actores. El conflicto entre Argentina y NML estableció precedentes que potenciarán esta estrategia a futuro (Nemiña y Val, 2018).

¹¹ El canje de deuda supone, en términos estilizados, los siguientes momentos: se inicia a partir de la entrada en default o el anuncio de reestructuración (1), al que le sigue un período de negociaciones (2) que se extiende hasta la presentación efectiva de una oferta (3). La llegada a un acuerdo con los acreedores (4) es seguida por el canje de los instrumentos (5), con el que se da por finalizada la operatoria. En el marco de esta lógica de funcionamiento, la duración, resultados y alcances son contingentes pues dependen, justamente, del propio proceso de negociación y de la adhesión voluntaria (no compulsiva ni obligatoria) de los tenedores, que variará en función de los incentivos presentes en el diseño de la oferta (Das et al. 2012).

En el caso argentino, también los acreedores organizaron su acción colectiva en instancias *ad hoc*, aunque se distingue de los reseñados en la gran cantidad de comités surgidos en el marco del *default*, que presentaron una composición altamente heterogénea e implementaron líneas de acción muy variadas de cara a las negociaciones iniciadas en 2003.

El default de 2001 y las agrupaciones de acreedores en la reestructuración de la deuda argentina

La etapa de la reestructuración¹² que culminó en el canje de 2005 resultó sumamente compleja en términos financieros, técnicos y políticos, pues presentó características que la diferencian de otros casos contemporáneos. En primer lugar, hasta el momento no existían precedentes de un *default* de semejante magnitud. En el marco de la profunda crisis política, social y económica que marcó el derrumbe del régimen de convertibilidad, en diciembre de 2001 se declaró la suspensión del servicio de, en principio, USD 61.803 millones en bonos y títulos públicos y USD 8.030 millones de diversas obligaciones (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).

En segundo lugar, la estructura de la deuda era sumamente compleja. Al momento de anunciarse la primera oferta de canje en septiembre de 2003, se reconoció como “deuda elegible” un monto de USD 81.800 millones, compuesta por 152 bonos, emitidos bajo ocho legislaciones (Argentina, Estados Unidos, Inglaterra, Japón, Alemania, Italia, España y Suiza) y nominados en seis monedas distintas (peso argentino, dólar estadounidense, euro, yen, libra esterlina y franco suizo) (Ministerio de Economía, 2003).

68

En tercer lugar, el gobierno de Kirchner implementó una estrategia de negociación inusualmente confrontativa¹³, sustentada en una agresiva oferta de can-

¹² La misma continuaría, posteriormente, con una segunda ronda de canje en 2010 y culminaría con el acuerdo con los fondos buitres en 2016.

¹³ Una estrategia de negociación confrontativa consiste en buscar un acuerdo en el cual una de las partes gane a expensas de la otra, en relación a la situación preexistente. El negociador insistirá en no hará concesiones y se resistirá a hacerlas. En el polo opuesto, la cooperativa promueve el logro de metas que no

je¹⁴ y diversas medidas tendientes a potenciar la fragmentación y las diferencias dentro del universo acreedor¹⁵, como forma de debilitar su posición negociadora. Esto es: dilatar las tratativas y minar la representatividad de los grupos que –contando con apoyo internacional– pretendían convertirse en interlocutores privilegiados. Esta orientación gubernamental generó, en conjunción con la estrategia también mayormente confrontativa de los acreedores, una dinámica de marcado enfrentamiento durante todo el proceso.

Finalmente, las negociaciones involucraron a una gran cantidad y variedad de organizaciones representativas de acreedores (**cuadro 1**), lo que respondió a la heterogeneidad de los inversores en títulos argentinos. Si observamos la composición de tenencias vemos que, en términos de dispersión geográfica, se concentraban en Argentina (38,4%), Italia (15,6%), Estados Unidos (9,1%), Alemania (5,1%) y Japón (3,1%). En tanto, si miramos el tipo de acreedor, encontramos que una parte muy importante (el 43,5%) era minorista (Ministerio de Economía, 2003).

La compleja composición de la deuda tuvo su reflejo en el nivel de las organizaciones acreedoras, las cuales podemos diferenciar en base a tres criterios. El primero, que se desprende de lo anterior, es el *país de radicación o acción*, pues no necesariamente hay correspondencia entre la instancia de representación y la na-

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. En la mayoría de los casos, existe una combinación de ambas orientaciones, en diferentes grados (Odell, 2000).

¹⁴ Para conocer las características de las sucesivas ofertas de canje ver Damill, Frenkel y Rapetti (2005) y Val (2018).

¹⁵ Los negociadores argentinos procuraban generar divisiones y acentuar las diferencias tanto al interior del grupo de bonistas, como entre estos y el FMI. Entre los privados, el Gobierno invitó al diálogo a numerosas organizaciones -incluso las más pequeñas- y puso en tela de juicio la representatividad de las mayores como táctica para mantener los reclamos atomizados y debilitar así la posición y el poder de negociación del conjunto. En relación a las diferencias entre privados y multilaterales, la contradicción de sus intereses fue puesta en evidencia por el entonces ministro de Economía, Roberto Lavagna, quien, a partir de la figura del "bolsillo único" justificó la oferta de canje "poco amigable". La misma suponía que cualquier mejora que atendiera los pedidos de los acreedores implicaría una afectación del ritmo de cancelación de vencimientos con el propio FMI, debido a que el país no podía afrontar simultáneamente ambas obligaciones financieras sin afectar el carácter privilegiado del organismo multilateral.

cionalidad del acreedor. Encontramos argentinas y extranjeras. Entre estas últimas, las más activas se formaron en Estados Unidos, Italia y Alemania. El segundo es la *naturaleza de su composición*: algunas estaban compuestas mayormente por tenedores institucionales, otras por tenedores minoristas. Dentro del grupo de minoristas, a su vez, podemos, de acuerdo a la iniciativa en la creación, discriminar entre las organizaciones de “autoconvocados” (creadas por los propios afectados), y aquellas en las que la mayoría de los representados son minoristas pero cuya organización es impulsada por las instituciones bancarias o financieras que los asesoraron en la compra de títulos argentinos. Esto nos lleva al tercer criterio, que es el *tipo de representación* (de acuerdo al *tipo de representante*), que puede ser directa o mediada. Se observan correspondencias entre las diferencias de composición y las existentes en el nivel de la representación. Entre las que los representantes eran los directamente afectados, están las de minoristas autoconvocados. Estas se encontraban encabezadas por los propios bonistas o bien por abogados que patrocinaban a grupos de éstos en demandas judiciales. Lo mismo sucedía con las organizaciones de acreedores institucionales, en las que los representantes eran autoridades de las entidades que las conformaban. En estos casos hablamos de *representación directa*. Algo diferente encontramos entre los minoristas que eran representados por instituciones bancarias y financieras, pues las caras visibles eran autoridades de las instituciones o *lobbistas* profesionales de marcada trayectoria en el campo financiero, contratados y pagos para ejercer sus funciones. En este caso, había delegación de la negociación en la figura de los representantes que no formaban parte de la población afectada, por lo que hablamos de *representación mediada*.

A partir de la combinación de los nombrados criterios podemos discriminar tres tipos de agrupaciones: 1) de *minoristas autoconvocados*, 2) de *minoristas con representación mediada* y 3) de *acreedores institucionales con representación directa*, a nivel doméstico e internacional. Cada una de ellas, presentaba características diferenciales que incidieron sobre la estrategia que llevaron adelante. Pasaremos revista a los perfiles de las principales agrupaciones, considerando algunas de sus características y elementos del contexto en el que se formaron.

Cuadro 1.
Agrupaciones de tenedores de bonos afectados por el default argentino (2004-2005)

| Agrupación | Tipo | Bonistas re-present | Valor nominal de bonos (mill. de USD) | Referente principal | Integró comité global GCAB | País de origen |
|---|--|---------------------|---------------------------------------|---------------------|----------------------------|----------------|
| Argentina Boldholders Committee (ABC) | Institucionales con representación directa | 90 | 9.000 | Hans Humes | Sí | EE.UU. |
| Unión de AFJPs (UAFJPS) | Institucionales con representación directa | 12 | 15.000 | Carlos Peguet | No | Argentina |
| Task Force Argentina (TFA) | Minoristas con representación mediada | 420.000 | €13.000 | Nicola Stock | Sí | Italia |
| Argentina Bond Restructuring Agency (ABRA)* | Minoristas con representación mediada | 35.000 | 1.200 | Adam Lerrick | Sí | Alemania |
| Deutsche Bank / DZ Bank | Minoristas con representación mediada | s/d | 4.000 | Deutsche Bank | Si | Alemania |
| Swiss Bankers Association | Minoristas con representación mediada | 50.000 | 10.000 | Pierre Mirabaud | Sí | Suiza |
| Bank of Tokio-Mitsubishi/ Shinsei Bank | Minoristas con representación mediada | 40.000 | 1.800 | Makoto Aratake | Sí | Japón |
| Comitato Creditori Argentina | Minoristas autoconvocados | 100.000 | s/d | Mauro Sandri | No | Italia |
| Sindacato Italiano Tutela Investimento e Risparmio | Minoristas autoconvocados | 120 | 30 | Domenico Bacci | No | Italia |
| Assotutella Consumatori, e Risparmatori | Minoristas autoconvocados | s/d | s/d | Paolo Alazraki | No | Italia |
| First German Bondholders Society (IGA) | Minoristas autoconvocados | 250 | 200 | Stefan Engelsberger | Sí | Alemania |
| Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default (ADAPD) | Minoristas autoconvocados | 5.000 | s/d | Horacio Vazquez | No | Argentina |
| Asociación de Ahorristas de la República Argentina (AARA) | Minoristas autoconvocados | 3.000 | 5 | Marta Zurbano | No | Argentina |

* Incluye también a bonistas de Austria, Holanda y Luxemburgo.

Fuente: Elaboración propia en base a Bruno (2004), Basualdo (2015) y prensa nacional

Estados Unidos

El *Argentine Bondholders Committee* (ABC), de acreedores institucionales con representación directa, fue la primera organización en crearse y la única norteamericana. Surgió en noviembre de 2001, bajo el auspicio de la Asociación de Acreedores de Mercados Emergentes (EMCA) en el contexto las operaciones con las que el gobierno de Fernando De la Rúa había intentado eludir el *default*, y que habían sido leídas por el mundo de las finanzas como signos de la inevitabilidad del mismo. Esta organización, estaba integrada por cerca de noventa acreedores institucionales, varios de ellos “pesos pesados” de los fondos de inversión entre los que se contaban Morgan Stanley; Granthman, Mayo, Van Otterloo & Co. LLC; HBK Investments; MN Services; Bear Stearns Asset Management; Depfa Investment Bank Limited; Van Eck Capital; Teacher’s Insurance and Annuity Association of America; Gramercy Investments, BNP Paribas Paris y Red Mountain Finance Incorporated, entre otros (Bruno, 2004). Uno de los principales temores de los inversores nucleados en el ABC era la posibilidad de un trato diferencial entre los acreedores locales y externos durante el proceso de reestructuración que Domingo Cavallo comenzó en noviembre de 2001 (cuyo tramo externo quedó trunco), por lo que buscaron coordinar estrategias de negociación y transmitir sus inquietudes al gobierno argentino (Santiso, 2003). Liderado por Hans Hume, un hombre de las finanzas con amplia experiencia en la dirección de fondos de inversión en mercados emergentes, entre sus acciones más destacadas se cuentan la presentación, en diciembre de 2003, de una contrapropuesta de reestructuración en respuesta a la oferta de Dubai¹⁶ y el impulso para la creación de un comité único de inversores extranjeros, que finalmente se materializó a principios de 2004, cuando se anunció la constitución del *Global Committe of Argentina Bondholders* (GCAB) (Bruno, 2004).

¹⁶ La propuesta establecía una quita nominal del 35%, plazos de entre 8 y 30 años y tasas de interés crecientes. Se basaba en proyecciones de superávit fiscal superiores a las del Gobierno, refinanciación de los pagos al FMI y del resto de la deuda excluida de la reestructuración, y retorno a los mercados internacionales a partir de 2008 (ABC, 2003).

Italia

A diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, el *default* de diciembre sí sorprendió a una gran cantidad de minoristas italianos que, seducidos por las altas tasas y asesorados por los bancos locales, habían adquirido títulos argentinos. La asimetría de información existente entre inversores institucionales y minoristas en contextos de crisis se hizo evidente en este caso: desde mediados de 1999 hasta el mismo diciembre de 2001, más de 460 entidades bancarias –al realizar una correcta evaluación del riesgo de mantener los *tango bonds*, como se los conocía, en su cartera– transfirieron más de USD12.000 millones de estos a sus clientes, varios cientos de miles de pequeños y medianos ahorristas, muchos de ellos jubilados (*Página 12*, 27/11/2004). La declaración de *default* dejó en evidencia esta operatoria, por lo que numerosos clientes comenzaron acciones judiciales contra los bancos, pues estos no les habían advertido del riesgo implicado ni habían informado que en los prospectos de los bonos se reconocía que los mismos estaban destinados a operadores calificados (*La Nación*, 24/01/2005).

Es en este marco que el 18 de septiembre de 2002, a raíz de una resolución del Comité Ejecutivo de la ABI (Asociación Bancaria Italiana), ocho bancos formaron la *Associazione per la Tutela degli Investitori in Titoli Argentini*, generalmente conocida como *Task Force Argentina* (TFA)¹⁷. Aunque el objetivo explicitado fue brindar servicios de consultoría de asistencia y negociación gratuita para los casi 500 entidades colocadoras y sus clientes, la creación de la TFA supuso una jugada estratégica para defenderse y neutralizar estas acciones contra los bancos.

Para desligar a los mismos de su responsabilidad, la TFA procuró tener la representación de la mayor cantidad posible de tenedores minoristas y llevó adelante un fuerte trabajo de *lobby* contra el Estado y el gobierno argentinos, cargando la responsabilidad exclusivamente sobre ellos, y convirtiéndose así en la agrupación más crítica, combativa e inflexible en sus posiciones. El encargado de representarla públicamente fue Nicola Stock, ex director general de Banca di Roma –en ese momento jubilado-, contratado y nombrado presidente en noviembre de 2002. Stock

¹⁷ La TFA reunía a 463 entidades que operaron con bonos argentinos (<http://tfargentina.it/>).

tuvo un fuerte protagonismo participando de las negociaciones como un “duro”, criticando públicamente al Gobierno, reclamando al FMI y a las autoridades italianas la intervención en defensa de los intereses de los bonistas, y realizando “contra-roadshows” en diferentes puntos del globo para ganar adeptos a su posición de rechazo categórico a las ofertas argentinas, en procura de hacer fracasar la operatoria y forzar mejores condiciones de repago.

Frente a la posición predominante y los recursos de diverso tipo con que contaba la TFA (una agrupación de minoristas con representación mediada), algunos de los minoristas desencantados con los bancos y decididos a que estos asumieran su cuota de responsabilidad frente a sus otrora clientes, se agruparon en organizaciones más pequeñas como el *Comitato de Creditori Italiani* y el *Sindacato Italiano Tutela Investimento e Risparmio*, ambas lideradas por abogados (Mauro Sandri y Doménico Bacci, respectivamente). Este tipo de agrupación de minoristas autoconvocados¹⁸ festejaba reuniones periódicas en teatros o espacios similares, protestaba periódicamente frente a la embajada argentina y tenía activos foros de discusión *online*. Ambas privilegiaban la vía judicial, pues rápidamente iniciaron numerosas acciones legales contra la Argentina y contra los propios bancos, y lograron tempranamente embargos y bloqueos de fondos destinados al Estado argentino. Adoptaron posturas muy duras durante las negociaciones, no solo contra el Gobierno y los bancos, sino también contra el FMI, con quien pedían compartir las pérdidas.

Alemania

La negociación con la fracción italiana de acreedores no fue la única difícil y conflictiva. En Alemania también encontramos diversas organizaciones, que podemos distinguir en función del carácter de la iniciativa para su creación, sean los propios bonistas o las instituciones bancarias y financieras: los primeros organizaron la *First German Bondholders Society*, también conocida como *Comunidad de Intereses en la Argentina* o IGA (*Interessengemeinschaft Argentinien*); y los segundos, la *Argentina Bond Restructuring Agency* (ABRA).

¹⁸ También hubo otras menores. Incluso se canalizaron reclamos a través de asociaciones de consumidores.

IGA fue la organización más importante de autoconvocados. Esta entidad sin fines de lucro formada en 2002 decía representar, de manera genérica, a “acreedores privados” afectados por las cesaciones de pago de la República Argentina y de la Provincia de Buenos Aires. A pesar de que la organización se asoció a ABC, que nucleaba mayormente institucionales, era identificada con el grupo de ahorristas alemanes minoristas. Su cara visible era su presidente, Stefan Engelsberger¹⁹, un bonista teutón que pedía discutir las acreencias del FMI y sustituir el bono ligado al PBI por un título conectado al “desarrollo” a partir de la consideración de indicadores sociales (*La Nación*, 16/10/2003).

De manera similar a lo ocurrido con la TFA, la ABRA fue creada formalmente en mayo de 2003 por la Asociación Alemana de Defensa de Propietarios de Valores (DSW por sus siglas en alemán) y un consorcio de bancos europeos bajo la dirección del alemán Hypovereinsbank, lo que la constituía en una agrupación de minoristas con representación mediada. ABRA fue fundada como una sociedad con fines específicos (*special purpose company*) bajo ley irlandesa, con el fin de representar y defender a los inversores minoristas europeos (pues incluía a bonistas de Alemania, Austria, Holanda y Luxemburgo). Tenía un funcionamiento particular: aquellos tenedores que desearan participar, debían entregar sus bonos en canje por certificados emitidos por ABRA. Desde entonces, como propietario legal de los bonos, ABRA representaba a los tenedores en las negociaciones, que eran llevadas a cabo por un equipo contratado. La participación era voluntaria y los inversores podían retirarse antes de que se alcanzase un acuerdo y recuperar sus bonos, previo pago de una comisión. Al llegar a un acuerdo de reestructuración, ABRA cobraría los pagos efectuados y/o los nuevos valores emitidos y los distribuiría entre los tenedores de los certificados, mediando el abono de honorarios (FMI, 2003). El equipo negociador contratado por la entidad estaba formado por dos personajes de renombre en el mundo financiero y político, Adam Lerrick y Angel Gurría. La

¹⁹ Engelsberger era un excéntrico y conflictivo personaje. Vendía online chopps de cerveza con ilustraciones alusivas al default, se presentaba a las negociaciones exhibiendo la escarapela argentina o el certificado de sus bonos, e incluso llegó a realizar una performance en la reunión anual del FMI y el Banco Mundial (BM) en 2006, tirado en el suelo, encapuchado, maniatado y vestido con una camiseta de la selección argentina de fútbol.

cara más visible fue Lerrick, un economista conservador norteamericano, ex gerente de Credit Suisse First Boston y de Salomon Brothers, asesor en la Cámara de Representantes y colaborador de Allan Meltzer²⁰. El economista fue caracterizado por el secretario de Finanzas argentino, Guillermo Nielsen, como uno de los negociadores “más rebeldes”, a pesar de que en 2001 aparecía como promotor de la cesación de pagos y la reestructuración como soluciones para países en dificultades como la Argentina. Lo cierto es que, en nombre de la organización a la que representaba, Lerrick insistía en que el objetivo era “mantener el valor nominal de los títulos”, pudiendo negociarse plazos de vencimiento más largos y rebajas de los intereses, pero no quitas. El otro portavoz, Ángel Gurría²¹, también economista, había ocupado, entre otros, los cargos de secretario de Relaciones Exteriores de México (desde diciembre de 1994 hasta enero de 1998) y de secretario de Hacienda y Crédito Público (desde enero de 1998 hasta diciembre de 2000), lo que le daba un amplio conocimiento y contactos en el sector público y en el mundo de las finanzas internacionales (*La Nación*, 29/12/2001).

La coordinación de las agrupaciones extranjeras

Las organizaciones extranjeras más importantes, además, buscaron fortalecer su posición frente al Gobierno emprendiendo acciones conjuntas a nivel global. La primera instancia de coordinación fue impulsada por las dos organizaciones de minoristas europeas con representación mediada: la alemana ABRA y la italiana TFA, las cuales formaron, a principios de septiembre de 2003, el *International Group of Rome* (IGOR). Este grupo fue el antecedente inmediato del GCAB, “supercomité” global de acreedores cuya formación se hizo oficial a principios de enero de 2004²².

²⁰ Lerrick participó junto a Meltzer de la International Financial Institution Advisory Commission, llamada también “comisión Meltzer”, formada en 1998 en el Congreso de los Estados Unidos. La misma tenía como objetivo examinar el rol del FMI y el BM y realizar recomendaciones de políticas hacia los mencionados organismos. En su informe final, entregado en 2000, se criticaba la intervención de dichos organismos en los países en desarrollo durante las décadas de los 80 y 90, se sugería modificar sus funciones y limitar su accionar.

²¹ Gurría es, desde 2006, secretario general de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

²² Contaba con dos co-chairs, Stock y Hume, cabezas de dos de las grandes asociaciones miembro.

El GCAB contó entre sus miembros a las asociaciones agrupadas en IGOR, más la norteamericana de acreedores institucionales ABC y los japoneses Bank of Tokio-Mitsubishi y Shinsei Bank²³, mientras la Swiss Bankers Association, el Deutsche Bank y el DZ Bank participaron en calidad de observadores (Basualdo, 2015; Bruno, 2004). El GCAB decía representar a tenedores de más de USD 38.000 millones (GCAB, 2004), entre los que contaban más de 500.000 minoristas y cien instituciones, bancos, asociaciones y comités. Además, conforme se desarrollaron las tratativas, buscó acercarse e incorporar a una de las asociaciones argentinas de minoristas para ganar mayor legitimidad y tener su pata local, objetivo que solo fue alcanzado parcialmente.

Argentina

En nuestro país se concentraba la mayor cantidad de tenedores. Aunque surgieron varias agrupaciones de minoristas autoconvocados, se destacaron dos: la más importante en cantidad de miembros es la aún activa *Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default* (ADAPD), seguida por la disuelta *Asociación de Ahorristas de la República Argentina* (AARA). Estas asociaciones no reunían exclusivamente a tenedores de bonos en mora “que confiaron en el país”, sino también a afectados por el “corralón” y la pesificación. AARA fue la primera en formarse, como organización no gubernamental, a partir de una organización preexistente, el llamado “Comité de bonos” que tuvo su origen en manifestaciones públicas y foros de Internet, que constituían los medios de interrelación y contacto entre ahorristas (Schilman, 2004). La ADAPD fue un desprendimiento de AARA, y se constituyó como asociación civil en 2003. ADAPD fue la que tuvo mayor visibilidad durante las negociaciones, además de ser la más confrontativa. Se destacó por presentar una contrapropuesta de un bono a perpetuidad y por entablar conversaciones con los dirigentes del GCAB, que buscaban su incorporación al supercomité. Si bien esto no se logró, en octubre de 2004, luego de meses de negociaciones, ambas asociaciones dieron a conocer una serie de reclamos comunes²⁴.

²³ En Japón, sucedió algo similar a lo acontecido con parte de los bonistas italianos: fueron representados por los bancos que los asesoraron en la adquisición de los bonos argentinos.

²⁴ Incluían que los bonos satisficieran el 100% de lo reclamado, el reconocimiento de la totalidad de los intereses vencidos; un pago parcial en efectivo de los mismos, el mantenimiento de la moneda y la legislación originales, y garantías de pago (ADAPD, 2004).

Entre los inversores institucionales locales con representación directa estaba la Unión de AFJPs (UAFJP), corporación empresaria que nucleaba a las doce aseguradoras de fondos de pensión existentes al momento del *default*²⁵. En 2003, contaban con más de 9 millones de afiliados, 3 millones de aportantes y habían acumulado fondos por \$ 44.515 millones²⁶. Los títulos públicos nacionales constituían el 71,13% de su cartera, con el 4,87% correspondiente a los préstamos garantizados, que se encontraban en situación *performing* (UADE, 2003). Al ser importantes actores a nivel doméstico, jugaron un papel crucial en el canje, pues al acordar su ingreso temprano dieron al Gobierno un importante piso de adhesión. Durante las negociaciones, mantuvieron posiciones moderadas y cautelosas, sosteniendo permanentemente que defendían los fondos de sus afiliados y que, de haber quitas elevadas, se verían perjudicados estos, sus familias y sus futuras jubilaciones.

Si bien todas estas organizaciones tuvieron diálogo y contacto con el Gobierno en las diferentes etapas de la reestructuración, podemos encontrar estrategias predominantes de acuerdo al tipo de asociación, que resultaron a su vez de capacidades y recursos diferenciales en cada uno de los casos.

Las estrategias de las agrupaciones: entre la negociación y la judicialización

Observando al conjunto acreedor, podemos decir que el primer movimiento estratégico, el de asociarse, fue adoptado de manera extendida. A pesar de las dificultades, lograron articularse colectivamente, primero a nivel local y luego internacionalmente. Esto último se alcanzó limitadamente –pues no hubo un frente único de acreedores– y sin la coordinación e intervención permanente y explícita del sector oficial. Sin embargo, y a pesar de esta fortaleza relativa, las divergencias entre las agrupaciones eran muchas y muy marcadas, lo que se reflejaba en sus acciones. Las diferencias de composición, los recursos y los intereses de los múltiples

²⁵ A diferencia de las restantes organizaciones, UAFJP no fue creada con motivo del default, sino que preexistía. Se conformó en 2002 por la fusión de las dos entidades corporativas existentes previamente en el sector.

²⁶ A septiembre de 2003, en pesos corrientes (UADE, 2003).

grupos de acreedores se manifestaron claramente en los lineamientos estratégicos²⁷ que siguieron y en la fortaleza de sus respectivas posiciones negociadoras.

En relación a las estrategias, podemos decir que frente a un escenario de *default*, los acreedores tienen las siguientes opciones: 1) entablar negociaciones con el gobierno deudor; 2) iniciar demandas judiciales (o amenazar con iniciarlas)²⁸; o bien 3) combinar de manera variable las dos anteriores. En el caso argentino, la mayoría de los grupos eligió esta tercera opción: implementaron una estrategia predominantemente confrontativa, que combinaba (de manera diferencial) la negociación dura a través de sus representantes con la realización de presentaciones ante la Justicia (o advertencias de iniciar demandas en el futuro). Todos articularon un discurso crítico hacia el modo de llevar las negociaciones por parte del gobierno argentino (cuestionando la “buena fe”)²⁹, que acompañaron de pedidos permanentes de mejora de los lineamientos financieros de la reestructuración y una escasa predisposición a realizar concesiones o aceptar las sucesivas propuestas gubernamentales, incluso llegaron a presentar contrapropuestas con variados niveles de complejidad³⁰.

En relación a la combinación de las líneas de acción señaladas, entre las organizaciones de autoconvocados (de manera marcada en las extranjeras) predominó

²⁷ Considerando que las negociaciones económicas llevan a determinados resultados distributivos, la magnitud y tipo de pérdida que estaban dispuestos a validar variaba entre los grupos de acreedores, lo que se reflejó en las estrategias implementadas.

²⁸ La vía judicial es costosa, en términos de tiempo y dinero, por lo que solo puede ser sostenida consistentemente por grandes actores, altamente especializados. En el caso de los acreedores argentinos, solo una pequeña parte eligió una estrategia exclusivamente judicial: los fondos buitres, con los que siguió el conflicto.

²⁹ Entre los acreedores minoristas se articulaba un discurso ligado a la estafa. Los ahorristas argentinos manifestaban haber sido objeto de un “engaño” al depositar, a través de la inversión en títulos públicos, su “confianza” en el país.

³⁰ Estas contrapropuestas eran diferentes según el acreedor y los lineamientos generales de inversión que los orientaban. Por ejemplo, mientras los institucionales estaban más preocupados por el mantenimiento del valor presente de los títulos, por lo que procuraban reducir al mínimo el monto de la quita o haircuts, los minoristas, si bien también defendían el principal de sus bonos, deseaban asegurar el cobro periódico de rentas.

el elemento judicial, pues tendieron a comenzar muy tempranamente las demandas, mantenerlas e incrementarlas en el tiempo³¹. Por su parte, las institucionales y las minoristas con representación mediada privilegiaron la negociación, aunque utilizaron durante la misma la amenaza de accionar judicialmente. Estas estrategias divergentes debemos relacionarlas con la posición negociadora de los diferentes tipos de agrupaciones, lo que responde a varios factores, íntimamente asociados.

En primer lugar, las características estructurales de configuración y funcionamiento del sistema financiero internacional impactaron sobre el poder relativo de los prestamistas privados, tornando más débil su posición negociadora en relación a otros momentos históricos. Por un lado, porque su influencia sistémica era limitada. Durante la crisis de deuda de los 80, el mantenimiento de la situación de mora de manera indefinida hubiese puesto en peligro el funcionamiento de las finanzas mundiales, pues el patrimonio de los principales bancos internacionales se encontraba muy comprometido. Nada de esto sucedía en 2003, no al menos en la escala observada en los 80. Que un grupo limitado de acreedores privados no cobrase sus derechos sobre títulos de un único país no suponía riesgos sistémicos de magnitud a nivel internacional³². Tampoco existía un nivel de concentración en el mercado de deuda como el observado a fines del siglo XIX, que había dado *leverage* a la *Corporation* inglesa en las negociaciones³³. Por otro lado, porque la atomización de intereses y orientaciones entre los bonistas, al ser reflejada en el plano organizativo, afectó a los acreedores privados como un todo. A pesar de los avances en la coordinación observamos que, primero a nivel de cada país –el clivaje entre institucionales/de representación mediada y autoconvocados (incluso al interior de este subuniverso) – y segundo a nivel internacional, las dificultades del GCAB de involucrar a todas las asociaciones y eliminar las tensiones entre sus adherentes repro-

³¹ Como ejemplo de esto, podemos recuperar los dichos de Sandri, abogado italiano que inició más de 2500 juicios contra la Argentina, quien manifestaba “para recuperar el dinero hay que llenar los tribunales” (La Nación, 18/01/2005).

³² Aunque sí creemos que existían riesgos para el sistema de jubilaciones privadas a nivel local, de allí el interés mutuo entre las AFJPs y el Gobierno de llegar a un acuerdo concertado.

³³ Además, el gobierno argentino rechazó explícitamente la posibilidad de emitir nueva deuda en los mercados internacionales, lo que quitaba más fuerza a los acreedores y sus representantes.

dujeron la fragmentación que debilitó la posición del conjunto acreedor³⁴.

La imposibilidad de crear una instancia unificada a nivel internacional respondió principalmente a una cuestión de intereses divergentes, pero también se vio influida por los diferentes recursos disponibles para cada uno de estos tipos de asociación. En este sentido, encontramos el segundo elemento, que permite comprender la posición negociadora no ya del conjunto sino de las diferentes agrupaciones: la disponibilidad de recursos financieros, políticos, informativos, institucionales y de representación. De allí puede deducirse que el acceso y posesión diferencial de estos recursos se reflejaron en no solo diferentes competencias para la organización colectiva, la implementación de estrategias y la negociación, sino (y fundamentalmente) en las posibilidades de lograr apoyos de o neutralizar actores, en el doble nivel considerado. Nuevamente, la división fundamental es entre minoristas autoconvocados, por un lado, y organizaciones de institucionales y de minoristas con representación mediada, por el otro.

Estos dos últimos tipos de organizaciones presentaban una variedad de recursos que los fortalecieron considerablemente en su posición negociadora, aumentando sus posibilidades de intervenir sobre el proceso. Una de sus mayores ventajas fue contar como representantes a individuos del mundo de las finanzas o la política, con redes de contactos (formales e informales) en esas esferas, reconocida *expertise*, acceso a información privilegiada y experiencia en acciones de *lobby* y en negociaciones, tanto a nivel nacional como internacional³⁵. En general, su grado de representatividad era mayor, pues concentraban a un gran número de individuos o a pocas, pero importantes, empresas e instituciones financieras, lo que hacía que concentrasen una parte importante del stock de títulos a reestructurar. Contaban además con estructuras institucionales preexistentes, que les permitían solventar los costos económicos y de organización implicados en la implementación de sus

³⁴ Fragmentación que fue promovida y potenciada por el Gobierno durante el proceso. Al interior del GCAB, la postura más moderada de ABRA y su posterior ingreso al canje, marcaron diferencias con las otras dos agrupaciones principales ABC y TFA, lo que significó el debilitamiento y posterior disolución del Comité.

³⁵ Por ejemplo, Stock se jactaba de sus contactos políticos en Washington, de su trato habitual con la funcionaria del FMI Anne Krueger y de sus visitas a las oficinas del Tesoro norteamericano.

estrategias. Esto les brindó prerrogativas al momento de movilizar apoyos políticos de terceros actores en los dos niveles, doméstico e internacional, en los que transcurrió la negociación. El caso más emblemático fue el del GCAB, que logró que el FMI se alineara con sus intereses³⁶ y lo promoviera como el único interlocutor válido, por considerarlos la organización más representativa. Esto permite también entender la estrategia de privilegiar el diálogo y la negociación como instancia para presionar a los oponentes.

En contraste, las organizaciones de minoristas poseían escasos recursos. Aunque varias contaban con aportes de sus socios por cuotas de afiliación, eran muy inferiores a los que podían brindar los bancos e instituciones financieras. Además, no poseían una estructura previa, en general representaban grupos reducidos³⁷, y al tratarse de abogados e inversores no sofisticados no contaban con la información, las redes, los conocimientos ni la experiencia, lo cual limitaba su poder de negociación. Esta debilidad, que acotaba considerablemente su capacidad de incidencia sobre el proceso, está en el origen del fuerte componente legal en la estrategia de estos grupos.

En tercer lugar, esta posición debe analizarse considerando los escenarios doméstico e internacional de las diferentes agrupaciones, y la posición tomada por los actores en los mismos. La debilidad estructural de los acreedores ligada a su dispersión no significó que estos no recurrieran a sus gobiernos o a instancias multilaterales, o que éstas fueran completamente indiferentes. Sin embargo, los reclamos de las asociaciones tuvieron eco diferencial en función de la coyuntura nacional e internacional, el volumen de afectados y la capacidad de presión de las asociaciones. En el caso de ABC, con el gobierno de Bush apuntalando la posición argentina, tuvo pocas posibilidades de que intercediera para fortalecer la propia: los acreedores norteamericanos eran pocos e institucionales, con espaldas para

³⁶ Podemos decir que incluso compartían algunos. Por ejemplo, la búsqueda de un acuerdo de reestructuración que se enmarcara dentro de los parámetros tradicionales del organismo, privilegiara la aceptabilidad e implicara pérdidas moderadas para los acreedores.

³⁷ Además, por ser minoristas, sus acreencias individuales eran modestas, por lo que conjuntamente representaban un monto relativamente pequeño del capital a negociar.

afrontar pérdidas, lo que no afectaba el clima social ni el sistema financiero en el país del norte³⁸. Algo bien diferente pasaba en Italia, donde más de medio millón de minoristas se vieron alcanzados por la cesación de pagos. La composición social y el número de afectados generaron un verdadero problema social y político que, en medio de un clima “antiargentino”, debió ser manejado tanto por los bancos como por el gobierno italiano. Alineándose tempranamente con los intereses de TFA (con mayores capacidades), el gobierno italiano buscó fortalecer su posición presionando a Argentina en detrimento de los pequeños ahorristas. No obstante, la posición de los minoristas que optaron por “correr hacia los tribunales” fue sostenida por el sistema judicial italiano, pues la sucesión inicial de sentencias favorables contribuyó a que se sumaran presiones sobre la República y se robusteciera la vía judicial. En Argentina, en tanto, el deudor era el propio Estado, la posición de los tenedores locales se veía debilitada por la imposibilidad de buscar terceras partes locales que intercedieran³⁹. No todas las agrupaciones argentinas, sin embargo, estaban en igualdad de condiciones. Las más débiles eran las minoristas, mientras la institucionales, dado la situación aún difícil del sistema financiero –lo que hacía que compartieran con el Gobierno el interés de no sumar nuevos trastornos en ese frente– se encontraban más fuertes al momento de encarar las tratativas.

Si la relación con actores domésticos debe obligadamente analizarse en el plano local de cada agrupación, a nivel internacional, en el caso de los actores multilaterales y su influencia sobre la posición de las mismas, vuelve a aparecer como relevante la distinción entre minoristas autoconvocados y agrupaciones de representación mediada e institucionales. Así, los comportamientos del FMI y del G7 mostraron claras diferencias en este punto, pues favorecieron los intereses del segundo grupo (fundamentalmente integrado por asociaciones extranjeras agrupadas en GCAB) al pedir explícitamente que fueran interlocutores preferenciales durante las negociaciones, en detrimento de los minoristas autoconvocados. Adi-

³⁸ En este sentido, el costo de negar apoyo a los fondos de inversión era menor que el de negar apoyo a Kirchner, en función de los intereses que poseía la administración republicana en relación a la Argentina.

³⁹ Dado además el amplio consenso entre los actores empresarios y políticos argentinos en torno a la necesidad de realizar una dura oferta que permitiera fortalecer el sendero del crecimiento.

cionalmente, las críticas de la mayor parte de éstos últimos al Fondo⁴⁰ alejaban sus posturas y, con ello, las posibilidades de recibir avales del organismo, lo que se sumaba a sus ya escasos recursos organizacionales.

De esta manera, en la variedad de estrategias y posiciones negociadoras se podía observar que, dentro de la relativa debilidad estructural, las diferentes agrupaciones tuvieron una capacidad limitada y diferencial de influir sobre las negociaciones, capacidad ligada a la estructura y los recursos de cada una. A esto se sumaba la acción del gobierno argentino, que contribuyó a debilitar a su contraparte negociadora, lo que le permitió imponer la lógica de la negociación y llegar a un resultado favorable a sus intereses.

Conclusiones

A pesar de las diferencias que pueden identificarse entre las características del endeudamiento soberano y, consiguientemente, de los acreedores privados prevalentes en cada momento histórico, se observa una tendencia generalizada hacia la organización colectiva de los mismos como forma de fortalecer posiciones durante las negociaciones con los gobiernos deudores.

La reciente reestructuración de la deuda pública argentina no fue la excepción, pues también contó con la presencia de numerosas organizaciones representativas que participaron en las tratativas que culminaron con el canje de 2005. La “eficacia” de estas organizaciones (en términos de capacidad de influencia en las negociaciones y sobre los resultados de la reestructuración) puede pensarse a priori como dependiente de su tamaño, de las características de los inversores que agrupe y de los recursos a los que tengan acceso. De acuerdo a la tipología presentada, se observa un clivaje de estrategias y posiciones. Por un lado, las organizaciones institucionales (especialmente la local) y las de minoristas de representación mediada, entre las que prevaleció el componente negociador y de diálogo. Ostentaron una

⁴⁰ A las que se sumaban las del gobierno argentino quien, aprovechando la situación de desprestigio y cuestionamiento internacional en que estaba sumido el organismo, cuestionaba su papel en la crisis argentina para aminorar su influencia sobre el proceso negociador.

posición negociadora más fuerte, ligada a sus recursos de diverso tipo y a los apoyos recibidos, lo que les otorgó mayores posibilidades de influencia. Por otro lado, las de minoristas autoconvocados, tanto locales como extranjeras, que privilegiaron el componente judicial en sus estrategias. La falta de recursos de diverso tipo para incrementar su capacidad de presión y el cierre progresivo de la instancia judicial en los países donde surgieron las más importantes (Italia y Argentina)⁴¹ debilitaron sus posiciones, y limitaron considerablemente su ascendente sobre el proceso.

A pesar de la potencialidad de la organización colectiva, las desavenencias entre las mismas no pudieron salvarse durante el desarrollo del largo proceso de negociación y culminaron socavando la posición del conjunto de manera acorde al modelo atomístico de acción. Más allá de los intentos de coordinación más general, los permanentes reclamos y demandas, las reiteradas negativas a aceptar las sucesivas propuestas argentinas, y los intentos de forzar el fracaso del canje, la imposibilidad de los acreedores de superar la fragmentación en la representación colectiva socavó las posibilidades de las agrupaciones (incluso de las, a priori, más fuertes) de dominar la lógica de la negociación y alcanzar sus objetivos de máxima.

La agresiva estrategia de negociación del gobierno de Kirchner y la dinámica de las tratativas no hicieron más que profundizar las diferencias y debilitar la posición de la totalidad acreedora. De esta forma, a las dificultades mencionadas se sumó la acción estatal: la potenciación de la atomización, la neutralización de actores clave que les brindaban apoyo⁴² y la férrea defensa de la política de manejo de la deuda supeditada al crecimiento doméstico como garantía de repago llevaron a resultados por entonces inesperados. El canje, efectivizado finalmente en 2005, implicó im-

⁴¹ La vía judicial para ahorristas en Italia se cerraría en 2005 con el fallo de la Corte de Casación italiana, que señalaba carecer de jurisdicción al considerar que la normativa del default es *iuri imperi* (acto soberano). Por ello, la TFA inició una demanda en el CIADI amparándose en un supuesto incumplimiento de los compromisos asumidos en los tratados bilaterales de inversión. En Argentina, se limitó por el avalado por la Corte Suprema en abril de 2005 a las normas que dispusieron el diferimiento de pagos y la pesificación de la deuda bajo legislación local (Cosentino et al., 2017).

⁴² Como la del FMI, al decidir el Gobierno la suspensión del acuerdo en 2004 para evitar presiones a favor de los acreedores durante las revisiones.

portantes pérdidas en valor presente para los inversores y niveles de adhesión que superaron las expectativas de los actores financieros⁴³.

De esta forma, los comités *ad hoc* surgidos durante el *default* argentino mostraron –en contraste con algunos de sus predecesores–, por un lado, los límites de la organización de la acción colectiva de un universo estructuralmente fragmentado⁴⁴ que no cuenta con la coordinación del sector oficial y, por el otro, las dificultades para implementar estrategias unificadas en el marco de la solución de mercado a las crisis de deuda en el contexto actual de la globalización financiera.

Bibliografía

ABC. (2003). *Restructuring guidelines*.

Adamson, M. R. (2002). The failure of the foreign bondholders protective council experiment, 1934–1940. *Business History Review*, 76(3), pp. 479-514.

ADAPD. (2004). *Coincidencias GCAB-ADAPD*.

Aschentrupp Toledo, H. (1987). El manejo de la crisis de endeudamiento externo de América Latina en la década de los ochenta. *Problemas del desarrollo*, 18(70).

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

Bruno, E. (2004). *El default y la reestructuración de la deuda*. Buenos Aires: Nueva Mayoría.

Caputo, N. (2012). *Recursos económicos y poder político: integración semi-periférica al sistema financiero mundial y su impacto en las relaciones de poder de la coalición político-social gobernante en Argentina de 1989 al 2001*. (Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires y en Ciencias Políticas de la Universidad de Estrasburgo).

Cosentino, A., Isasa, M., Carreras Mayer, P., De Achaval, F., Coretti, M., y Dall’o, F. (2017). *Crisis y reestructuración de deuda soberana. Una visión sistémica desde la perspectiva de los países emergentes*. Buenos Aires: Eudeba.

⁴³ Ver Damill, Frenkel y Rapetti (2005).

⁴⁴ De hecho, muchos de ellos desaparecieron luego del proceso de negociación.

- Cruces, J.J. (2016). *Una república sin buitres. Para bajar el costo de invertir en la Argentina productiva*. Buenos Aires: FCE.
- Damill, M., R. Frenkel, y Rapetti, M. (2005). La deuda argentina: historia, default y reestructuración. *Desarrollo Económico*, 45(178).
- Dossi, M. (2010). *La construcción de la representación y de la acción corporativa empresaria en las asociaciones empresariales. Un estudio de la Unión Industrial Argentina a partir de la articulación de la dimensión organizacional, estructural y política en el período 1989-2003*. (Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales de FLACSO Argentina).
- Das, U.S., Papaioannou, M.G., y Trebesch, C. (2012). Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. *IFM Working Paper*, (107).
- Eichengreen, B., y Portes, R. (1989). Settling defaults in the era of bond finance. *The World Bank Economic Review*, 3(2), pp. 211-239.
- FMI. (2003). *The Restructuring of Sovereign Debt. Assessing the Benefits, Risks, and Feasibility of Aggregating Claims*. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/090303.pdf>
- Ffrench-Davis, R., y Devlin R. (1993). Diez años de la crisis de la deuda latinoamericana. *Comercio exterior*, 43(1), pp. 4-20.
- Fuerte rechazo de acreedores al plan que presentó el Gobierno. (16 de marzo de 2003). *La Nación*. Recuperado de: <http://www.lanacion.com.ar/536113fuerterechazodeacreedoresalplanquepresentoelgobierno>
- GCAB. (2004). *Global Committee of Argentina Bondholders Makes Presentation during IMF/World Bank Meetings* [Comunicado de prensa].
- Kamlani, D. (2008). *The Four Faces of Power in Sovereign Debt Restructuring: Explaining bargaining outcomes between debtor states and private creditors since 1870*. (Tesis de Doctorado en Filosofía de The London School of Economics and Political Science).
- Kupelian, R., y Rivas, M.S. (2014). Fondos buitres. El juicio contra argentina y la dificultad que representa en la economía mundial. *Documento de Trabajo CEFIDAR*, (49).
- Mauro, P., y Yafeh, Y. (2003). The Corporation of Foreign Bondholders. *IFM Working Paper*, (107).

- Ministerio de Economía. (2003). *Lineamientos de la reestructuración de la deuda soberana*.
- Nemiña, P., y Val, M.E. (2018). El conflicto entre Argentina y los fondos buitres. Implicancias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana. *Cuadernos de Economía Crítica*, 5(9).
- Odell, J. (2000). *Negotiation the world economy*. New York: Cornell University Press.
- Rebossio, A. (24 de enero de 2005). Analiza el gobierno italiano imponer multas a bancos. *La Nación*. Recuperado de: <https://www.lanacion.com.ar/economia/analiza-el-gobierno-italiano-imponer-multas-a-bancos-nid673649>.
- Reihart, C., y Rogoff, K. (2011). *Esta vez es distinto: ochos siglos de necesidad financiera*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Sandri: "Para recobrar el dinero hay que llenar los tribunales". (18 de enero de 2005). *La Nación*. Recuperado de: <http://www.lanacion.com.ar/672103sandripararecobrarel dinerohayquelllenarlos-tribunales>.
- Santiso, J. (2003). *The Political Economy of Emerging Markets*. New York: Palgrave Macmillan.
- Scaletta, C. (27 de noviembre de 2004). Bancos bajo sospecha. *Página 12*. Recuperado de: <https://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-44137-2004-11-27.html>.
- Schilman, F.L. (2004). *Convivir con el capital financiero, corralito y movimiento de ahorristas (Argentina 2001-2004)*. (Tesis de Doctorado de la Universitat Rovira i Virgili. Departament de Gestió d'Empreses). Recuperado de: <https://www.tesisenred.net/handle/10803/8806>.
- Stalling, B. (2014). La economía política de las negociaciones de la deuda: América Latina en la década de los ochenta. En Ocampo et al. (Comps.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. Santiago: Naciones Unidas.
- UADE. (2003). *Informe Trimestral de las AFJP – III Trimestre*.
- Val, M.E. (2018). *La negociación entre el gobierno argentino y los acreedores privados en torno a la reestructuración de la deuda soberana en default durante el primer canje (2003-2005)*. (Tesis de Maestría en Sociología Económica de IDAES-UNSAM).
- Wright, M.L.J. (2012). Sovereign Debt Restructuring: Problems and Prospects. *Harvard Business Law Review*, 2, pp. 153-198.