

**Cualidades y articulación de los acreedores privados en la reestructuración argentina
de bonos subnacionales internacionales 2020/1**

**Attributes and articulation of private creditors
on the Argentinian international subnational bonds restructuring 2020/1**

Alejandro Gabriel Manzo*

<https://orcid.org/0000-0002-9512-0798>

Victoria Lucía Daghero**

<https://orcid.org/0009-0006-8052-8826>

Resumen

La inserción de Estados subnacionales en el mercado financiero internacional es un fenómeno relativamente reciente y poco estudiado. Entre 2016-2018, catorce provincias argentinas emitieron títulos de deuda en moneda y bajo Ley extranjera. Dos años después, la mayoría de ellas, insertas en una profunda crisis, debieron reestructurarlas. El alivio que obtuvieron en este proceso estuvo lejos del originariamente previsto, con consecuencias negativas para su economía y los derechos humanos. Este artículo procura aportar elementos que ayuden a comprender el porqué de este desenlace, analizando las cualidades y la dinámica organizativa de sus acreedores privados internacionales. El trabajo muestra que dicho desenlace obedeció en buena medida al acentuado desbalance de poder de negociación que existió –por tamaño, escala y modo de articulación– a favor de estos últimos y en detrimento de las provincias. Se argumenta que, más allá de las particularidades del caso concreto, este desbalance hunde sus raíces en la concentración estructural del mercado financiero internacional y en un régimen

* Investigador adjunto del Concejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET), Centro de Investigaciones Jurídicas y Sociales (CIJS), Universidad Nacional de Córdoba (UNC). profesor adjunto en la Facultad de Derecho (UNC). E-mail: alemanzo@unc.edu.ar

** Licenciada en Ciencia Política por la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad Nacional de Córdoba (UNC). Doctoranda en Ciencia Política en el Centro de Estudios Avanzados de la UNC. Docente adscripta en Sociología Jurídica en la Facultad de Derecho y de Historia Social Contemporánea en la Facultad de Ciencias de la Comunicación en la UNC. E-mail: victoria.daghero@mi.unc.edu.ar

de reestructuraciones que tiende a aislar en estos procesos a los Estados deudores y a agrupar a sus acreedores.

Palabras clave: deuda subnacional, acreedores privados, reestructuraciones

Abstract

The insertion of subnational States in the international financial market is a relatively recent and slight studied phenomenon. Between 2016 and 2018, fourteen Argentinean provinces issued debt securities in currency and under foreign Law. Two years later, most of them, immersed in a deep crisis, had to restructure them. The relief obtained in this process was far from what was originally expected, with negative consequences for the economy and human rights. This article seeks to provide elements that help understand the reason behinds this outcome, analyzing the characteristics and organizational dynamic of its international private creditors. The paper shows that this outcome was largely due to the marked imbalance of bargaining power—in terms of size, scale and mode of articulation— that existed in favor of creditors and in detriment of provinces. It is argued that, beyond the particularities of the specific case, this imbalance has its roots in the structural concentration of the international financial market and in a restructuring regime that tends to isolate debtor States in these processes and group their creditors.

Keywords: subnational debt, private creditors, restructurings

TRABAJO RECIBIDO: 20/9/2024 TRABAJO ACEPTADO: 26/11/2024



Esta obra está bajo una licencia internacional <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>

I- Introducción

Al asumir, el gobierno de Cambiemos (2015-19) implementó una nueva estrategia de inserción del país en el mercado financiero internacional. En su marco, entre enero de 2016 y abril de 2018, Argentina fue el principal colocador de títulos soberanos del mundo, superando en este aspecto a países como Brasil, México, Rusia, Indonesia o Arabia Saudita, cuyos PIB eran por entonces sustancialmente superiores (BCRA, 2020, p.12).

Las provincias argentinas no se mantuvieron ajenas a este proceso. Entre diciembre de 2015 y de 2018 su deuda en conjunto pasó de representar del 4,5% al 7,5% del PBI; es decir, un 66,7% más en tres años (BCRA, 2020, p.14). No se trató sólo de un crecimiento cuantitativo sino también de un cambio cualitativo en su composición, en el que su deuda en pesos con la Nación, fideicomisos u otros acreedores locales bajó significativamente en su *stock* total, aumentando, como contrapartida, el peso de su deuda en moneda extranjera contraída con bancos, organismos o bonistas internacionales (BCRA, 2020, p.14).

Desde allí que, las devaluaciones monetarias que se produjeron a raíz de la crisis financiera de 2018 afectasen especialmente las cuentas provinciales. En este marco, para abril de 2020, con la agudización de la recesión por la pandemia COVID 2019, se conformó en el Ministerio de Economía Nacional (MECON) una *Unidad* para evaluar la sustentabilidad de las deudas subnacionales (Resolución MECON N° 217/2020). Rápidamente, esta *Unidad* focalizó su atención sobre aquel universo de estas deudas emitido en títulos bajo Ley y moneda extranjera; universo que devengaba una alta tasa de interés y contenía vencimientos de servicios particularmente concentrados en los años subsiguientes.¹

Fruto de esta focalización, en setiembre de 2020, 12 de las 14 jurisdicciones subnacionales que poseían esta clase de títulos –vgr. bajo Ley y moneda extranjera– iniciaron procesos para reestructurar sus cronogramas de pagos y obtener quitas en sus tasas de interés. Desde el punto de vista organizativo, la cualidad más destacada de estos procesos es que fueron llevados adelante por cada una de las provincias involucradas por separado; es decir, individualmente.²

Considerando que esta dinámica organizativa, usualmente conocida como *caso-por-caso*, tiende a diluir la escala de negociación de Estados deudores, que, por sus intereses y cualidades comunes, bien podrían negociar en conjunto –como de hecho, lo hicieron las provincias argentinas luego de la crisis de 2001–³, cabe aquí preguntarse: ¿Sus acreedores también operaron en estos procesos de forma individual? Y, más concretamente: ¿Cómo ellos –bonistas de títulos subnacionales internacionales– se articularon al momento de negociar con las provincias en las reestructuraciones 2020-21?

Estas preguntas tienen aquí sentido porque la literatura especializada en Economía Política Internacional (EPI) se ha concentrado mayormente en el análisis de la problemática del

¹ Al 31 de marzo de 2020 el stock de deuda provincial ascendía a 23.293 millones de dólares, de los cuales 18.277 correspondían a títulos públicos. El 80% de dichos títulos había sido emitido entre 2016-2019. De los 18.277 millones señalados, 15.771 millones (86%) estaban nominados en moneda extranjera (15.771) y 14.470 lo estaban, además, bajo Ley extranjera (79%). El cupón de interés promedio de estos últimos bonos ascendía a 7,75% y, durante 2020-2024, sus servicios (amortizaciones e intereses) implicaban un desembolso de 15.301 millones (MECON, 2020, pp.10 y 13).

² Para ver la dinámica organizativa del sector oficial en el canje 2020/1 ver Manzo (2023). Cabe aclarar que cada provincia actuó por separado, pero contando con el asesoramiento de equipos técnicos nacionales y con un espacio formal de encuentro –el de la mencionada *Unidad* del MECON– con otros representantes subnacionales (Resolución N° 217/2020; MECON, 2020).

³ Incluso el canje de deudas subnacionales posterior a la crisis hiperinflacionaria de 1989 se realizó de forma estandarizada en todas las provincias involucradas (ver art. 19 de la ley N° 23.982 y Liendo, 2010); ahora bien, este antecedente, a diferencia de los canjes de 2002 y 2020, sólo involucró deuda interna.

endeudamiento a nivel «nacional» (Zelicovich, 2018; Fernández Alonso, 2020). Los estudios en Argentina con epicentro en la escala «subnacional» han prestado en los últimos años mayor atención a la dimensión comercial y productiva de la EPI –Trebucq (2024)– que a su dimensión financiera (Fabani, 2022; Fabani y Fernández Alonso, 2019; Iglesias, 2008; Lucioni, 2003; Bevilacqua et al, 2017).

Asimismo, cabe destacar, que hacia el interior de esta dimensión financiera, la literatura especializada en Reestructuraciones de Deuda Soberana (REDs) se ha centrado en el estudio de las prácticas de los Estados deudores y de los acreedores del sector oficial (entre otros, bilaterales, FMI, BM y BID), relegando a un segundo plano el abordaje de aquellas del sector privado, que, paradójicamente, son los que más fondos movilizan en el espacio global (Liendo, 2010; Álvarez et al, 2015; Letcher y Strada, 2019). Hasta tal punto esto es así, que a nivel subnacional, no se sabe a ciencia cierta quiénes son y qué cualidades revisten.⁴ Se trata de un vacío preocupante considerando además, que su modo de articulación al momento de negociar con los deudores ha sido una de las áreas prioritarias de las recientes reformas del régimen internacional de REDs (FMI, 2014; Manzo, 2020).

El presente artículo procura aportar en esta área de vacancia temática, analizando precisamente las cualidades y la dinámica organizativa de los bonistas privados involucrados en las reestructuraciones provinciales 2020-1.

Este trabajo pretende ingresar a este análisis por el costado de la tradición latinoamericana de la EPI construida en torno a la dialéctica centro-periferia (Zelicovich, 2018; Trebucq, 2024). En particular, se busca aquí abordar la noción de «elites financieras transnacionales» –Manzo, (2019a; 2019b); Eurodad (2021), Álvarez (2023)– articulando de un modo coherente una perspectiva centrada en el análisis de las instituciones y otra en el análisis de las estrategias de actores en el marco de las relaciones de poder estructuralmente desiguales que esta dialéctica activa (Manzo, 2018).

Partiendo desde allí, da cuenta, en primer lugar, de las características generales del mercado de bonos de países emergentes en donde las provincias emitieron los títulos en cuestión y, en segundo lugar, de las cualidades típicas-ideales de estos bonistas en términos de su tamaño, trayectoria y tipos de negocios. Finalmente, el artículo analiza las reglas jurídicas del régimen de REDs que influyen en casos como el estudiado sobre los posibles modos de articulación de esta clase de acreedores, para luego abordar empíricamente cómo lo hicieron en el caso particular del canje 2020/1.

El trabajo muestra que, a contramano de las provincias deudoras, los bonistas participantes en este canje no operaron *caso-por-caso*. Por el contrario, éste exhibe que, más allá de las apariencias formales, ellos se organizaron de tal manera que las principales

⁴ Las estadísticas oficiales y las de las calificadoras de riesgo solo efectúan una desagregación general entre tipos de deudas/acreedores provinciales (vgr. deuda consolidada, con la Nación, con bancos, bonistas y organismos internacionales). Ver por ejemplo MECON y Moody's en <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/asuntosprovinciales> y <https://argentina.moody's-local.com/sectores/sub-soberanos/>, consultadas el 09-09-2024. No avanzan en la caracterización particular de cada grupo. La misma carencia, con respecto a los acreedores privados, se observa –aunque en menor medida– a nivel nacional (Álvarez, 2023).

decisiones de las reestructuraciones en marcha convergiesen sobre un mismo grupo de actores centrales que negociaba de forma conjunta con varias provincias a la vez.

A diferencia de la posición del campo financiero que presupone que los acreedores privados son la parte débil en estos procesos y que han perdido sistemáticamente derechos en las últimas reformas del régimen de REDs (Scott, 2006; Tran Hung, 2014; Minovi, 2014; Lerrick, 2014 y Mooney 2015),⁵ se argumenta aquí que su mayor o menor fortaleza en las reestructuraciones sólo puede tazarse en casos particulares, pero sobre la base de un mercado financiero internacional altamente concentrado y cuyas instituciones tienden a aislar en estos procesos a los Estados deudores y a agrupar a sus acreedores.

II- Las cualidades de los acreedores privados de bonos subnacionales internacionales 2020/1

La identificación de acreedores privados es una tarea especialmente difícil. Una serie de factores estructurales e institucionales complotan para que así sea. Los bonos soberanos, una vez emitidos, pasan de mano a mano sin registración en un mercado secundario desregulado. Los adquirentes de dichos bonos muchas veces usan cuentas nominales, se organizan a partir de figuras jurídicas flexibles y poco permanentes, se amparan en el secreto bancario y se domicilian en la opacidad de los paraísos fiscales. No existen regulaciones que los obliguen a revelar sus identidades de forma directa o indirecta; es decir, exigiendo a los grandes bancos encargados de pagarles por dichos bonos que exhiban sus registros. Pocos de ellos, asimismo, deben dar cuenta de la composición de sus patrimonios frente a las autoridades pertinentes para realizar sus negocios (Gulati y Gelpner, 2006, 1635; Eurodad, 202, 20).⁶

En este contexto, paradójicamente, las reestructuraciones de bonos aparecen como una buena oportunidad para conocerlos. Esto es así, porque en estos eventos ellos deben develar su identidad para negociar y/o canjear sus títulos. Partiendo desde allí, en este apartado se da cuenta de las principales cualidades que revestían aquellos bonistas que participaron en el canje objeto de estudio.

II.1- Transformaciones recientes en el universo de acreedores del mercado de deuda soberana

La evolución del universo de acreedores internacionales puede rastrearse en las últimas décadas a partir de visualizar los cambios que se han producido en las formas de financiamiento de los Estados soberanos periféricos.

⁵ Para profundizar y comprender esta postura en el campo de las reestructuraciones, ver la posición *contractual-externalista* en Manzo (2019a).

⁶ A modo de ejemplo, es interesante advertir que un trabajo empírico minucioso como el de Eurodad (2021:20), logró identificar únicamente al 24% del total de acreedores de una muestra de 843 bonos internacionales emitidos por países de ingresos medios y bajos.

Hasta la década de 1970, estos Estados se financiaban internacionalmente a partir de créditos del sector oficial. El universo de acreedores internacionales, consecuentemente, estaba compuesto mayormente por entidades públicas de los países centrales y por Instituciones Financieras Internacionales (desde ahora IFIs, ej. FMI, BM y BID), controladas por dichos países (Boughton, 2001).

La caída del acuerdo de Bretton Woods y la crisis del petróleo de 1973 modificaron este panorama. A partir de entonces, los grandes bancos comerciales de los países del G7 ocuparon el lugar de los prestamistas oficiales. La característica central del universo de acreedores internacionales en los años 1970 fue su alto grado de homogeneidad y concentración. Alrededor de 40 grandes bancos oligopolizaron por entonces el proceso de reciclaje de petrodólares hacia los mercados emergentes (Escudé y Cisneros, 2000, p. 198).

Estos bancos, que poseían por entonces una amplia red de oficinas y sucursales en el exterior, adoptaban mecanismos de participación conjunta para reunir enormes volúmenes de capital e invitaban a bancos más pequeños a sumarse a sus operaciones internacionales. En esta dinámica, el rol de los llamados *money center banks* de los EEUU –los nueve bancos más importantes de este país–, era primordial ya que la mayoría de estas operaciones se realizaban en dólares, por lo que los bancos extranjeros debían constituir depósitos o abrir líneas de crédito de ellos. Los Estados que procuraban obtener financiamiento, firmaban contratos de créditos sindicados con estos prestamistas (Escudé y Cisneros, 2000, pp. 199-200).

Este grado de concentración y homogeneidad les permitió a los grandes bancos comerciales organizarse rápidamente frente a la crisis de la deuda externa de 1980. Precisamente, en esta organización se ubicó la cualidad más destacada del universo de acreedores internacionales en aquellos años.

En efecto, la extensión de la crisis, generó que estos bancos debieran articular sus acciones de forma precisa y profunda a través de distintos mecanismos de coordinación, entre los que resaltaron los comités de acreedores y los créditos concertados –«paquetes financieros de rescate»– hacia los países altamente endeudados. Esta articulación no sólo fue entre sí, sino también con los prestamistas del sector oficial (vgr. gobiernos del G7 e IFIs) a través de la estrategia *caso-por-caso* diseñada por el FMI. Como contrapartida, los Estados destinatarios de estos paquetes debieron negociar por separado (Boughton, 2001; Manzo, 2018).

En el marco de esta crisis, comenzó un proceso acelerado de titularización de deudas soberanas que transformó la fisonomía del universo descrito. En este contexto, la emergencia de un verdadero «mercado de bonos de países emergentes» suele asociarse simbólicamente al Plan Brady de 1989 en el que, precisamente, se canjearon parte de los pasivos externos de los países afectados por la crisis por nuevos títulos de deuda (Boughton, 2001).

A fin de adherir a este Plan –y, en general, a los acuerdos del FMI que vehiculizaban los paquetes de rescate señalados– estos países debían reformar sus economías. Estas reformas, en particular aquellas de descentralización de funciones y privatización de la banca pública,

fueron claves para la inserción en los años noventa de los Estados subnacionales en el campo financiero internacional; Estados que, a principio de la década estaban virtualmente al margen de este campo y a finales de la misma, obtenían financiamiento externo tanto de bancos multinacionales e IFIs como de bonistas internacionales (Álvarez et. al, 2015).

Los bonos de países periféricos empezaron a ser revendidos en mercados secundarios y sus riesgos cubiertos por diferentes tipos de derivados (Vilariño, 2011). Entre 2003 y 2014 el stock de bonos internacionales existentes prácticamente se triplicó⁷ y las divisas en juego en su mercado secundario eran varias veces superiores al valor de tal stock (Gulati-Gelpner, 2006, p. 1633).

En este proceso el universo de acreedores de estos países se multiplicó, aumentando la despersonalización y heterogeneidad de su composición. Con ello, los Estados en dificultades financieras que en los años ochenta negociaban sus deudas externas con decenas o algunos pocos cientos de bancos comerciales, pasaron, a principios del siglo XXI, a deber hacerlo con miles de bonistas de diferente tamaño y estructura (Manzo, 2018).

Ahora bien y pese a ello, las principales decisiones en este mercado continuaron convergiendo sobre un grupo identificable de grandes agentes financieros, relacionados entre sí y con lazos con los gobiernos de los países centrales y las IFIs.

A fin de fundamentar esta afirmación, es necesario comenzar por aclarar que la colocación de títulos internacionales es realizada por los Estados periféricos con asistencia de grandes bancos de inversión con casa matricial en los territorios del G7. Hacia principios del siglo XXI, cerca de media docena de ellos dominaba el espacio (Gulati y Gelpner, 2006, p. 1634). Para 2020, explica Eurodad (2021, p. 17), el top 10 de estos asistentes—que en conjunto participaban en el 80% de las emisiones de estos Estados— estaba conformada por un grupo homogéneo de grandes bancos de EEUU, Gran Bretaña, Suiza y la Unión Europea;⁸ de hecho, el Citibank, el Deutsche Bank y el JP Morgan concentraban por sí mismos el 50% de dichas emisiones.

Estos bancos compiten entre sí para tomar la mayor cantidad de gobiernos-clientes en tanto sus servicios son retribuidos con jugosas comisiones. Asimismo, su negocio no suele terminar con la gestión de la emisión propiamente dicha sino que continúa durante toda la vida del bono emitido; esto es así, en tanto estas entidades suelen operar como agentes financieros intermediarios para el pago/cobro de esos títulos (Manzo, 2019). Finalmente, brindan servicios a la comunidad de inversores emitiendo reportes periódicos sobre este mercado (Gulati y Gelpner, 2006), con el agregado, no menor, de que ellos mismos pertenecen a esta comunidad. De hecho, durante los años 1990, fueron los grandes bancos de

⁷ Entre 2003 y 2014 el stock de bonos internacionales existentes en este mercado pasó de aproximadamente 300 mil a 900 mil millones de dólares (Gulati y Gelpner, 2006, p. 1633; IMF, 2014, p.18). En igual sentido se pronuncia Eurodad (2021:6) al advertir que la emisión de bonos se convirtió en fuente central de financiamiento de los Estados periféricos; de hecho, la emisión de bonos domésticos e internacionales de estos Estados pasó entre 2000 y 2019 de menos de 1 billón a alrededor de 2.5 billones de dólares.

⁸ En concreto, estos 10 bancos asistentes eran: Citigroup, Deutsche Bank, J.P. Morgan Chase, Standard Chartered Bank, Bank of America, HSBC, Goldman Sachs, Barclays, Société Générale y Credit Suisse (Eurodad, 2021, p.17)

inversión –más que los comerciales– los que lideraron el flujo de divisas hacia los países emergentes (Zaiat, 2020).⁹

La documentación de una emisión dada es, en la práctica, efectuada por firmas jurídicas especializadas con oficinas centrales en los territorios del G-7. Media docena de firmas norteamericanas, todas excepto una con sede principal en Wall Street, documentan casi todos los bonos soberanos emitidos bajo Ley de Nueva York y no más de un puñado de firmas con sede en la City de Londres hacen lo propio con los bonos emitidos bajo Ley inglesa (Gulati y Gelpner, 2006, p. 1636). En caso de conflicto, tanto los gobiernos deudores como los acreedores, suelen contratar sus servicios para asesoramiento o representación (Manzo, 2019a); algo clave, como veremos, para nuestro objeto de estudio.

Por el costado de los agentes inversores que compran los bonos soberanos y subsoberanos de los países periféricos –es decir, por el costado de los acreedores internacionales– los principales resortes del mercado también se encuentran concentrados. A principios del siglo XXI, unas pocas docenas de Fondos reunían en su poder la mayor parte de estos bonos internacionales (Gulati-Gelpner, 2006, p.1635).¹⁰ De hecho, en 2001, el FMI (2001, p.16) calculaba que entre el 30 y el 40% de su stock total estaba en poder de Fondos específicamente dedicados a la compra de esta clase de bonos (*dedicated investors*); el porcentaje restante, se hallaba en manos de Fondos no especializados (*cross-over investors*) con mayor o menor aversión al riesgo, según el caso.

La importancia de esta última clase de Fondos comenzó a crecer en 2003 (Gulati y Gelpner, 2006, p. 1635) y adquirió primacía luego de la crisis de 2008. Así, para cuando las provincias argentinas emitieron los bonos objeto de estudio (2016-2018), los agentes centrales del universo de acreedores internacionales no eran ya Fondos especializados (*dedicated investors*) ni grandes bancos comerciales o de inversión, sino las principales «Administradoras de Activos Financieros» que operan a nivel global (Álvarez, 2023; Eurodad, 2021, Cabrera Morales 2022; Zaiat 2020; Rúa 2020; Herranz, 2022).¹¹

Esta transformación acelerada de dicho universo obedeció, al menos, a tres factores estructurales interrelacionados: a) las mayores restricciones que se impusieron en los países centrales a los actores financieros tradicionales (vgr. bancos) luego de la aludida crisis; restricciones que, precisamente, no alcanzaron a estas Administradoras; b) los inmensos paquetes gubernamentales de rescate y estímulo a las economías del G7, que, entre 2009 y 2020, provocaron el ciclo alcista más prolongado de Wall Street y de otros espacios propicios para la valorización financiera; c) la creciente financierización de la economía global, con la proliferación de nuevos activos financieros, y sus tecnologías, productos y derivados conexos (Zaiat, 2020; Cabrera Morales 2022).

⁹ La distinción entre bancos comerciales y de inversión realizada a raíz de la crisis de 1930 perdió parte de su sentido en EEUU tras la derogación de la ley *Glass Steagall* en 1999.

¹⁰ Corresponde aclarar que esta concentración no ocurre, cuando en una emisión dada participan gran cantidad de inversores nacionales o minoristas del país emisor (Gulati y Gelpner, 2006, p. 1635).

¹¹ El nombre con el que se conoce a estas entidades financieras varía; en la bibliografía consultada, con mayor o menor precisión, aparecen bajo la denominación de sociedades patrimoniales, firmas de inversión global, gestora de fondos, *hedge funds*, administradora de fondos de inversión o, simplemente, fondos de inversión.

La relevancia de estos agentes financieros en el mercado de bonos de países periféricos se corrobora al advertir que, en 2020, nueve de sus diez mayores inversores eran de su tipo; esto es, eran Administradoras de Activos Financieros. En concreto, en orden de relevancia, estos inversores eran: BlackRock (EEUU), PIMCO (EEUU), AllianceBernstein (EEUU), Fidelity Investments (EEUU), Amundi Asset Management (Francia), The Vanguard Group (EEUU), J.P. Morgan Chase (EEUU), UBS Asset Management (Suiza), MFS Investment Management (EEUU) y T. Rowe Price Associates (EEUU) (Eurodad, 2021, p. 21).¹²

Con la excepción del banco J.P. Morgan Chase, todos ellas, más allá de sus particularidades, son entidades financieras que, como su nombre lo indica, tienen como objeto de existencia la administración o gestión de patrimonios –propios y/o ajenos, individuales y/o colectivos, privados y/o públicos, institucionales (vgr. seguros o pensiones) y/o no institucionales– orientados a la inversión en activos financieros; es decir, orientados a la inversión de activos materializados en distintas clases de títulos, que, a contramano de los bienes muebles e inmuebles (activos no financieros), poseen valor no por los materiales de los que están hechos, sino por las letras y cifras que expresan, y cuyo alto grado de liquidez y transabilidad, los hacen especialmente propicios para la obtención de rendimientos vía valorización financiera.

Desde el punto legal, es importante aclarar que los patrimonios y, en particular, los fondos comunes de inversión no tienen personería jurídica; quienes sí la tienen son, precisamente, las entidades encargadas de su gestión y/o custodia.¹³

El hecho de que estas grandes Administradoras no operen exclusivamente en el mercado de bonos soberanos es relevante al tiempo de valorar su poder de negociación frente a Estados deudores; valoración que debe considerar, asimismo, su tamaño. Así, por ejemplo, en 2020, los 25 principales inversores de este mercado gestionaban en conjunto un total de 42.7 billones de dólares en activos financieros (Eurodad, 2021, p. 25); esto es, un patrimonio equivalente a más de la mitad del PBI global calculado dicho año por el FMI (Herranz, 2022, p. 1). De ese total, los bonos soberanos representaban un muy pequeño porcentaje –de alrededor del 0,4% en promedio para dichos 25 inversores– (Eurodad, 2021, p. 25).

Su poder de negociación también debe meritarse teniendo en cuenta que las principales Administradoras se encuentran altamente imbricadas entre sí y con el resto de los agentes centrales de este mercado. Esto obedece, en primer lugar, al hecho de que una parte relevante de sus inversiones se destina a la compra de acciones. Así, por ejemplo, Vanguard es el principal accionista de BlackRock y viceversa (Pérez, 2022, p.2). Estas entidades, de igual modo, poseen acciones en las compañías líderes de Occidente y de los propios Estados deudores con los que interactúan (Álvarez, 2023; Cabrera Morales 2022); en particular, poseen acciones en los grandes bancos comerciales y de inversión del G7 (Rua, 2020).

¹² Ampliando la muestra a los 25 principales inversores, aparecen también entidades con casa matricial en Gran Bretaña, Alemania y Países Bajos (Eurodad, 2021, pp. 21-22).

¹³ Ver <https://www.argentina.gob.ar/cnv/proteccion-al-inversor/fondos-comunes-de-inversion-0#:~:text=Los%20Fondos%20Comunes%20de%20Inversi%C3%B3n,el%20que%20se%20decida%20invertir>

En segundo lugar, por su membresía en organizaciones empresariales conformadas para defender los intereses del sector privado en el campo financiero internacional; organizaciones en las que, paradójicamente, se encuentran representadas tanto los agentes que asisten a los Estados periféricos en la emisión de sus bonos como quienes los compran. Al momento del canje objeto de estudio, cinco de estas organizaciones cartelizaban todo el espacio: tres de ellas estaban focalizadas puntualmente en mercados emergentes (por sus siglas en inglés, EMCA, EMTA e IIF) y las dos restantes en títulos de mercados maduros (SIFMA e ICMA) (Manzo, 2019, p.17).

Por último, a través de su vinculación con el sector oficial de los países del G7. Esta vinculación se materializa a partir de la gestión que estas grandes Administradoras efectúan de fondos públicos, del asesoramiento que les brindan a las máximas autoridades financieras de estos países y, finalmente, del fenómeno conocido como “puertas giratorias”, por el cual los cargos jerárquicos de estas Administradoras son ejercidos por ex funcionarios del sector oficial y a la inversa, los del Estado o de las IFIs lo son por miembros de estas organizaciones (Zaiat, 2020; Pérez, 2022; Cabrera Morales, 2022).

II.2- Cualidades de los acreedores internacionales participantes en el canje subnacional argentino 2020/1

En 2020, se conformó la «Coalición de Bonistas de Provincias Argentinas» (CBPA).¹⁴ La información que brindó esta Coalición fue fundamental para identificar a algunos de los principales acreedores internacionales que participaron en el canje 2020/1;¹⁵ identificación que se amplió a través de información periodística recabada. Una vez identificados, desde el punto de vista metodológico, se pasó a su clasificación y caracterización a partir de los datos obtenidos por medio de, por un lado, sus páginas web oficiales y, por otro lado, sus propias declaraciones juradas presentadas frente a los órganos encargados de regularlos en cada uno de sus respectivos países. Aun cuando el listado de la Tabla 1 sea incompleto, se considera lo suficientemente extenso para los fines de este artículo.

Figura 1

Acreedores internacionales participantes en el canje subnacional 2020-1 ordenado según su tamaño relativo

Acreedores	Provincias
Fidelity Management & Research Co.	Buenos Aires y Córdoba
Redwood Capital Management LLC	Córdoba y Entre Ríos
Amundi Asset Management	Neuquén y Tierra del Fuego

¹⁴ Ver su página oficial en <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>

¹⁵ El CBPA no efectuó un listado ordenado y sistemático de los acreedores. Su identificación se realizó a partir de su mención en los comunicados oficiales de la organización.

Franklin Templeton Investment Management Limited	Neuquén y Tierra del Fuego
Wellington Management Company LLP	Córdoba
Ayres Investment Management LLP	Córdoba
Western Asset Management Company LLC	Córdoba
Golden Tree Asset	Buenos Aires y Entre Ríos
VR Capital Group	Chaco, Córdoba, Entre Ríos, Jujuy, Neuquén, Rio Negro, Salta, Tierra del Fuego y La Rioja
Contrarian Capital Management LLC	Neuquén
Caius Capital LLP	Neuquén
BFAM Partners (Hong Kong) Ltd.	Córdoba
GML Capital LLP	Córdoba y Entre Ríos
Sandglass Capital Management	La Rioja

Elaboración propia sobre la base de información proveniente de CBPA

Tal como se observa en la Tabla precedente, entre los bonistas identificados no existen grandes bancos comerciales o de inversión; todos ellos, en coincidencia con la transformación del universo de acreedores brevemente reseñada, son «Administradoras de Activos Financieros». A continuación, damos cuenta de sus cualidades más destacadas, agrupándolas en tres grupos según su tamaño relativo.¹⁶

1) Administradoras líderes en el mercado financiero internacional: entre los tenedores de títulos provinciales enumerados aparecen grandes jugadores de este mercado, como Fidelity Investments, Redwood Management, Amundi, Franklin Templeton y Wellington Management. Su característica común se ubica en el gran volumen de activos financieros que gestionan: cada una de ellas declara administrar entre 1,4 y 5,5 billones de dólares.¹⁷

En vistas de tomar dimensión de su tamaño, cabe advertir que en 2024 el PBI argentino era de 0,6 billones de dólares (INDEC, 2024); esto es, de un tercio de los activos gestionados por la entidad más pequeña de este grupo. Se desprende desde allí, que los bonos

¹⁶ A los fines de su clasificación por tamaño, utilizando metodología cuantitativa, tomamos en cuenta los montos que cada una de estas entidades declaró públicamente estar administrando (*Assets Under Management – AUM–*, “activos bajo administración”) y chequeamos la veracidad de dichos montos a través de la información recaba por motores de búsqueda de páginas de *traders* e índices *web* específicos de AUM en organizaciones de este tipo, holdings y fondos de inversión. Luego, mediante análisis comparado de los datos recabados, ensayamos diferentes maneras de agruparlas, entre las cuales, por su consistencia, escogimos la presentada en el trabajo.

¹⁷ Ver montos en páginas oficiales en <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/securities/documents/adv/part-b/Wellington-Management-Company-LLP.pdf> y en <https://www.fidelity.com/about-fidelity/our-company>

subnacionales en negociación en 2020/1 –por un monto total conjunto de 0,0125 billones de dólares (MECON, 2020)– tenían un peso insignificante en sus carteras de inversión.

Sus casas matriciales de origen se hallan en Estados Unidos (Franklin Templeton, Fidelity, Redwood y Wellington) y Francia (Amundi), aunque sus oficinas se distribuyen en múltiples países, siendo ésta otra de sus características distintivas: estas Administradoras son verdaderas entidades transnacionales, que operan a escala global. Trabajan con expertos en diferentes mercados domésticos e internacionales, por lo que manejan sus inversiones de manera descentralizada y especializada, y tienen presencia en distintos activos en todas las regiones del planeta. Esta escala les posibilita mantener el grueso de su cartera de negocios al margen de una crisis en un espacio geográfico puntual –como Argentina–, lo que fortalece su posición de negociación.

Son, asimismo, instituciones con larga trayectoria en el mercado financiero; de hecho, algunas de ellas, como Wellington y Crédit Agricole Group (miembro fundador y mayoritario de Amundi), datan su fundación antes de la crisis de 1929.¹⁸ Durante su trayectoria –y ésta es otra característica compartida por el grupo– se fusionaron con otras organizaciones más pequeñas, haciendo crecer su patrimonio y ampliando su radio de acción. Poseen, por lo tanto, gran experiencia en el manejo de crisis; incluso, la mayoría de ellas participaron en canjes argentinos previos (Álvarez, 2023).

Estas Administradoras ofrecen productos y asesoramiento a todo tipo de clientes: inversores minoristas o grandes, instituciones financieras, empleadores, fondos de caridad, etc. Para cada segmento de inversores, tienen una cartera personalizada y asesoramiento con expertos en cada área. Esta diversificación, también fortalece su posición frente a dificultades que pudiesen aparecer en alguno de estos segmentos.

De igual modo, sus inversiones son especialmente variadas y heterogéneas. Cada una de estas Administradoras gestiona diferentes tipos de Fondos de Inversión (renta fija, renta variable, renta alta, entre otros) con negocios en distintas clases de activos (fondos de acciones, mixtos, de bonos, del mercado monetario, de activos intangibles, de materias primas, de divisas, etc). Suelen comercializar con ETFs (*Exchange Traded Funds*) –fondos cotizados en bolsa que replican un índice– que tienden a generar rendimientos sin necesidad de una gestión activa. También operan con acciones tradicionales y, a la inversa, incursionan en la última clase de activos digitales, como *cryptomonedas* y *tokens*, para ampliar sus carteras y captar más inversiones.

El peso de este grupo de acreedores les posibilita realizar investigaciones complejas para predecir la evolución de estos mercados y desarrollarlos. Hacen publicaciones periódicas e informes diarios: poseen sus propios canales de difusión; son capaces de manejar y procesar una cantidad ingente de información. Financian equipos que crean tecnologías y productos financieros variados –aplicaciones, *softwares* y dispositivos de utilización de inteligencia artificial– que luego venden a otros agentes del mercado.

¹⁸ Ver años de fundación en páginas oficiales en <https://www.wellington.com/en/about-us/learn-more-about-our-firm> y en <https://credit-agricole.ua/en/>

Legitiman su accionar con discursos de igualdad de género, inclusión y cuidado del medio ambiente. Realizan distintos tipos de acciones para difundir estos discursos, y de caridad con los sectores más empobrecidos de la sociedad, ya sea mediante programas de apoyo económico o fondos de caridad, que manejan con índices propios y beneficios fiscales para sus inversores.

2) Administradoras aspirantes a líderes del mercado financiero internacional: en un segundo nivel, se presenta un grupo de bonistas con activos bajo administración de miles de millones de dólares, pero de menor volumen que los del grupo precedente. En concreto, aparecen Golden Tree, Ayres Investments y Western Asset Management que declaran gestionar activos de entre 50 y 440 miles de millones de dólares¹⁹; es decir, activos varias veces superiores al monto de las deudas provinciales en negociación en 2020/1.

Estas Administradoras copian las estrategias de las entidades líderes, pero su impacto es de menor escala. Ofrecen, al igual que ellas, diferentes carteras de inversión buscando captar el ahorro minorista, institucional, de pensión, entre otros. Administran fondos propios más pequeños y con menor alcance, y si bien procuran cubrir todos los mercados de activos, como las líderes, tienden a centrar sus esfuerzos en sectores de negocios particulares: a modo de ejemplo, Ayres se focaliza en clientes institucionales con procesos de reestructuración, y Western lo hace en el mercado de bonos.

Estos acreedores también tienen casa matricial en los países centrales, especialmente en EEUU, y operan a escala global. De igual modo, para realizar sus inversiones, se fragmentan –como las líderes– en una multiplicidad de sociedades de administración más pequeñas, muchas de ellas con domicilios constitutivos en paraísos fiscales, que las mantienen al margen de la fiscalización estatal.

A diferencia del anterior, este grupo no cuenta en sus carteras con activos de vanguardia como *ETFs*, *cryptomonedas* ni *tokens*, y si presentan discursos de género e inclusión, lo hacen de forma más difusa y sin activar acciones concretas tendientes a materializarlos. Sus prácticas de preservación del medio ambiente son de menor escala, como por ejemplo, reducir el uso de papel en la empresa, u ofrecer bonos verdes o alternativas de inversión “ecológicas” de pequeños montos.

Finalmente, debe señalarse que estas Administradoras no generan investigación ni desarrollo, aunque sí utilizan *softwares* y aplicaciones avanzadas, compradas, precisamente, a las empresas líderes del mercado.

3) Administradoras “pequeñas”: el último grupo de acreedores, incluye un variado espectro de Administradoras más chicas que las anteriores. Entre ellas, se destacan Sandglass, Contrarian Capital, Caius Capital, VR Capital, BFAM Partners y GML Capital que declaran gestionar activos por montos que van desde algunos cientos a algunos pocos miles de millones de dólares. Para ellas, en consecuencia, los valores en negociación en el canje 2020/1 sí eran relevantes para sus negocios.

¹⁹ Ver montos de activos bajo administración en sus páginas oficiales en <https://ayresim.com/strategies/> visitado 10-09-2024 y en <https://www.goldentree.com/>

Estas Administradoras poseen un perfil mucho más ligado a la captación del ahorro minorista de pequeños inversores, aunque algunas de ellas tienen una oferta para inversores institucionales y empleadores.

Si bien tienen fondos de inversión con nombre propio y bajo administración directa, usualmente manejan activos menos diversificados y de mucho más riesgo que las administradoras más grandes. Buscan oportunidades de negocios alternativas y nichos de mercados. Establecen estrategias de gestión audaces y, por ende, de alto riesgo, en busca de mayores tasas de rendimiento.

Desde allí que se promocionen señalando estar preparadas para manejar activos en eventos disruptivos, situaciones especiales y se presenten como administradoras no tradicionales y flexibles.

Su escala espacial de actuación es también más limitada. Un rasgo común de este grupo es que focalizan su atención en la administración e inversión de activos en mercados emergentes; de hecho, suelen centrarse en la compra/venta de bonos de países emergentes, fondos *onshore* y *offshore* más pequeños y menos diversos.

Sus casas matriciales de origen se encuentran también en los países centrales, principalmente en Estados Unidos y Londres, a excepción de BFAM Partners que se radica en China. Muchas de sus sociedades controladas se domicilian, asimismo, en paraísos fiscales.

En este grupo desaparecen los discursos de género, inclusión, medio ambiente o equidad y, en su lugar, —como se señaló— se resaltan las narrativas que subrayan la trayectoria, osadía y preparación para el conflicto. Pese a ello, lo cierto es que, estas entidades son relativamente jóvenes, de treinta años o menos desde su fundación, y sus directores y CEOs también lo son. Este grupo tampoco genera investigación ni desarrollo, y no presenta aplicaciones propias ni tecnologías atrayentes en sus páginas web.

III- El modo de articulación de los acreedores privados en la reestructuración subnacional 2020/1

Los procesos de reestructuración de deuda son sumamente complejos. En estos, dependiendo el caso, participan cientos o miles de acreedores sobre la base de una situación de escasez financiera del deudor que impide pagarles tal como estaba originariamente previsto. Desde allí que, todos los Estados del mundo —sin excepción— hayan decidido organizarlos a partir de leyes de concursos y quiebra que establecen paso a paso su dinámica de sustanciación y prevén la intervención de tribunales imparciales, con cualidades específicas para orientarlos.²⁰

En la arena internacional, donde los montos en discusión suelen ser sustancialmente superiores, paradójicamente, no existe una ley de concursos y quiebra semejante. En su

²⁰ Para ver el origen, evolución y últimas actualizaciones del régimen de REDs ver Manzo (2020), sobre cuyo contenido se sustentan los párrafos de esta introducción al subtítulo.

defecto, opera un Régimen de REDs construido a partir de un complejo entramado de normativas *soft law*, cuyo grado de efectividad depende en la práctica de presiones diplomáticas y económicas cruzadas.

Hacia fines de los noventa, este Régimen se hallaba en crisis. En el *Norte global*, el eje de la problemática se encontraba en la creciente renuencia de los gobiernos del G7 a involucrarse en paquetes de rescate hacia países emergentes. A fin de superarla, se intentó involucrar en mayor medida al sector privado en estos paquetes. Ante la falta de resultados promisorios, se decidió acotarlos, previendo que los países otrora destinatarios de tales paquetes –al no contar más con recursos financieros líquidos–, iniciarían REDs con mayor frecuencia para superar sus dificultades.

Con ello, a principios del XXI, el sector oficial del G7 activó un proceso de reforma al Régimen de REDs para adaptarlo al nuevo universo de acreedores privados. Estos rechazaron estas reformas, arguyendo que socavan sus derechos y, desde allí, la disciplina de mercado necesaria para evitar futuros ciclos de sobreendeudamiento. De hecho, en 2002, las 7 organizaciones que los representaban enviaron –por primera vez en la historia– una comunicación conjunta a los promotores de estas reformas expresando su posición de rechazo y proponiendo una nueva orientación de las mismas.²¹

Tras una serie de idas y vueltas, en 2003 terminó imponiéndose la versión suave –o contractualista– de estas reformas, que debió ser revisada una década después tras la observación de una serie de limitaciones en su puesta en práctica. La posición dominante de los acreedores privados frente a esta revisión, continuó asentándose en la cosmovisión expresada precedentemente: la mejor manera de lidiar con las crisis financieras es a través de la lógica auto-regulativa del Mercado, que supone de suyo el resguardo sacrosanto de la propiedad privada.

Desde allí que, el involucramiento en 2013 de dos de sus principales organizaciones – ICMA e IIF– en el proceso de construcción de estas reformas, deba leerse, no por una coincidencia de fondo con sus postulados, sino por su voluntad de, por un lado, evitar el establecimiento de una solución más intervencionista propuesta por entonces por los países del *Sur global* y, por otro lado, introducir en el proceso una serie de reivindicaciones del sector privado de larga data (Manzo, 2018; 2019; 2019a).

Estas reformas importan aquí porque impactaron sobre la manera en la cual los acreedores se articulan en las reestructuraciones. A continuación, damos cuenta de ello, mostrando la dinámica a partir de la cual ellos lo hicieron en el canje subnacional 2020/1.

1) Los acreedores no actuaron individualmente en este canje: a diferencia de las provincias, los bonistas internacionales articularon sus demandas de forma colectiva a través de su organización en Comités *ad hoc* de negociación. Se conformó un Comité por cada provincia; el primero de ellos, el de Buenos Aires, nueve meses antes de que las negociaciones formalmente comenzasen en setiembre de 2020.²²

²¹ Para ver las disputas de poder en torno a las reformas al régimen de REDs de principios del siglo XXI, ver Manzo (2019).

²² Ver en <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>

En las últimas décadas, el rol de estos comités fue variando en el régimen de REDs. Como ya se señaló, en los 80' estos fueron una parte central de la estrategia *caso-por-caso*. Ésta se construyó bajo el postulado de que el *default* era el peor escenario posible. De allí que, la política del FMI incluyese el «principio de no-tolerancia» hacia los Estados que se encontrasen en mora. Este principio implicaba que ellos no podrían acceder a los paquetes de rescate coordinados por el Fondo sino tuviese un plan negociado con sus respectivos comités de acreedores para saldar sus pagos; de hecho, los propios paquetes se orientaban a que dichos planes se cumpliesen en la práctica (Manzo, 2020).

En los 90', sin embargo esta centralidad de los comités decayó, al menos, por las siguientes tres razones. En primer lugar, ya que el FMI modificó su política de no-tolerancia; desde 1989, a los efectos de recibir asistencia financiera, bastaba con que los Estados deudores estuviesen realizando «esfuerzos de buena fe» para regularizar la situación con sus acreedores privados. En segundo lugar, la titularización de deudas fue acompañada por la proliferación de contratos con «cláusulas de consentimiento unánime», por las cuales los acuerdos de reestructuración que los Estados alcanzasen con un grupo de acreedores –por caso, representados en un comité– no eran obligatorios para el resto. Finalmente, por la dilución del «principio de inmunidad soberana» que les possibilitaba a estos últimos acreedores –es decir, a aquellos que no procurasen acordar con el Estado deudor una quita o refinanciación de sus acreencias– demandarlo frente a los tribunales pertinentes en busca de cobrarlas en sus términos originarios (Manzo, 2020).

Con ello, para principios de los años 2000, el grueso de las reestructuraciones se realizaba sin un diálogo formal con los acreedores privados, tal como aconteció en el canje subnacional post crisis de 2001; esto es, tal como aconteció en el antecedente inmediato del canje objeto de estudio. En esta oportunidad, las provincias transfirieron sus deudas a la Nación, quien realizó una oferta conjunta y unilateral de conversión de tales deudas por nuevos títulos con distintas condiciones de pago. Los acreedores que no la aceptaron –una pequeña minoría– procuraron cobrarlas en sus condiciones originarias a partir de diferentes estrategias de presión y negociación (Álvarez et al, 2015).

Para el año 2020, esta dinámica de reestructuración se había modificado nuevamente por las reformas 2003 y 2013 brevemente mencionadas, que dieron a los comités de acreedores una renovada trascendencia. Ahora, la política de no-tolerancia del FMI tomaba al diálogo con estos comités como un criterio para merituar la «buena fe» de los Estados deudores²³ y el grueso de los contratos de deuda –como aquellos de las deudas en reestructuración en 2020/1– habían sustituido las cláusulas de consentimiento unánime por «Cláusulas de Acción Colectiva» (CACs).

En virtud de la presencia de estas cláusulas, cada uno de los Comités *ad hoc* conformados en 2020 advertía desde el principio que representaba un porcentaje de

²³ Aunque no era una exigencia *sine qua non* del nuevo régimen de reestructuraciones, sobre todo para los casos de reestructuraciones preventivas en los que el deudor no había entrado en mora con sus acreedores (Manzo, 2020).

acreencias lo suficientemente elevado para bloquear el proceso de reestructuración en marcha.²⁴

A fin de comprender esta afirmación es necesario aclarar que las CACs, tornan un acuerdo alcanzado por el deudor con un porcentaje dado del universo de acreedores – generalmente del 75%–, en obligatorio para la totalidad de dicho universo. Es por ello que, si un grupo de acreedores lograra organizarse en comités que reuniesen un porcentaje superior al porcentaje restante–esto es, en el común de los casos, si lograra reunir más del 25% de las acreencias en juego– adquiriría un enorme poder dentro del proceso, puesto que el Estado deudor necesariamente requeriría su consentimiento para poder cerrar la reestructuración (FMI, 2014).

Y esto fue lo que efectivamente sucedió en el canje subnacional 2020/1. Los Comités *ad hoc* creados se convirtieron en verdaderos espacios de articulación de la voluntad de los acreedores, imposibles de saltar por parte de las provincias. Todas ellas debieron dialogar, de manera más o menos formal, con sus representantes. Más importante aún, antes de presentar una oferta definitiva de canje, debieron someter a su voluntad una serie de pre-ofertas; voluntad que estos Comités expresaban a través de comunicados públicos en los que las aceptaban o rechazaban.²⁵ Bajo esta dinámica, las provincias debieron alejarse de sus pretensiones de alivio originarias, mejorando en cada pre-oferta las condiciones de reestructuración en favor de los intereses de sus bonistas (Manzo, 2023).

2) Los acreedores no actuaron en este canje caso-por-caso: más allá de las apariencias formales, su voluntad no se organizó en compartimentos estancos y separados por cada provincia; por el contrario, se articuló a través de una serie de vasos comunicantes, que, en la práctica, les permitió negociar con todas o varias provincias de manera simultánea.

Esto es así, en primer lugar, porque en 2020 los acreedores conformaron una Coalición de alcance nacional; la ya mencionada CBPA. La CBPA actuaba por encima de los Comités *ad hoc* de cada provincia, aunque aclarando que no tenía facultades para negociar de manera directa con ellas. Su objetivo era defender los intereses del sector, articulando estrategias, brindando información y asistencia técnica. En este contexto, la CBPA redactó un conjunto de principios-marco que debían guiar las negociaciones en marcha y que, básicamente, se orientaban a evitar cualquier interferencia de la Nación en ellas; es decir, se orientaban a que las provincias obrasen *caso-por-caso*.

En segundo lugar y tal como se observa en la Tabla N° 2, porque el grueso de los Comités *ad hoc* creados eran administrados y asesorados legalmente por los mismos estudios jurídicos. De hecho, once Comités provinciales lo eran por White & Case LLP y Latham & Watkins. Hacia el interior de White & Case LLP la misma persona, Erin Hershkowitz, administraba el conjunto de Comités a cargo del estudio y, Brian Pfeiffer e Ian Clark, hacían lo propio con la asesoría legal; en el caso de Latham & Watkins, esta última función era ejercida por Chris Clark para los tres Comités a su cargo.

²⁴ Ver información sobre los comités de cada provincia en <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>

²⁵ Ver comunicados de aceptación o rechazo de las distintas pre-ofertas en <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>

Figura 2

Estudios encargados de la administración y asesoría legal de los Comités *ad hoc* 2020/1 por provincias reestructurantes

Entidad administradora/asesora	Comités por provincias
White & Case LLP	Buenos Aires, Entre Ríos, Córdoba, Río Negro, Chaco, Salta, Jujuy y La Rioja.
Latham & Watkins	Chubut, Neuquén y Tierra del Fuego
Milbank y Infinite Global	Mendoza

Elaboración propia sobre información de CBPA

Se trata de un dato que permite afirmar un grado de articulación profundo y permanente entre los diferentes Comités *ad hoc* provinciales. Este tipo de articulación apareció desde su propia emergencia si se tiene en cuenta que la Administración es constitutiva de estos Comités y ayuda a su ampliación, al ser la encargada de recibir las comunicaciones de los bonistas individuales que procurasen integrarse a ellos. De igual modo, este modo de organización les aseguraba la centralización de la información de cada una de las provincias en particular en una misma administración, que luego comunicaba a la totalidad de los Comités *ad hoc* a su cargo.

Algo clave para la articulación de sus estrategias aparentemente individuales de negociación. En este aspecto, el papel de los asesores legales es fundamental puesto que, precisamente, su rol se dirige en estos procesos al diseño de dichas estrategias. Así, en el caso concreto, los Comités provinciales actuaron sobre la base de estrategias pensadas por asesores que operaban en varias provincias a la vez. Hasta tal punto existían aquí vasos comunicantes, que, el lenguaje utilizado y la lógica de argumentación de los comunicados de los Comités de aceptación o rechazo de las pre-ofertas de cada provincia, se repetía – cambiando los datos contextuales– prácticamente de manera idéntica en todas las provincias.²⁶

En tercer lugar, debe advertirse que las tres provincias que fueron demandadas en Nueva York durante este proceso –Entre Ríos, Buenos Aires y La Rioja–, lo fueron bajo el patrocinio legal de un mismo estudio jurídico: Quinn Emanuel Urquhart y Sullivan, LLP. Nuevamente, hacia su interior, la misma persona, Debra O'Gorman, centralizó el contacto de los bonistas demandantes de estas tres provincias con el referido estudio. Dos de estas demandas –la de Buenos Aires y La Rioja– de hecho fueron presentadas en marzo de 2021

²⁶ Ver comunicados de aceptación o rechazo de las distintas pre-ofertas en <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>

con un día de diferencia, algo que difícilmente podría haber ocurrido si sus acreedores operasen verdaderamente de forma separada.²⁷

Finalmente, cabe señalar que una misma entidad de asesoría financiera –VR Advisory Services– lideró las negociaciones en 9 de las 12 provincias reestructurantes. En concreto, las lideró en: Chaco, Córdoba, Entre Ríos, Jujuy, Neuquén, Río Negro, Salta, Tierra del Fuego y La Rioja.²⁸

Esta entidad pertenece a un acreedor con bonos en varias provincias argentinas –VR Capital Group– (ver Tabla 1). Esta Administradora declara gestionar activos por 5,6 mil millones de dólares; es decir, es de tamaño “pequeño”, según la clasificación del título precedente.²⁹ Originariamente de EEUU, tiene sedes en dicho país, Londres y Buenos Aires. Posee un sector específicamente dirigido por un experto en bonos provinciales. Como la mayoría de las entidades de este segmento, está fuertemente orientada a activos de mercados emergentes, y preparada para eventos disruptivos.³⁰ De hecho, había participado recientemente en las negociaciones con la Nación integrando el «Grupo de Bonistas del Canje» (Álvarez, 2023); todos elementos que cuentan al momento de considerar su elección para liderar las negociaciones en curso.

Estamos en presencia de un dato que eleva el grado de articulación de los acreedores en este proceso a un nuevo estadio. No se trata solamente de Comités que cooperaban y coordinaban sus acciones entre sí, sino de Comités que, lisa y llanamente, negociaron de forma conjunta –a través, se insiste, de una misma entidad– con la mayoría de las provincias simultáneamente.

IV- Reflexiones finales

La inserción de los Estados subnacionales de países latinoamericanos en el mercado financiero internacional es un fenómeno relativamente reciente y poco estudiado.³¹ Con anuencia del gobierno nacional, entre 2016-2018, más de la mitad de las provincias argentinas –de tamaño y capacidades económicas especialmente dispares– emitieron títulos en moneda y bajo Ley extranjera (MECON, 2020).

En 2020/1 doce de estas provincias, insertas en una prolongada recesión, iniciaron procesos para reestructurarlos. El alivio que obtuvieron de estos procesos fue sustancialmente menor al originariamente previsto,³² lo que impactó negativamente sobre su capacidad para

²⁷ Ver información sobre los juicios iniciados a las provincias en <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>, consultada el 04-09-2024.

²⁸ Información obtenida de <https://www.arg-prov-coalition.org/es/inicio>, consultada el 04-09-2024.

²⁹ Información obtenida de <https://aum13f.com/firm/vr-advisory-services-ltd>, consultada el 04-09-2024.

³⁰ Información publicada en web oficial del grupo <https://www.us.vr-capital.com/>, consultada el 04-09-2024.

³¹ Desde 1990, las relaciones externas –para-diplomacia, gestión internacional, etc.– de los Estados subnacionales han cobrado creciente atención por parte de la literatura especializada. En este marco, el subcampo de las relaciones «financieras» externas de estos Estados constituye un espacio de estudio incipiente en Argentina (Fabani y Fernández Alonso, 2019; Fabani, 2022).

³² Las expectativas originarias de las provincias se centraban en alcanzar acuerdos semejantes al obtenido en agosto de 2020 por la Nación con sus bonistas. Ninguna de ellas estuvo cerca de lograrlo. El alivio obtenido

jalar la economía fuera de la crisis y efectivizar los derechos humanos, en una situación de extrema vulnerabilidad, como aquella de la pandemia COVID-2019.³³

Este artículo procuró aportar elementos que ayuden a comprender el porqué de este desenlace, analizando las cualidades y la dinámica organizativa de sus acreedores privados internacionales.

El análisis realizado mostró que actualmente el universo de estos acreedores es más numeroso y heterogéneo que aquél de los primeros años de la globalización financiera (1970/80). Pese a ello, los principales resortes del mercado de países periféricos, tanto por el costado de la asistencia a los Estados emisores como por el de sus inversores, continúan estando manejados por un pequeño grupo de poderosos agentes identificables en el tiempo y espacio, con lazos entre sí y con los gobiernos de los países centrales.

Asimismo, el trabajo exhibió que, luego de la crisis de 2008, las grandes Administradoras de Activos Financieros pasaron a ocupar el lugar de primacía que antes desempeñaban en este mercado los principales bancos comerciales y de inversión del G7. El análisis de sus cualidades mostró que ellas se fragmentan en sociedades de inversión con organizaciones más flexibles y opacas, menos permanentes y más desreguladas que los aludidos bancos.

De igual modo, dio cuenta que estas Administradoras poseen, comparativamente a estos últimos, carteras de negocios más diversificadas, con anclaje en multiplicidad de sectores y canales de comunicación entre las distintas regiones del planeta. Bajo estas cualidades, puede concluirse que ellas son agentes más des-territorializados y volátiles que las entidades financieras tradicionales, algo que *a priori* dificulta la prevención y gestión de crisis de deuda como las abordadas.

A este respecto, debe también considerarse que su tamaño y escala –brevemente descritos– les otorga un poder de negociación que empequeñece al de cualquier Estado subnacional de la región. En el proceso estudiado, Fidelity, por caso, fue capaz por sí solo de bloquear el intento de reestructuración anticipado de la provincia más grande de Argentina – Buenos Aires– a principios de 2020 (Kanenguiser, 2020; Zaiat, 2020). A la inversa, Golden Tree, una entidad mucho más pequeña,³⁴ fue central para que esta provincia pudiese destrabarlo a mediados de 2021, aún pese a la oposición de muchos de sus pares (Kunibert, 2022).

En este proceso el desbalance de poder se acentuó, porque los acreedores articularon sus demandas de forma colectiva a través de Comités *ad hoc* con suficiente representación como

también distó mucho del logrado años atrás, con el canje subnacional 2002. Ver Manzo (2023).

³³ El fenómeno de las reestructuraciones demasiado superficiales y tardías (*too little, too late*) ha sido ampliamente abordado por la literatura internacional (FMI, 2013). Una de las manifestaciones de este fenómeno es que complotan contra la posibilidad de mantener las deudas en un sendero de sustentabilidad, algo que se visibiliza en el caso concreto, en el que muchas de las provincias que reestructuraron en 2020/1 –ya desde 2022– encontraban crecientes dificultades para afrontarlas (Moody's, 2022).

³⁴ Fidelity declara administrar activos por un monto de 4.9 billones de dólares (en su web <https://www.fidelity.com/about-fidelity/our-company>), en tanto que Golden Tree lo hace por 0,0534 billones (en su web <https://www.goldentree.com/firm#numbers>)

para vetar aquellas pre-ofertas que no los satisficiesen. Dicha articulación no fue azarosa, sino el resultado del diseño institucional del Régimen de REDs vigente, que promueve la cooperación entre los acreedores y, a la inversa, desalienta la de los deudores; con el agregado, que las negociaciones entre estos dos extremos se realizan en dicho Régimen sin la intervención de un tribunal imparcial.³⁵

Peor aún, el análisis realizado exhibió que los Comités *ad hoc* conformados no operaron en 2020/1 de forma separada y estanca por cada provincia; ellos, en la práctica, fueron: a) coordinados por una Coalición de bonistas de alcance nacional; b) administrados y asesorados legalmente por los mismos estudios jurídicos; c) representados en juicio por el mismo grupo de abogados; d) liderados en las negociaciones por la misma entidad de asesoría financiera.

Bajo estas condiciones, la posibilidad de que las provincias argentinas actuando *caso-por-caso* reestructurasen en 2020/1 sus deudas de forma rápida, equitativa y lo suficientemente profunda, dependía enteramente de la voluntad de sus acreedores. Se trata de un resultado que, más allá de las cualidades particulares del caso concreto, se asienta sobre la base de un espacio financiero estructuralmente concentrado; en esta clase de espacios, en los que los presupuestos de la competencia perfecta están lejos de existir en la práctica, las soluciones pro-mercado promovidas por el actual Régimen de REDs, lejos de tender al equilibrio y a la eficiencia aumentan las desigualdades y contradicciones del sistema.

Referencias

- Álvarez, A. (2023). “La élite financiera. Una caracterización de los acreedores privados de la Argentina en la última reestructuración (2020)” en Cantamutto (coord.), Debates actuales sobre la dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina, Ed. UNS.
- Álvarez, C., Manes, M., Paredes, P. e Ivani, G. (2015), “El acceso al crédito de los gobiernos sub-nacionales”.
https://www.economia.gob.ar/dnap/deuda/documentos/el_acceso_al_credito_de_los_gobiernos_subnacionales.pdf
- BCRA. (2020). “Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019”. Informe BCRA. <https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe-mercado-cambios-deuda-formacion-activos-externos-2015-2019.asp>
- Boughton, J. (2001). Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989, IMF, Washington.

³⁵ En lugar de dicho tribunal, el Régimen de REDs promueve en estos procesos la mediación del FMI entre las partes en tratativas (Manzo, 2020). El problema, es que el Fondo no es un agente neutral dentro de este espacio si se advierte que, él es un acreedor y su gobernanza está controlada por los países del G7.

- Cabrera Morales, S. (2022). “Financiarización y desacumulación en América Latina: Administradoras de Fondos de Inversión (2000-2019)”. *Realidad Económica*, 52 (345), 9-34.
- Escudé, C. y Cisneros, A. (directores). (2000). “Relaciones Económicas Externas de la Argentina, 1943-1989” en *Historia General de las Relaciones Exteriores de la República Argentina*, Tomo XI. <https://cari.org.ar/uploads/articles/TOMO%20XI.pdf>
- EURODAD. (2021, mayo). “Sleep now in the fire Sovereign Bonds and the Covid-19 Debt Crisis”. <https://assets.nationbuilder.com/eurodad/pages/2307/attachments/original/1621949568/sovereign-bond-report-FINAL.pdf?1621949568>
- Fabani, O. R. (2022) “El vínculo de Santa Fe y Córdoba con Emiratos Árabes Unidos y Kuwait y sus implicancias sobre la relación entre estos últimos y el gobierno nacional (2015-2022)”. *Perspectivas Revista de Ciencias Sociales (PRCS)*, UNR, 7(14), junio-diciembre 2022.
- Fabani, O. R. y Fernández Alonso, J. (2019). “Diplomacia financiera con fuentes crediticias no tradicionales durante la gestión de Mauricio Macri. Los casos de China, Qatar y Emiratos Árabes Unidos (2015-2017)”, *Astrolabio, Revista de la UNC*, N° 23, pp. 343-366.
- Fernández Alonso, J. (2020). “Economía Política Internacional y Relaciones Internacionales en Argentina: a propósito del abordaje de las cuestiones financieras”. *Studia Politicae*, June, 10–41.
- FMI, (2001, January). “Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises. Restructuring International Sovereign Bonds”. (IMF Report, Washington: IMF).
- FMI, (2013, April). “Sovereign Debt Restructuring: Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework” (IMF Report, Washington: IMF).
- FMI. (2014, September 2). “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”. *Policy Paper* (2), 1-48.
- Gulati M. and Gelpner, A. (2006). “Public Symbol in Private Contract: A Case Study.” *Washington University Law Quarterly* 84 (7), 1–91.
- Herranz, D. (2022). “Quiénes manejan y cuánto dinero mueven las grandes firmas de inversión que controlan los mercados”. <https://www.publico.es/economia/mercados-economicos-quienes-manejan-dinero-mueven-grandes-firmas-inversion-controlan-mercados.html>.
- Iglesias, V. (2008). “La dimensión internacional de los créditos directos del Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial a las provincias. Notas del caso argentino” en E. IGLESIAS, *Las provincias argentinas en el escenario internacional. Desafíos y obstáculos de un sistema federal*, 1º ed., PNUD.
- INDEC. (2024). “Informes técnicos”, 8 (139).

- Kanenguiser, M. (2020). “Fidelity, el fondo de inversión más grande del mundo y principal acreedor bonaerense, exige una mejor oferta de Axel Kicillof”. <https://www.infobae.com/economia/2020/02/03/fidelity-el-fondo-de-pensiones-mas-grande-del-mundo-y-principal-acreedor-bonaerense-exige-una-mejor-oferta-de-axel-kicillof/>
- Kunibert, R. (2022). “Préstamos y especulación: lecciones desde los recientes problemas de deuda de Argentina”. <https://www.primeeconomics.org/articles/lending-and-profiteering-lessons-from-argentinas-recent-debt-problems/>
- Lerrick, A. (2014, April 8). “The IMF: What Is It Good For?”. Conference Event Transcript, <https://piie.com/publications/papers/transcript-20140408.pdf>, Peterson Institute for International Economics (PIIE), Washington, DC.
- Letcher, H. y Strada, J. (2019). “Endeudamiento provincial, el fenómeno silencioso”. https://gallery.mailchimp.com/e9c6f62a4dc825f6a9dab4e88/files/f35666df-b964-49f2a50832d8a771bb3b/Endeudamiento_provincial_el_fen%C3%B3meno_silencioso_CEPA.01.pdf
- Liendo, H. (2010, 1-3 de septiembre). “Cesación de pago de Provincias”. Segundas Jornadas Italo-Latinoamericanas de Derecho Público. Potrero de los Funes, San Luis.
- Lucioni, L. (2003). “Orientación del financiamiento de organismos financieros a provincias”, en Serie Estudios y Perspectivas, N° 17, CEPAL. Esto no iría en Nota al pie?: El presente artículo procura aportar en esta área de vacancia temática, analizando precisamente las cualidades y la dinámica organizativa de los bonistas privados involucrados en las reestructuraciones provinciales 2020-1.
- Manzo, A.G. (2018). “Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global”. *Revista Direito e Práxis* 9 (1) 9-45.
- Manzo, A. G. (2019, jan-abril). “¿Gobernanza financiera?: comparación de las matrices políticas de las que emergieron las CACs 2003 y 2014”. *Revista Direito GV*, 15 (1).
- Manzo, A. G. (2019a). “Where do they speak from? Positions about the new IMF contractual proposal for ordering sovereign debt restructurings”. *Revista Direito e Práxis*, 10 (1), 41-100.
- Manzo, A. G. (2019b). “El discurso de la gobernanza como legitimador de las elites financieras en el campo de las reestructuraciones de deuda soberana”, *Revista Direito e Práxis*, 10 (03), 1617-1656.
- Manzo, A. G. (2020). “IMF Sovereign Debt Restructuring Framework: Origin, Evolution and Latest Updates of its Main Components”, *Revista Direito GV*, 16(2), 1-45.
- Manzo, Alejandro G., (2023a), “Derechos Humanos en acción: potencialidades y límites para penetrar en el mundo financiero”, *Revista Direito GV*, ISSN: 2317-6172, Qaly A1, Brasil (aceptado para publicar el 17-01-2023, en prensa).
- Manzo, Alejandro G., (2023b), “Estrategias de reestructuración de deuda pública subsoberana a la luz de las experiencias argentinas 2002 y 2020”, en *Debates actuales*

- sobre la dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina, Cantamutto (coord.). Ed. UNS.
- MECON. (2020). “Estado de Situación de la Deuda Pública Provincial”. Informe Trimestral al 31 de Marzo de 2020. <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/informe-trimestral-de-deuda-provincial>.
- Minovi, M. (2014, April 8). “The IMF: What Is It Good For?”, Conference Event Transcript, <https://piie.com/publications/papers/transcript-20140408.pdf>, Peterson Institute for International Economics (PIIE), Washington, DC.
- Moody’s. (2022). “Regional Local Governments of Argentina: Weak growth and spending will strain”, Moody’s Latin America, https://www.moodys.com/research/Regional-Local-Governments-Argentina-Weak-growth-and-spending-will-strain--PBC_1348240?cid=YJZ7YNGSROZ5414.
- Mooney, C. W. Jr. (2015). “A Framework for a Formal Sovereign Debt Restructuring Mechanism: The KISS Principle (Keep It Simple, Stupid) and Other Guiding Principles”, Michigan Journal of International Law, (37), 57.
- Pérez, E. (2020). “Dos empresas controlan el dinero de todo el mundo. Es probable que nunca hayas oído hablar de ellas”, Xataka, <https://www.xataka.com/empresas-y-economia/dos-empresas-controlan-dinero-todo-mundo-probable-que-nunca-hayas-oido-hablar-ellas>.
- Rúa, M. (2020). “Los fondos que dominan el mundo”. <https://www.elcohetelaluna.com/los-fondos-que-dominan-el-mundo/>.
- Scott, H. (2006, september). “Sovereign debt default: cry for the United States, not Argentina”, Critical Legal Issues: working paper series 140.
- Tran Hung. (2014, April 8). “The IMF: What Is It Good For?”, Conference Event Transcript, <https://piie.com/publications/papers/transcript-20140408.pdf>, Peterson Institute for International Economics (PIIE), Washington, DC
- Trebucq, F. (2024). “Economía Política Internacional y Paradiplomacia: evolución, debates y convergencia”. Relaciones Internacionales, 33 (66), 55–68.
- Vilariño Sanz, Ángel (2011): “Derivados y especulación financiera”, en: Revista de Economía Crítica (Nº 11, primer semestre), pp. 96-130.
- Zaiat, A. (2020). “Oferta de canje de deuda: quiénes son los 10 acreedores más poderosos”. <https://www.pagina12.com.ar/262148-oferta-de-canje-de-deuda-quienes-son-los-10-acreedores-mas-p>
- Zelicovich, J. (2018). “Lo que importa es la pregunta. Aportes de la Economía Política Internacional en Latinoamérica para el debate en el contexto de crisis de la globalización”. Relaciones Internacionales, 27(54), 55–68.