

Aspecte teoretice și practice privind *vulture funds*

Vulture funds' theoretical and practical aspects

Alexandru Chistruga¹

Rezumat: Crizele financiare, deși au efecte devastatoare, sunt inevitabile pentru orice economie. Datorită acestei ciclicități existente, pe piață au apărut jucători care încearcă să identifice tactici și metode de operare pentru a profita de pe urma crizelor financiare cu care se confruntă statele, precum *vulture funds*. Acestea reprezintă o categorie de *hedge funds*, adică fonduri de investiții, care, datorită modului de operare, obțin profituri care pot să depășească 1000% față de investiția inițială. Una dintre strategiile folosite de acestea presupune cumpărarea datoriilor suverane aflate în dificultate pe piața secundară la un preț derizoriu și refuzul ulterior de a participa la restructurarea acestora. În acest fel se urmărește executarea creanței și a dobânzilor aferente, prin intermediul instanțelor judecătorești, una dintre consecințe fiind agravarea situației debitorilor. Chiar dacă activitatea acestora în unele cazuri ar putea fi caracterizată drept imorală, în majoritatea statelor nu există dispoziții legale care să limiteze profiturile nejustificate obținute de către *vulture funds*. Cu toate acestea, în Belgia a fost adoptată o lege care are drept obiect combaterea activităților fondurilor „vultur”.

Cuvinte-cheie: *vulture funds*; datorii suverane; strategii

Abstract: Financial crises are a normal occurrence in all economies, despite the fact that they can be extremely damaging. Because of this cyclicity, players have emerged in the market trying to identify strategies and methods to profit from the financial crises faced by states. Vulture funds, a type of investment fund that falls under the umbrella of hedge funds, are also included among them. Due to the way they operate, vulture funds have the potential to generate returns that are greater than 1000% of the initial investment. One of their tactics entails purchasing distressed sovereign debt at a discount on the secondary market, declining to take part in their restructuring, and bringing legal action to enforce the debt and related interests, one of the consequences being the worsening of the debtors' circumstances. Even though some of their actions might be considered immoral, there are rarely any legal restrictions on the unjustified profits that vulture funds can receive. However Belgium recently passed a law to combat the activities of "vulture" funds.

Keywords: *vulture funds*; sovereign debt; tactics

¹ Doctorand, Facultatea de Drept, Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” din Iași, e-mail: alexandruchistruga@gmail.com.

1. *Introducere*

Un element specific oricărei economii este reprezentat de crizele financiare cu care, mai devreme sau mai târziu, urmează să se confrunte aproape orice stat. Dacă, în unele cazuri, efectele negative pot fi ameliorate prin intervenții legislative eficiente, cum ar fi majorarea impozitelor pentru combaterea creșterii ratei inflației, există și state care sunt nevoite să declare intrarea în faliment. Ca urmare a intrării în incapacitate de plată, statul nu va mai putea să onoreze datoriile pe care le-a acumulat pe parcursul anilor anteriori, astfel încât de pe urma intrării în faliment au de suferit nu doar cetățenii respectivului stat, dar și cei care au investit o parte din bani în economia acestuia.

Cu toate acestea, există o categorie de creditori care profită de pe urma intrării în faliment a debitorilor, în principal, a statelor, obținând profituri ce pot să depășească cu mult investiția inițială². Purtând denumirea de *vulture funds*³, aceștia reprezintă, de fapt, fonduri de investiții speculative, care cumpără datoriile de pe piața secundară de capital⁴, concentrându-și atenția, în special, asupra datoriilor externe ale statelor aflate în insolvență⁵, obținând, prin diferite mijloace, plata întregii creanței, precum și a dobânzilor și penalităților aferente acestora⁶.

2. *Aspecte introductive privind activitatea vulture funds*

Din interpretarea definiției *vulture funds*⁷, redată mai sus, rezultă faptul că activitatea acestora este una extrem de complexă, implicând efectuarea mai multor studii, cum ar fi analiza situației economice a statelor aflate în curs de dezvoltare, identificarea datoriilor suverane care se vând la un preț cu un *discount* ridicat, precum și efectuarea unei analize a legislației incidente pentru identificarea vulnerabilităților, dar și a potențialelor jurisdicții favorabile. Din acest motiv, considerăm utilă prezentarea, pe scurt, a principalelor instituții identificate în definiția prezentată cu scopul de a facilita înțelegerea modului de operare a respectivilor participanți la circuitul economic mondial.

Astfel, în ceea ce privește fondurile de investiții speculative, potrivit celor prezentate în literatura de specialitate, acestea ar putea fi definite ca fiind un „*parteneriat limitat de investitori privați care, folosind o gamă largă de strategii și*

² VC Glossary, *What is a vulture fund?*, CBINSIGHTS, 2022, [Online] la <https://www.cbinsights.com/research-what-is-a-vulture-fund>, accesat la data de 26.12.2022.

³ D. J. Brutti, *Sovereign Debt Crises and Vulture Hedge Funds: Issues and Policy Solutions*, Boston College Law Review, Vol. 61, nr. 5/2020, pp. 1820-1854.

⁴ D. Sookun, *Stop Vulture Fund Lawsuits A Handbook*, Publicat de the Commonwealth Secretariat, 2010, p. 8.

⁵ Jubilee, *Peru*, USA Network, [Online] la <https://www.jubileeusa.org/peru>, accesat la data de 26.12.2022.

⁶ Hedge Pappers, *Pain and Profit in Sovereign Debt: How New York Can Stop Vulture Funds From Preying on Countries*, în *HedgePapers*, nr. 75/2021, [Online] la <https://hedgeclippers.org/pain-and-profit-in-sovereign-debt-how-new-york-can-stop-vulture-funds-from-preying-on-countries/>, accesat la data de 26.12.2022.

⁷ Întrucât nu există un echivalent în limba română, urmează să folosim doar expresia în engleză.

*tactici, obțin profituri, în cele mai multe cazuri, mult peste medie față de ceilalți participanți la piața de capital*⁸. Spre exemplu, una dintre tacticile folosite de *vulture funds* constă în refuzul de a participa la orice restructurare a datoriei pe care o dețin în portofoliu, acționând debitorul în „*instanțele de judecată situate în jurisdicții favorabile, obținând în acest mod suma nominală și penalități*”⁹. Cu toate acestea, este necesar de menționat faptul că o astfel de tactică presupune investiții semnificative de timp, nu doar de bani, întrucât procesele de judecată pot să aibă „*o durată ce să depășească, în unele cazuri, 10 ani*”¹⁰. Din acest motiv, *vulture funds* aleg să investească doar o mică parte din resursele financiare disponibile în acest gen de active.

Din aceleași considerente, aceștia acționează pe piața secundară de capital, iar nu pe cea primară. Pentru a înțelege mai ușor distincția dintre acestea, este necesar de precizat faptul că pe „*piața principală de capital, tranzacția este efectuată între statul emitent de obligațiuni și creditorii, iar pe piața secundară de capital, tranzacția presupune participarea doar a creditorilor*”¹¹. Astfel, pe piața primară de capital sunt plasate, în majoritatea cazurilor, obligațiuni guvernamentale cu un randament egal sau mai mare decât inflația, acestea fiind emise, de obicei, pe termene medii (3-5 ani). Creditorii aleg să investească în astfel de active, din mai multe motive, dar, în principal, deoarece acestea pot fi calificate ca fiind „*sigure*”, respectiv șansele că nu vor fi executate la scadență sunt reduse. Cu toate acestea, există situații în care respectivii creditorii au nevoie de lichidități, astfel încât aleg să le plaseze pe piața secundară de capital la un preț redus față de cel pe care l-au plătit. Astfel, din cele prezentate rezultă faptul că activitatea pe piața secundară de capital în cazul în care activul plasat este reprezentat de obligațiuni guvernamentale, nu are drept efect obținerea unui profit semnificativ, ci doar a unor sume de bani cel mult egale cu rata inflației.

Totuși, de la această regulă există și excepții. În acest sens, chiar dacă *vulture funds* investesc în obligațiuni guvernamentale, profitul acestora este unul extraordinar. Acest fapt se datorează, în principal, condițiilor în care sunt emise acestea. Astfel, respectivele *hedge funds* investesc în obligațiuni guvernamentale

⁸ The Investopedia Team, *What is a Hedge Fund? Examples, Types, and Strategies*, Investopedia, [Online] la <https://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>, accesat la data de 01.12.2022.

⁹ J. Baratta, *Activists Are Challenging Laws That Enable Vulture Funds to Exploit Global South*, Truthout, 2022, [Online] la <https://truthout.org/articles/activists-are-challenging-laws-that-enable-vulture-funds-to-exploit-global-south/>, accesat la data de 26.12.2022.

¹⁰ J. Mathew, *Argentina Vs Vulture Funds Case Timeline*, în *International Business Times*, 2014 [Online] la <https://www.ibtimes.co.uk/argentina-vs-vulture-funds-case-timeline-1459285>, accesat la data de 26.12.2022

¹¹ L. Kramer, *Primary vs. Secondary Capital Markets: What's the Difference?*, Investopedia, 2022, [Online] la <https://www.investopedia.com/ask/answers/012615/whats-difference-between-primary-and-secondary-capital-markets.asp>, accesat la data de 26.12.2022.

emise de state care, „*fie au declarat intrarea în faliment, fie sunt aproape de a intra în incapacitate de plată*”¹².

În majoritatea cazurilor, respectivele obligațiuni sunt emise de state aflate în curs de dezvoltare, cum a fost Argentina, care drept consecință a crizelor financiare nu le mai pot onora. Din acest motiv, cei care urmăresc să evite prelungirea în timp a momentului când își vor putea recupera banii, aleg să plaseze respectivele active pe piața secundară de capital. Întrucât, atractivitatea acestor obligațiuni este una scăzută, raportat la faptul că statul nu-și va putea onora obligațiile în timpul apropiat, prețul la care se vând este unul redus. De pe urma acestui fapt, profită *vulture funds* care, după cum am menționat anterior, dispun de resurse financiare și de timp, astfel încât pot să-și permită să investească în active pe care alți creditori le-ar evita.

În același timp, este necesar de menționat faptul că *vulture funds* nu investesc în obligațiuni emise pe piața locală, adică în moneda națională a statului emitent, ci doar în obligațiuni emise pe piața internațională. În majoritatea cazurilor, obligațiunile plasate pe piața internațională sunt emise într-o monedă străină, „*în principal, Euro sau Dolari, reprezentând, de fapt, datoria externă a statului emitent*”¹³.

Respectivele fonduri de investiții aleg să investească în acest tip de obligațiuni din mai multe motive, dar, în principal, din cauza faptului că obligațiunile emise pe piața internă sunt reglementate de legea statului emitent, respectiv există riscul ca prin intervenții legislative să fie aduse modificări unilaterale în ceea ce privește modul de executare a acestora. De exemplu, Guvernul Greciei, „*pentru a restructura datoria internă, a ales să introducă, în mod retroactiv, în datoriile guvernate de propria legislație, o serie de clauze denumite Collective action clause (CAC)*”¹⁴. Respectivele clauze presupun, în esență, modificarea mecanismului de restructurare a datoriei prin eliminarea regulii potrivit căreia se cerea acordul unanim al tuturor creditorilor pentru o astfel de operațiune. Potrivit noilor prevederi, era suficient să existe acordul a două treimi dintre creditorii participanți la negocieri, fiind eliminat riscul ca din cauza unei poziții minoritare să fie blocat procesul de restructurare a datoriei. Drept consecință, chiar dacă s-ar putea considera că Guvernul Grec a acționat cu rea-credință, acest comportament ar fi putut fi cenzurat doar de instanțele naționale.

În plus, un alt factor care este luat în considerare de *vulture funds*, constă în riscul ca moneda națională să se devalorizeze, acest fapt fiind inevitabil în cazul intrării în faliment al statului debitor. Din acest motiv, investiția în datoria

¹² W., Patrick R., *Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors: How to Find a Balance? Insolvabilité des états et dettes souveraines*, M. Audit, ed., LGDJ, 2011, [Online] la <https://ssrn.com/abstract=1994425>, accesata la data de 02.12.2022, pp. 1-56.

¹³ W. Kenton, *What Is External Debt? Definition, Types, Vs. Internal Debt*, Investopedia, 2022, [Online] la <https://www.investopedia.com/terms/e/external-debt.asp>, accesat la data de 02.12.2022.

¹⁴ S. Grund, *Enforcing Sovereign Debt in Court – A Comparative Analysis of Litigation and Arbitration Following the Greek Debt Restructuring of 2012*, European Central Bank, [Online] la <https://viennialawreview.com/index.php/vlr/article/view/20/14>, accesat la data de 02.12.2022

externă este mult mai sigură, riscul ca dolarul sau euro să se devalorizeze considerabil din cauza unor crize financiare fiind redus.

Nu în ultimul rând, este necesar de precizat faptul că, de obicei, creditorii care au investit în datoria externă vor avea un „drept de preferință”, astfel încât creanțele acestora vor fi executate cu prioritate față de cele guvernate de legislația internă. Deși, acest „drept de preferință” nu este prevăzut în niciun act normativ și nici în contractele de împrumut încheiate cu *vulture funds*, statele debitoare aleg să le execute cu prioritate, deoarece există „mai multe precedente judiciare care dau câștig de cauză acestor creditori, obligând statul la plata atât a sumei nominale a obligațiunii, cât și a penalităților”¹⁵. Astfel, pentru a evita suportarea pe lângă prețul nominal exprimat în dolari sau euro, a cărui valoare reală a crescut din cauza devalorizării monedei interne, și a unor penalități de întârziere, statele debitoare aleg să achite întreaga sumă ajunsă la scadență. Spre exemplu, Grecia a plătit în întregime „datoria externă în cuantum de 6.4 miliarde de dolari”¹⁶ tocmai pentru a evita litigiile cu creditori care ar fi putut să dureze mai mult de 10 ani, astfel cum s-a întâmplat în cazul Argentinei. În același timp, creditorii interni au fost nevoiți să accepte restructurarea datoriei impusă de modificarea legislativă prezentată anterior, „renunțând la mai mult de jumătate din suma pe care ar fi putut să o obțină dacă s-ar fi comportat ca *vulture funds*”¹⁷.

3. Modul de operare a *vulture funds*. Cazul Argentinei

Deși, în prezent, tot mai multe state aleg să achite integral titlurile de creanță aparținând *vulture funds*, o lungă perioadă de timp, acestea preferau să se confrunte cu respectivele fonduri speculative în instanță. Un exemplu elocvent în acest sens este cel al Argentinei¹⁸, stat care a intrat într-o luptă crâncenă cu așa zisele *vulture funds*, bătălie care a durat mai mult de 15 ani.

Astfel, pe 3 ianuarie 2002, din cauza faptului că nu a reușit să găsească resurse financiare „pentru a plăti datoria externă în cuantum de 28 de miliarde de dolari, Argentina prin organele competente, a declarat intrarea în faliment”¹⁹. Drept consecință, moneda națională, peso argentinian, s-a devalorizat „cu circa 40% ceea ce a dus la creșterea datoriilor emise în monedă străină”²⁰.

Pentru a evita agravarea situației, guvernul Argentinian a venit cu o propunere de restructurare a datoriei. Respectiva propunere presupunea emiterea

¹⁵ J. Schumacher, C. Trebesch, H. Enderlein, *Sovereign defaults in court*, în *Journal of International Economics*, Vol. 131/2021, [Online] la <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2020.103388>, accesat la data de 03.12.2022, pp. 1-72.

¹⁶ *Idem*.

¹⁷ *Idem*.

¹⁸ P. Juneja, *Vulture Capitalism: An Introduction*, Management Study Guide Content Team, [Online] la *Vulture Capitalism: An Introduction* (managementstudyguide.com), accesat la data de 13.12.2022.

¹⁹ S.D. Kamenis, *Vulture Funds and the Sovereign Debt Market: Lessons from Argentina and Greece*, The Committee for the Abolition of Illegitimate Debt (CADTM), nr. 13/2014, [Online] la <https://www.cadtm.org/Vulture-Funds-Lessons-from-Greece>, accesat la data de 04.12.2022.

²⁰ *Idem*.

unor noi obligațiuni în schimbul celor vechi, cu o valoare nominală mai mică, dar însoțite de garanții suplimentare. Cu alte cuvinte, creditorii trebuiau să accepte reducerea cuantumului sumei la care erau îndreptățiți, în schimbul certitudinii că ar fi urmat să fie plătiți. Deși, „76% dintre creditori au acceptat această propunere, o parte dintre cei rămași au ales să rupă negocierile și să introducă cereri de chemare în judecată la instanțele din New York”²¹.

Printre cei care au ales să obțină executarea creanței, în mod integral, fără să participe la restructurarea datoriei, a fost și EM Ltd, o societate controlată de către NML Capital Ltd. Unul dintre obiectele de activitate ale NML Capital Ltd consta în investiția în datorii suverane a statelor aflate în dificultate și obținerea de profituri enorme de pe urma câștigării litigiilor cu respectivele state în instanțele de pe teritoriul Belgiei sau cele din New York. Cu alte cuvinte, respectiva societate ar putea fi caracterizată drept un veritabil *vulture funds*.

Respectivul fond de investiții s-a prevalat de faptul că, la acel moment, nu exista nicio dispoziție legală sau contractuală care să-l oblige să participe la restructurarea datoriei suverane. Neacceptând reducerea cu mai mult de 50% a valorii creanțelor pe care le deținea, acesta a ales să introducă mai multe acțiuni la instanțe de pe teritoriul Statelor Unite ale Americii, „dar și de pe teritoriul statelor în jurisdicția cărora erau situate bunuri aparținând statului Argentinian”²². Deoarece, din punct de vedere legal, respectivul creditor avea dreptate, acesta a obținut mai multe hotărâri judecătorești definitive prin care Argentina a fost obligată să suporte o sumă a cărei valoare depășește 900 de milioane de dolari.

Cu toate acestea, deși NML Ltd a parcurs toate etapele pentru a beneficia de puterea executorie a titlurilor de creanță pe care le deținea, guvernul Argentinian a refuzat să-și onoreze obligațiile ce decurgeau din respectivele hotărâri judecătorești. Pentru a cenzura acest comportament, NML Ltd a încercat să obțină o parte din datorie prin sechestrarea bunurilor ce se aflau în proprietatea privată a Argentinei, dar care erau situate pe teritoriile altor state. În acest sens, a introdus mai multe acțiuni la instanțele competente. Unul dintre exemplele notorii este reprezentat de sesizarea unei instanțe din Ghana, „acțiune prin care respectivul creditor a solicitat sechestrarea unei nave maritime ce se afla în apele teritoriale ale acestui stat”²³. Respectiva cerere a fost admisă.

Din cele prezentate rezultă, în mod evident, faptul că respectivul creditor a obținut o serie de decizii care beneficiau de toate atribuțiile specifice unei hotărâri judecătorești. Cu toate acestea, respectivele decizii nu puteau fi executate, neavând în realitate, nicio valoare la acel moment. Acest aspect s-a

²¹ *Idem*.

²² L. Martinez, F. Roch, F. Roldan, J. Zettelmeye, *Sovereign Debt*, în *IMF Working Paper*, nr. 122/2022, [Online] la <https://doi.org/10.5089/9798400213250.001>, accesat la data de 04.12.2022, pp. 1-47.

²³ R. Merle, *How one hedge fund made \$2 billion from Argentina's economic collapse*, The Washington Post, 2016, [Online] la <https://www.washingtonpost.com/news/business/wp/2016/03/29/how-one-hedge-fund-made-2-billion-from-argentinias-economic-collapse/>, accesat la data de 04.12.2022.

modificat odată cu „*pronunțarea unei decizii controversate de către una dintre instanțele din Statele Unite ale Americii*”²⁴.

Astfel, la data de 16 iunie 2014, Curtea de Apel din New York a decis că clauza *pari passu* inserată în contractele de creditare încheiate cu NML Ltd trebuie să fie interpretată în sensul că „*datoriile celor care au refuzat să participe la restructurarea datoriei externe trebuie să fie executate cu prioritate*”²⁵. În ceea ce privește semnificația respectivei clauze, este esențial de reținut că aceasta are rolul de a stabili un „*tratament egal în interiorul aceleași clase de creditori, fără a exista vreun drept de preferință între aceștia*”²⁶.

Pentru a înțelege mai ușor cum respectiva decizie a schimbat regulile jocului, ar trebui specificat faptul că din momentul pronunțării, Argentina nu mai putea să plătească altor creditori, chiar dacă ar fi avut resurse financiare suficiente. Acest fapt se datora instituirii unui drept de prioritate absolut în favoarea *vulture funds* care ar fi trebuit să fie plătiți, în mod obligatoriu, înaintea oricărui alt creditor. Cu alte cuvinte, șansele ca economia Argentinei să se oprească din stagnare au fost egalate cu zero.

La baza pronunțării respectivei hotărâri a stat un raționament greșit al judecătorului sesizat cu analiza cererii de chemare în judecată formulată de NML Ltd. Astfel, acesta a efectuat o comparație între două tipuri de interpretări ale clauzei *pari passu* existente în literatura de specialitate, „*adoptând soluția care contravine scopului acesteia*”²⁷.

Așadar, opinia majoritară consideră că respectiva clauză trebuie să fie interpretată în sensul potrivit căruia în cadrul unei clase de creditori, „*toate obligațiunile sunt egale din punct de vedere juridic, neexistând niciun drept de preferință în favoarea unui anumit creditor*”²⁸. Din această interpretare rezultă faptul că debitorul poate să aleagă obligațiunea pe care o va executa mai întâi, fără ca vreun creditor să-i poată opune existența vreunei „discriminări”.

Potrivit poziții minoritare existente în doctrină, clauza *pari passu* presupune faptul că „*debitorul nu are dreptul să aleagă creanța care va fi onorată cu prioritate, ci va trebui să le execute pe toate concomitent*”²⁹. Din respectiva

²⁴ D. Zandstra, *Sovereign pari passu clauses: NML Capital 2, Argentina 0*, Clifford Chance, 2014, [Online] la https://www.cliffordchance.com/briefings/2014/07/sovereign_pari_passuclausesnmlcapital2.html, accesat la data de 05.12.2022.

²⁵ R.O. Caminal, *The pari passu clause in sovereign debt instruments: developments in recent litigation*, în *BIS Paper*, nr. 72/2020, [Online] la <https://ssrn.com/abstract=2473988>, accesat la data de 05.12.2022., pp. 121-128.

²⁶ A. Hayes, *What Is Pari-Passu?*, Investopedia, [Online] la <https://www.investopedia.com/terms/p/pari-passu.asp>, accesat la data de 07.01.2023.

²⁷ *Idem*.

²⁸ Allen, Overy, *The pari passu clause and the Argentine case*, în *The Lawyer*, 2014, [Online] la <https://www.thelawyer.com/issues/online-march-2014/the-pari-passu-clause-and-the-argentine-case/>, accesat la data de 05.12.2022.

²⁹ J.M. Blakemore, M.J. Lockman, *Pari Passu Undone: Game-Changing Decisions for Sovereigns in Distress*, în *Emerging Markets Restructuring Journal*, nr. 3/2017, [Online] la <https://docslib.org/doc/6947585/pari-passu-undone-game-changing-decisions-for-sovereigns-in-distress>, accesat la data de 05.12.2022, pp. 1-5.

interpretare poate fi trasă concluzia că în ipoteza în care debitorul nu ar avea resurse financiare suficiente pentru a executa integral toate datoriile, atunci acesta va fi obligat să plătească un anumit procent din datorie tuturor creditorilor. În acest mod, se poate ajunge la situația în care, deși statul debitor ar avea capacitatea de a onora o parte din datorii, nu ar putea să facă acest lucru, fiind nevoit să suporte curgerea dobânzilor și penalităților.

În condițiile în care, Argentina declarase intrarea în faliment înainte de pronunțarea respectivei decizii, singura variantă pentru găsirea resurselor financiare presupunea rectificarea bugetului național în sensul reducerii cheltuielilor în domenii cum ar fi educația și medicina. O astfel de acțiune sinucigașă din partea unui Guvern ar fi avut drept efect doar pierderea suportului politic, astfel încât Argentina a ales să nu plătească deloc creditorilor. Cu toate acestea, odată cu schimbarea guvernului, pentru a evita declararea unui nou faliment, Argentina a recurs la negocieri extrajudiciare, fiind de acord să plătească o parte din sumă doar pentru a evita colapsul total. Într-un final, după câteva luni de negocieri sub supravegherea Curții de Apel din New York, Argentina a ajuns la „*un acord de principiu cu vulture funds, fiind de acord să plătească 4.65 miliarde de dolari*”³⁰.

Respectivul acord de principiu presupunea faptul că Argentina își asuma obligația de a plăti 70% din suma nominală a obligațiunilor deținute de *vulture funds*, în condițiile în care respectivele fonduri le-au achiziționat pe piața secundară de capital în schimbul unui preț modic. În același timp, Argentina a acceptat să suporte și penalitățile care s-au acumulat pe parcursul celor 14 ani de litigii, astfel încât profitul *vulture funds* ar putea fi caracterizat ca fiind unul extraordinar.

4. Analiză teoretică și practică ale legislațiilor „Anti-Vulturi”

Ca regulă, „*restructurarea datoriei suverane se baza, în principal, pe negocieri directe cu creditorii*”³¹ care erau de acord să reducă din suma la care erau îndreptățiți. După succesul obținut de către *vulture funds*, în cazul Argentinei și Greciei, această modalitate de restructurare a datoriei ar putea să se schimbe. În acest sens, creditorii de „bună credință”, adică cei care acceptă restructurarea datoriei în detrimentul propriilor interese, ar putea să adopte un comportament specific fondurilor speculative de investiții. Drept consecință, șansele ca statele aflate în faliment să reușească să găsească resurse pentru a redresa economia ar fi minime.

Pentru a combate acest fenomen pot fi folosite mai multe metode, cum ar fi „*eliminarea vulnerabilităților din legislația națională care permit vulture funds să*

³⁰ A. Frizzel, *Argentina makes peace with vulture funds after 14 years*, în *The Independent*, 01.03.2016, disponibil pe internet la adresa: <https://www.independent.co.uk/news/business/news/argentina-makes-peace-with-vulture-funds-after-14-years-a6904496.html>, accesat la data de 05.12.2022.

³¹ A. Iversen, *Vulture Fund Legislation*, în *Banking & Financial Services Policy Report*, Wolters Kluwer, Vol. 38, nr 5/2019, [Online] la <https://ssrn.com/abstract=3456479>, accesat la data de 05.12.2022, pp. 1-12.

*evite plata impozitelor*³² sau „*elaborarea unui cadru normativ care să reglementeze restructurarea datoriilor suverane*”³³. Deși prima metodă propusă ar putea fi eficientă, aceasta își găsește aplicabilitatea doar în cazuri particulare, fiind necesară elaborarea unor acte normative care să reglementeze însăși activitatea respectivelor fonduri de investiții.

Până la momentul actual, doar o parte dintre state a recurs la elaborarea unor astfel de acte normative. Fac parte din această categorie, Regatul Unit, Australia, Franța și Belgia.

În ceea ce privește Regatul Unit, actul normativ poartă denumirea de *Debt Relief Act (DRA)*³⁴, scopul acestuia constând în asigurarea unei protecții suplimentare statelor puternic îndatorate. Astfel, se instituie un mecanism obligatoriu potrivit căruia toți creditorii sunt obligați să participe la restructurarea datoriei suverane, fiind prevăzut, în funcție de stat, un plafon maxim al profitului pe care l-ar putea obține aceștia. În acest mod, *vulture funds* evită să investească în datoriile statelor care fac parte din categoria *Heavily Indebted Poor Countries (HIPC)*³⁵, cele din urmă având șanse să iasă din faliment într-o perioadă de timp rezonabilă.

În Franța, actul normativ adoptat³⁶ este asemănător cu cel din Regatul Unit, cu mențiunea că sunt prevăzute criteriile după care se va orienta instanța în stabilirea tipului de datorie, adică dacă este deținută de un creditor de „bună credință” sau de un fond speculativ care urmărește obținerea unor profituri enorme, folosindu-se de vulnerabilitățile statului debitor. Spre exemplu, creditorii nu vor putea cere sechestrarea bunurilor aparținând statelor debitoare dacă la momentul când au achiziționat obligațiunile de pe piața secundară respectivul stat era în faliment. De asemenea, în ipoteza în care minim 66% dintre creditorii sunt de acord cu restructurarea datoriei, atunci ceilalți creditorii nu se vor putea opune acesteia. În acest mod, nu mai există riscul ca din cauza unui număr mic de creditorii, întregul proces de restructurare a datoriei să fie blocat.

³² C. Taylor, *Department of Finance closes vulture fund loophole*, în *The Irish Times*, 2016, [Online] la <https://www.irishtimes.com/business/economy/department-of-finance-%20closes-vulture-fund-loophole-1.2781681>, accesat la data de 06.12.2022.

³³ International Monetary Fund, *The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors—Recent Developments, Challenges, And Reform Options*, Policy Paper No. 2020/043, 2020, [Online] la

<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2020/09/30/The-International-Architecture-for-Resolving-Sovereign-Debt-Involving-Private-Sector-49796>, accesat la data de 06.12.2022, pp. 1-52.

³⁴ UK Statutory Instruments, 2011 No. 1336, *The Debt Relief (Developing Countries) Act 2010*, [Online] la <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2011/1336/contents/made>, accesat la data de 26.12.2022.

³⁵ The World Bank, *Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative*, 2018, [Online] la <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/hipc>, accesat la data de 26.12.2022.

³⁶ LOI n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (1), [Online] la LOI n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (1) - Légifrance (legifrance.gouv.fr), accesat la data de 26.12.2022

Dacă legile adoptate de Regatul Unit și Franța au drept scop, în principal, apărarea statelor aflate în dificultate, actul normativ propus de legiuitorul belgian este destinat să „*excludă activitatea vulture funds în întregime*”³⁷.

Legea *Anti-Vulture Funds*³⁸ instituie un mecanism de control ce presupune existența a două etape de verificare a datoriei suverane în vederea stabilirii dacă creditorul care o deține face parte din categoria *vulture funds* sau nu. În ipoteza în care răspunsul este afirmativ, profitul pe care creditorul l-ar putea obține se reduce la suma pe care a plătit-o la data achiziționării datoriei de pe piața secundară de capital.

În prima etapă, judecătorul sesizat cu cererea de chemare în judecată va verifica dacă prin executarea datoriei în condițiile cerute de către creditor, acesta va obține un „avantaj nelegitim”. Pentru ca analiza realizată de instanță să nu fie una arbitrară, legiuitorul belgian a descris în cadrul respectivului act normativ o serie de criterii. Prin corelarea acestora, se poate defini noțiunea de „avantaj nelegitim” ca fiind existența unei disproporții vădite între valoarea inițială a creanței și suma pe care a plătit-o creditorul sau existența unei disproporții între suma suportată de creditor și suma a cărui executare o cere. După cum am menționat anterior, în cazul Argentinei, *vulture funds* au achiziționat obligațiunile emise de guvernul respectivului stat cu un discount de circa 70%. Cu alte cuvinte, în cazul în care cererea de chemare în judecată ar fi fost formulată în fața unei instanțe din Belgia, instanța ar fi constatat că NML Ltd urmărește obținerea unui „avantaj nelegitim”.

Cu toate acestea, este necesar de precizat că nu doar respectivele *hedge funds* investesc în datorii suverane, o astfel de activitate fiind o practică obișnuită pentru majoritatea creditorilor. Un astfel de comportament se explică prin faptul că debitorul este un stat, care, în majoritatea cazurilor, își va executa obligațiile. Tocmai din acest motiv, pentru a nu aduce atingere activității creditorilor de „bună credință”, pe lângă „avantajul nelegitim” urmărit, legiuitorul belgian a prevăzut o serie de criterii care ar atrage „*respingerea cererii de chemare în judecată în cazul în care sunt incidente*”.

Primul criteriu are în vedere situația economică a statului debitor, fiind necesară verificarea dacă la momentul achiziționării datoriei suverane, respectivul stat declarase intrarea în faliment sau dacă urma să facă acest lucru. Acest criteriu nu implică verificări suplimentare din partea creditorilor, întrucât aceștia se pot raporta la calificativele stabilite de Agențiile de rating activelor în care urmează să investească. În majoritatea cazurilor, agențiile de rating oferă un calificativ de cea mai mică calitate respectivelor datorii, întrucât șansele de a le recupera la scadență sunt aproape de 0. Așadar, dacă un creditor investește în

³⁷ L. Wozny, *National Anti-Vulture Funds Legislation: Belgium's Turn*, în *Columbia Business Law Review*, nr. 697/2017. [Online] la <https://ssrn.com/abstract=3249219>, accesat la data de 26.12.2022, pp. 1-51.

³⁸ Loi visant à empêcher la saisie ou la cession des fonds publics destinés à la coopération internationale, notamment par la technique des fonds vautours, [Online] la https://etaamb.openjustice.be/fr/loi-du-06-avril-2008_n2008015073.html, accesat la data de 26.12.2022.

obligațiuni emise de un stat aflat în faliment, achiziționându-le la un preț modic, atunci, potrivit legislației belgiene, suma pe care o va putea obține se va limita la suma de bani pe care a plătit-o pe piața secundară de capital. Cu alte cuvinte, într-o astfel de situație, profitul obținut de creditor va fi egal cu 0.

Al doilea criteriu se raportează la sediul social al creditorului, legiuitorul belgian prezentând pe larg lista de state „neprietenoase” din punct de vedere fiscal. Întrucât majoritatea *vulture funds* și-au stabilit sediul social în astfel de state, aceștia vor fi nevoiți să-l mute într-un alt stat, cu consecința suportării unor impozite mai mari. Astfel, cel puțin teoretic, respectivul criteriu ar putea să fie incident în cazul acestei categorii de creditori. Cu toate acestea, *vulture funds*, aproape în toate cazurile, își desfășoară activitatea prin intermediul unor societăți interpose, astfel încât aplicabilitatea acestui criteriu ar fi limitată.

În ceea ce privește al treilea criteriu, acesta impune în sarcina instanței obligația de a efectua o analiză a activității creditorului care a introdus acțiunea, în principal, a modului de operare în legătură cu executarea creanțelor pe care le deține. Astfel, în ipoteza în care se descoperă că fondul de investiții preferă să-și acționeze debitorii în instanță, fără să participe la negocierile care au drept obiect restructurarea datoriei, atunci instanța va constata incidența respectivului criteriu, dispunând respingerea cererii de chemare în judecată.

Așadar, rezultă, în mod evident, faptul că acest criteriu descrie modul de operare al *vulture funds*. Prin urmare, prin instituirea lui, activitatea acestora ar putea fi limitată, în mod integral, pe teritoriul belgian. Cu toate acestea, la fel ca și în cazul criteriilor deja prezentate, nu este clar cum vor fi interpretate dispozițiile legale de către instanțe în situația în care acțiunea ar fi introdusă de o societate interpusă.

Al patrulea criteriu se află într-o strânsă legătură cu cel prezentat anterior, întrucât se raportează la etapa anterioară sesizării instanței de judecată, respectiv cea de negocieri privind restructurarea datoriei. Așadar, în ceea ce privește sarcina probei, aceasta revine statului debitor, care va trebui să facă dovada faptului că a încercat să ajungă la o înțelegere cu creditorul. Considerăm că respectivul criteriu ar putea fi folosit în mod abuziv, atâta timp cât nu se impune analiza propunerii de restructurare a datoriei. Cu alte cuvinte, un stat debitor ar putea să facă o propunere de restructurare a datoriei extrem de dezavantajoasă pentru o parte dintre creditori, urmărind în acest mod limitarea numărului de litigii ce ar putea fi soluționate de instanțele judecătorești din Belgia. În această ipoteză, creditorii nu vor mai putea sesiza instanțele din Belgia, deoarece vor fi catalogați ca fiind *vulture funds*, cu consecința pierderii oricărui profit.

Al cincilea criteriu are drept premisă existența unui acord, vădit injust, în ceea ce privește restructurarea datoriei, acord ce a fost obținut datorită poziției vulnerabile a statului debitor. Astfel, este reglementată ipoteza în care creditorul impune o serie de prevederi dezavantajoase, cum ar fi stabilirea unor penalități, profitând de poziția sa dominantă. Cu alte cuvinte, statul debitor fie acceptă restructurarea datoriei astfel cum a fost propusă de creditor, fie urmează să se

confrunte cu acesta în instanță. În principiu, acest criteriu ar putea fi benefic, întrucât întărește poziția statului debitor în etapa de negociere, creditorii cunoscând consecințele cu care se pot confrunta dacă vor cădea sub incidența legii *Anti-Vulture Funds*.

În final, ultimul criteriu presupune o analiză a efectului pe care l-ar avea executarea creanței deținute de creditor asupra economiei statului debitor, în special, în ceea ce privește dezvoltarea socio-economică a populației. După cum am menționat deja, creanțele deținute de *vulture funds* pot avea un impact enorm asupra întregii economii a statului debitor, deoarece sunt însoțite de penalități ce s-au acumulat perioade lungi de timp. Astfel, pentru a evita situațiile în care instanțele belgiene ar fi implicate în acordarea unor astfel de penalități, legiuitorul belgian a ales să instituie respectivul criteriu.

Din cele prezentate, rezultă, în mod evident, faptul că scopul urmărit prin elaborarea respectivului act normativ ar putea fi atins fără provocări suplimentare. Așadar, *vulture funds* nu vor mai alege instanțele belgiene pentru obținerea sechestrelor asupra bunurilor aparținând statelor debitoare sau a altor hotărâri care să aibă legătură cu creanța. Cu toate acestea, se pune întrebarea dacă este necesară elaborarea unui act normativ atât de drastic, deoarece, chiar dacă s-ar putea crea impresia că acestea profită de pe urma statelor aflate în dificultate, activitatea lor prezintă și aspecte benefice. De exemplu, *vulture funds* sunt, în majoritatea cazurilor, singurele care furnizează lichidități pe piața secundară de capital, investind în active neatractive pentru alți creditori. De asemenea, respectivele fonduri de investiții oferă o analiză temeinică a motivelor care au stat la baza stagnării economiilor statelor debitoare, precum și a șanselor de redresare a acestora.

Nu în ultimul rând, este necesară înțelegerea faptului că, în majoritatea cazurilor, cel puțin din punct de vedere legal, *vulture funds* au dreptate. Cu excepția legislației adoptate de Regatul Unit în 2010, nu există niciun act normativ care să oblige creditorii să participe la restructurarea datoriei suverane. Prin urmare, aceștia au libertatea deplină să sesizeze instanțele judecătorești pentru a obține o hotărâre executorie împotriva unui stat care refuză să-și onoreze obligațiile. Până la urmă, nu din cauza creditorilor, statele ajung în situația de a declara intrarea în faliment, ci din cauza unor politici financiare neinspirate.

5. Concluzii

Activitatea *vulture funds* este una imorală, dar necesară. Astfel, într-adevăr, aceștia profită de pe urma crizelor financiare, influențând șansele de redresare a economiilor aflate în dificultate. În același timp, fără existența acestora, o parte semnificativă dintre creditorii care au investit în active „sigure”, emise de state ajunse în incapacitate de plată, ar intra în insolvență. Așadar, furnizarea de lichidități pe piața secundară este unul dintre avantajele pe care le oferă aceștia, avantaj ce nu poate fi combătut de imoralitatea cu care își obțin profiturile.

O parte din literatura de specialitate, în analiza activităților desfășurate de respectivele fonduri, invocă lipsurile cu care se confruntă cetățenii statelor debitoare, fără a avea în vedere faptul că motivele care stau la baza intrării în faliment nu au drept sursă doar activitatea *vulture funds*, ci politici financiare populiste destinate obținerii unui scor politic pe termen scurt, fără luarea în considerare a consecințelor acestora asupra economiei, precum și a numeroaselor vulnerabilități legislative existente care favorizează corupția și degradarea instituțiilor publice.

Aceeași greșală a comis-o și legiuitorul belgian care a ales să elimine activitatea *vulture funds* de pe teritoriul Belgiei, fără a încerca să găsească o cale de mijloc care să implice atât o restructurare previzibilă a datoriilor, cât și obținerea unui profit de către creditorii. Până la urmă, indiferent de tipul de creditorii, aceștia urmăresc acumularea de resurse financiare, investind în diferite tipuri de active. Fără aceste investiții, statele s-ar confrunta cu lipsa de lichidități, respectiv cu incapacitatea de plată. Din aceste motive, considerăm alegerea legiuitorului belgian, cel puțin, discutabilă.

În ceea ce privește legislațiile existente în Franța și Regatul Unit, acestea au drept scop facilitarea restructurării datoriilor statelor puternic îndatorate. Respectiv statele nu pot fi calificate ca fiind în curs de dezvoltare, ele făcând parte din așa zisa a „patra lume”. Prin urmare, în cazul acestora, este necesară eliminarea oricărei activități a creditorilor care ar putea duce la imposibilitatea restabilirii economiei, inclusiv a activității desfășurate de *vulture funds*. Chiar și așa, legiuitorul englez a prevăzut stabilirea unui prag maxim de profit pe care l-ar putea obține creditorii, înțelegând consecințele limitării profitului la 0.

Concluzionând, *vulture funds* ar putea fi blamate ca fiind imorale, dar în niciun caz nu ar trebui să fie interzise. În urma efectuării respectivei cercetări, am observat faptul că problema nu este reprezentată nici de aceste fonduri de investiții, nici de statele debitoare, ci de lipsa unui mecanism previzibil de restructurare a datoriilor suverane. Astfel, deși, în mod repetat, statele se confruntă cu intrarea în faliment, negocierile de restructurare au loc *Ad-hoc*, nefiind eficiente. Prin urmare, statele nu ar trebui să încerce să interzică activitatea celor care se folosesc de această situație, ci să elaboreze acte normative previzibile care să aibă drept obiect identificarea unui mecanism de restructurare a datoriei.

Referințe

- Blakemore J.M., Lockman M.J., *Pari Passu Undone: Game-Changing Decisions for Sovereigns in Distress*, în *Emerging Markets Restructuring Journal*, nr. 3/2017, pp. 1-5, [Online].
- Brutti D. J., *Sovereign Debt Crises and Vulture Hedge Funds: Issues and Policy Solutions*, în *Boston College Law Review*, Vol. 61, nr. 5/2020, pp. 1820-1854, [Online].
- Caminal R.O., *The pari passu clause in sovereign debt instruments: developments in recent litigation*, în *BIS Papers*, nr. 72/2000, pp. 121-128, [Online].
- Grund S., *Enforcing Sovereign Debt in Court – A Comparative Analysis of Litigation and Arbitration Following the Greek Debt Restructuring of 2012*, European Central Bank, [Online].

- Hedge Pappers, *Pain and Profit in Sovereign Debt: How New York Can Stop Vulture Funds From Preying on Countries*, în *HedgePapers* , nr. 75/2021, [Online].
- International Monetary Fund, *The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors—Recent Developments, Challenges, And Reform Options*, în *Policy Paper* nr. 043/2020, pp. 1-52, [Online].
- Iversen A., *Vulture Fund Legislation, Banking & Financial Services Policy Report*, Research Paper Wolters Kluwer, Vol. 38, nr. 5/2019, University of Oslo Faculty of Law, pp. 1-12, [Online].
- Kamenis S.D., *Vulture Funds and the Sovereign Debt Market: Lessons from Argentina and Greece*, The Committee for the Abolition of Illegitimate Debt (CADTM), nr. 13/2014, DOI:10.5089/9798400213250.001, pp. 1-47, [Online].
- Martinez L., Roch F., Roldan F., Zettelmeye J., *Sovereign Debt*, în *IMF Working Paper*, Vol. 2022, nr. 122/2022, pp. 1-47, [Online].
- Patrick R., *Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors: How to Find a Balance?* Insolvabilité des états et dettes souveraines, M. Audit, ed., LGDJ, 2011, pp. 1-56, [Online].
- J. Schumacher, C. Trebesch, H. Enderlein, *Sovereign defaults in court*, în *Journal of International Economics*, vol. 131/2021, DOI: 10.1016/j.jinteco.2020.103388, pp. 1-72, [Online].
- Wozny L., *National Anti-Vulture Funds Legislation: Belgium's Turn*, în *Columbia Business Law Review*, nr. 697/2017, pp. 1-51, [Online].