



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ANÁLISIS DE LOS DISTRESSED FUNDS

Clave: 201606804

MADRID | Abril 2020

RESUMEN

Este trabajo de investigación analiza un tipo de fondo de inversión concreto, los *distressed* o *vulture funds* (fondos buitres en castellano). El propósito de este estudio es llegar a una conclusión clara y objetiva sobre este tipo de fondos de inversión y sobre el papel que desempeñan en la economía. El enfoque que sigue el trabajo es inductivo es decir, basa las conclusiones en observaciones y análisis de lo que ya ha sucedido como por ejemplo el caso de la deuda soberana en Argentina y Grecia o la venta de viviendas propiedad de los bancos en España. Para estudiar en profundidad las prácticas que realizan los *distressed funds* se han analizado fuentes de información secundarias tales como estudios previos a este sobre el mismo tema además de artículos o revistas de carácter financiero. Para facilitar la comprensión del lector se expone un amplio marco teórico donde se explica en profundidad qué son, qué es lo que hacen, cuál es el origen y qué activos compran estos fondos de inversión. Tras el análisis de casos y operaciones en los que estos fondos han sido muy relevantes se concluye que el papel que desempeñan los *distressed funds* en la economía no es tan perjudicial como defienden algunos sectores de la población de hecho, en algunas ocasiones ha beneficiado encarecidamente tanto a las empresas como a la Administración Pública. Si que es cierto que en algunas ocasiones sus prácticas o estrategias pueden resultar muy agresivas o poco éticas pero lo que realizan es totalmente legal. Además en numerosas ocasiones los *distressed funds* han ayudado a reflotar compañías que habían hecho default o estaban a punto de hacerlo y a limpiar los balances de los bancos que quedaron colapsados con numerosos activos inmobiliarios después de la gran crisis financiera de 2008. Por tanto podemos afirmar que los *distressed funds* tienen un papel importante dentro de las economías de los países especialmente cuando estos se encuentran o acaban de salir de una fuerte crisis financiera.

Palabras clave: distressed funds, default, crisis financiera, reestructuración

ABSTRACT

This article analyses a specific type of investment fund, the distressed or vulture funds. The purpose of this study is to reach a clear and objective conclusion about this type of investment fund and the role it plays in the economy. The approach followed in the work is inductive, i.e., it bases its conclusions on observations and analysis of what has already happened, such as the case of sovereign debt in Argentina and Greece or the sale of bank owned housing in Spain. In order to study in depth the practices of distressed funds, secondary sources of information have been analyzed, such as previous studies on the same subject, as well as articles or magazines of a financial nature. In order to facilitate the reader's understanding, a broad theoretical framework is presented, explaining in depth what these investment funds are, what they do, what their origin is and what assets they buy. After the analysis of cases and operations in which these funds have been very relevant, it is concluded that the role played by distressed funds in the economy is not as harmful as some sectors of the population defend. In fact, on some occasions it has been of great benefit both to companies and to the public administration. It is true that on some occasions their practices or strategies can be very aggressive or unethical but what they do is totally legal. In addition, on numerous occasions, distressed funds have helped to revive companies that had defaulted or were about to do so and to clean up the balance sheets of banks that were left with numerous real estate assets after the great financial crisis of 2008. We can therefore say that distressed funds play an important role within countries' economies, especially when they are in or have just emerged from a major financial crisis.

Key words: distressed funds, default, financial crisis, restructuring

RESUMEN	2
ABSTRACT	3
INDICE DE GRÁFICOS	5
INDICE DE TABLAS	5
INDICE DE FIGURAS	5
1.INTRODUCCIÓN	6
1.1 OBJETIVOS	6
1.2 METODOLOGÍA	6
1.3 CONTEXTO.....	6
1.4 ESTRUCTURA DEL TRABAJO	7
2. MARCO TEÓRICO	8
2.1 DIFERENTES TIPOS DE FONDOS DE INVERSIÓN	8
2.2 ¿QUÉ ES UN DISTRESSED FUND?	10
2.3 HISTORIA DE LOS HEDGE Y DE LOS DISTRESSED FUNDS	11
2.4 RIESGO DE CRÉDITO	12
2.5 ¿QUÉ TIPO DE ACTIVOS COMPRAN LOS DISTRESSED FUNDS?	15
2.5.1 Mercado de distressed securities.....	15
2.6 CORPORATE DISTRESSED DEBT	17
2.7 SOVEREIGN DISTRESSED DEBT	20
3.DISTRESSED FUNDS Y PRODUCTOS DEL TESORO	22
3.1 CRISIS FINANCIERA DE ARGENTINA.....	22
3.1.1 Contexto.....	22
3.1.2 Distressed Funds inversores de Argentina.....	23
3.1.3 Proceso de reestructuración.....	23
3.1.4 Litigio NML contra Argentina.....	24
3.2 CRISIS FINANCIERA DE GRECIA	25
3.2.1 Contexto.....	25
3.2.2 Vulture funds inversores de Grecia	26
3.2.3 Reestructuración y pago a los distressed funds	26
4. VULTURE FUNDS Y REAL STATE	27
4.1 VIVIENDA PÚBLICA MADRID	27
4.2 VIVIENDA PROPIEDAD DE LOS BANCOS EN ESPAÑA	28
4.3 REAL STATE Y VIVIENDA FUERA DE ESPAÑA	31
4.3.1 Irlanda	31
4.3.2 Estados Unidos.....	32
4.4 ACTUALIDAD	33
5. DISTRESSED FUNDS EN LA ACTUALIDAD	34
5.1 REINO UNIDO Y BREXIT	34
5.2 PETRÓLEO.....	35
6. FUTURO Y REGULACIÓN DE LOS DISTRESSED FUNDS	37
CONCLUSIONES	40
BIBLIOGRAFÍA	43

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Millones de euros gestionados por los <i>distressed funds</i> en 2006 y 2016.....	12
Gráfico 2 Tamaño del mercado de distressed & defaulted debt entre 1990 y 2017.....	16
Gráfico 3: Evolución de la rentabilidad del bono griego a diez años.....	25
Gráfico 4: Evolución del precio del barril de Brent antes del COVID19	35
Gráfico 5: Evolución del precio del barril de Brent durante la pandemia	36

INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Escalas de valoración según Moody's, Standard & Poors y Fitch.....	13
Tabla 2: Cantidad a pagar a los <i>Distressed Funds</i> tras el fallo del tribunal de 2016.....	24

INDICE DE FIGURAS

Figura 1: Orden de prelación de cobro en caso de concurso de acreedores	18
Figura 2:¿Cómo ganan los <i>vulture funds</i> cuando compran deuda soberana?.....	21

1.INTRODUCCIÓN

1.1 Objetivos

El objetivo principal de este trabajo es llegar a tener una percepción clara y objetiva sobre un vehículo de inversión concreto, los *distressed o vulture funds* (conocidos como fondos buitre en castellano).

Para conseguir este objetivo se analizarán los tipos de activos que generalmente utilizan estos fondos así como sus prácticas más habituales. Además, este trabajo se centrará en los casos más importantes y conocidos de operaciones perpetuadas por los *distressed funds* tales como la crisis de deuda soberana en Argentina y en Grecia, y la venta de activos inmobiliarios propiedad de los bancos que tuvo lugar después de la crisis financiera de 2008 en países como España, Irlanda o Estados Unidos.

1.2 Metodología

Para el análisis de los *distressed funds* se procederá a través del enfoque inductivo que permitirá llegar a conclusiones concretas y objetivas basándose en hechos, transacciones y observaciones concretas que ya han tenido lugar.

En cuanto a las fuentes de información se llevará a cabo una minuciosa búsqueda de información sobre este tipo de fondos de inversión para su posterior análisis. Para ello se procederá al análisis de fuentes de información secundarias mediante la revisión de la literatura y búsqueda de bibliografía adecuada utilizando artículos e informes publicados en periódicos, revistas académicas y páginas web de carácter financiero y conocida reputación.

1.3 Contexto

A pesar de que ya se había hablado y opinado bastante sobre los *distressed funds* después del colapso financiero de Argentina en 2001 fue la gran crisis financiera de 2008 la que hizo resurgir todos estos debates. Desde entonces, los *vulture o distressed funds* han acaparado la atención de muchísimas personas así como las páginas de muchos periódicos y revistas. Siempre que leía alguna noticia o titular sobre estos fondos de inversión tenía

un carácter negativo y se hablaba de ellos como si fueran los causantes de todas las desgracias financieras que acontecen a los países. Además, en la actualidad no parece que haya ninguna opinión consensuada sobre este tipo de fondos de inversión, ya que una buena parte de la población los considera perjudiciales para la economía mientras que hay otros sectores que les consideran absolutamente necesarios. De ahí nace la inquietud para investigar y leer sobre este tipo de fondos de inversión y de analizar en profundidad sus orígenes, historia y funcionamiento para así poder llegar a una conclusión objetiva sobre si estos fondos son tan perjudiciales como algunas personas defienden.

1.4 Estructura del trabajo

Partiendo de esa visión general, se va a proceder al análisis de los fondos buitre en seis partes. En primer lugar se hace una introducción en la cual se explican los objetivos, metodología y la motivación que existe detrás de este trabajo. Posteriormente en la segunda parte se expone el marco teórico del trabajo en el que se explica en profundidad qué son los *distressed funds*, dónde surgen y cual es su historia. Además, se explican con detalle el tipo de activos que compran estos fondos explicando cada uno de ellos. Después en la parte tres se procede a analizar los dos casos más importantes entre *distressed funds* y deuda soberana que han tenido lugar en los últimos años, Argentina y Grecia. En cuarto lugar se hacen referencia a los casos de *real state* relacionados con *distressed funds* dentro y fuera de nuestro país. Posteriormente en la quinta y penúltima parte se exponen los casos que están teniendo lugar en la actualidad. Por último en la parte número seis se hace referencia a la regulación que han aprobado estos países hacia este tipo de fondos. Después de todo este análisis se extraen las conclusiones finales del trabajo de investigación.

2. MARCO TEÓRICO

En esta parte del trabajo se van a presentar todos los conocimientos necesarios para entender el funcionamiento de los *distressed funds*. En primer lugar es conveniente definir que es un fondo de inversión:

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, 2020) “los fondos de inversión son Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) que consisten en un patrimonio formado por las aportaciones de un número variable de inversores, denominados partícipes. El fondo lo crea una entidad, la gestora, que es la que invierte de forma conjunta esas aportaciones en diferentes activos financieros (renta fija, renta variable, derivados o cualquier combinación de estos, etc.) siguiendo unas pautas fijadas de antemano. Así, cada partícipe es propietario de una parte del patrimonio del fondo, en proporción al valor de sus aportaciones. Los aumentos o disminuciones del valor del patrimonio se atribuyen proporcionalmente a los partícipes. Los fondos están regulados por una normativa que pone los límites a la forma en que la sociedad gestora puede invertir el dinero, con el fin de asegurar un nivel mínimo de diversificación, liquidez y transparencia. Tanto el tipo de activos en los que invierte (política de inversión) como el resto de las características del fondo (comisiones, posibilidad de sacar el dinero, riesgo que se asume, horizonte temporal...), están recogidas en un documento llamado folleto informativo y en el resumen del mismo Datos Fundamentales para el Inversor (DFI)”.

2.1 Diferentes tipos de fondos de Inversión

Principalmente hay tres grandes tipos de fondos de inversión:

- Mutual Funds: son los que se ha definido anteriormente, los fondos de inversión tradicionales o estandarizados. Estos fondos están muy regulados, tienen la obligación de publicar su valor liquidativo diariamente además de tener por escrito todos los detalles del fondo en el folleto informativo o *prospectus* para que cualquier inversor ya sea nuevo o antiguo sepa donde está destinando su dinero y los riesgos que está asumiendo. A su vez este tipo de fondos se les puede catalogar en función de los diferentes activos en los que invierten el capital:

- Fondos de renta variable: son aquellos que invierten todo su capital en renta variable.
- Fondos de renta fija: fondos que invierten la mayoría de su capital en renta fija ya sean bonos soberanos o corporativos
- Fondos de derivados: invierten en productos tales como futuros u opciones
- Fondos mixtos: invierten su capital asignando un porcentaje concreto a cada una de las categorías citadas anteriormente.
- Fondos indexados que tienen como objetivo replicar un determinado índice bursátil como el IBEX35 o el S&P500.

Normalmente los *mutual funds* realizan estrategias de gestión pasiva como la indexación (replicar un determinado índice bursátil), comprar y mantener (*buy and hold*), inmunizar la cartera o hacer *cash flow matching*. Por lo general las comisiones que cobran los gestores de este tipo de fondos a sus clientes son bastante pequeñas.

- Exchange Traded Funds (ETFs): Según Bolsas y Mercados Españoles (BME, 2020) “Los ETFs o fondos cotizados son instrumentos de inversión híbridos entre los fondos de inversión y las acciones, de tal manera que reúnen la diversificación que ofrece la cartera de un fondo con la flexibilidad que supone poder entrar y salir de ese fondo con una simple operación en Bolsa.” Son, por tanto, fondos de inversión cuyas participaciones se negocian y liquidan exactamente igual que las acciones. Cabe destacar el auge que han tenido este tipo de productos en los últimos años debido a las pocas restricciones que el inversor tiene para entrar al mercado (no necesita un capital mínimo como en cualquier otro fondo) y las comisiones que cobran los gestores son bastante más bajas que las de los *mutual funds*.
- Hedge funds: también conocidos como fondos de cobertura o fondos de inversión libre. Son fondos de inversión que intentan maximizar la rentabilidad de la inversión sea cual sea la tendencia del mercado, incluso con mercados bajistas (lo que, en circunstancias normales, implicaría pérdidas) (CNMV,2020). “No tienen las restricciones de inversión que se imponen a los fondos tradicionales (*mutual funds*) , por lo que pueden elegir libremente los valores e instrumentos en los que invierten. Además, pueden emplear estrategias sofisticadas como ventas en

descubierto, apalancamiento, etc., algunas de las cuales incorporan un alto nivel de riesgo que el inversor debe conocer. Se trata de un grupo heterogéneo, en el que pueden encontrarse fondos con características y niveles de riesgo muy dispares” (Bestinver,2020) Las estrategias mencionadas anteriormente son de tipo activo y por regla general las comisiones que cobran los gestores de *hedge funds* son más elevadas que las de los *mutual funds*.

En esta última categoría es donde vamos a profundizar más y sobre la cual se va a centrar este trabajo ya que los *distressed funds* son un sector específico que se encuentra dentro de los *hedge funds*.

2.2 ¿Qué es un Distressed Fund?

Los *Vulture o Distressed Funds* (conocidos como fondos buitres en castellano) son un tipo concreto de *hedge fund*. No obstante, cuentan con la siguiente peculiaridad: utilizan su capital para invertir en activos muy depreciados, con alta probabilidad de impago conocidos como *distressed securities* (en los siguientes apartados se definirá y explicará con más profundidad este concepto). Su modelo de negocio consiste en comprar instrumentos de deuda en su mayoría de países insolventes o en dificultades a precios de ganga y tratar de recibir el pago completo de la deuda, a veces a través de litigios complicados y extensos que en muchas ocasiones el país no puede permitirse (Wozny, 2017). Por su naturaleza de inversión estos fondos están altamente apalancados. Además, es importante destacar que los *vulture o distressed funds* aparte de contar con gestores muy experimentados también tienen un buen equipo de abogados y juristas que les permiten ganar la mayoría de los litigios y demandas que presentan.

Aunque el mercado de *distressed debt* es en el que más invierte este tipo de fondos también suelen invertir bastante en activos inmobiliarios (*real state*). Además como son *hedge funds* también realizan las coberturas y arbitrajes propias de los fondos de cobertura. No obstante en los siguientes apartados se explicará con detalle los diferentes activos que utilizan los *distressed funds* para llevar a cabo su actividad.

Además, cabe destacar que el horizonte de inversión de los *distressed funds* es a corto plazo incluso todavía más corto que el de los *hedge funds* (Achleitner y Kaserer, 2005) Por lo general realizan inversiones bastante agresivas. Normalmente este tipo de fondos está formado por inversores con bastante conocimiento de los mercados financieros y con un capital considerablemente alto. Los *distressed funds* no están orientados al inversor medio o *standard* si no a un inversor más específico y con más conocimientos financieros.

2.3 Historia de los Hedge y de los Distressed Funds

El origen de los *hedge funds* (Noguer, 2008) suele situarse en los Estados Unidos de 1949 cuando Alfred Winslow Jones, doctor en sociología, estableció el primer fondo de cobertura en el que compraba títulos que consideraba infravalorados (posición larga) y vendía al descubierto valores que consideraba sobrevalorados (también denominadas posiciones cortas), de modo que el fondo se consideraba cubierto o, en su término en inglés, «*hedged*»: en caso de subir el mercado, sus posiciones largas subirían y se incurrirían en pérdidas en las ventas al descubierto; si el mercado bajaba, sus ventas al descubierto compensarían el menor valor de las posiciones largas lo que no supondría grandes pérdidas.

Sin embargo el auge de los *distressed funds* tuvo lugar varias décadas más tarde: “La inversión de los buitres se hizo más común durante el período en el que se producían numerosas quiebras en los años 80 y 90, cuando la declaración de quiebra se convirtió en algo común entre las empresas con grandes deudas” (Altman y Benheni, 2017). Como su propio nombre indica los *distressed funds* tienen su origen en la deuda corporativa en situación de *distress*. La mayoría de este tipo de fondos tuvieron su origen en Estados Unidos y a día de hoy la mayoría de los fondos siguen siendo originarios de ese país aunque han ampliado su rango de actuación a nivel internacional. También en los últimos años se han creado muchos fondos de este tipo en el Reino Unido.

Es importante destacar que el calificativo de buitre fue impuesto por la sociedad. La opinión pública a menudo etiqueta a estos fondos y a las tácticas que utilizan como depredadoras e inmorales porque se abalanzan, como buitres (*vulture* en inglés), para sacar provecho del cadáver (Wozny, 2017) Sin embargo, ellos prefieren denominarse *distressed funds* haciendo referencia al tipo de activos en el que invierten y también para

eliminar en la medida de lo posible la concepción negativa que mucha gente tiene sobre ellos.

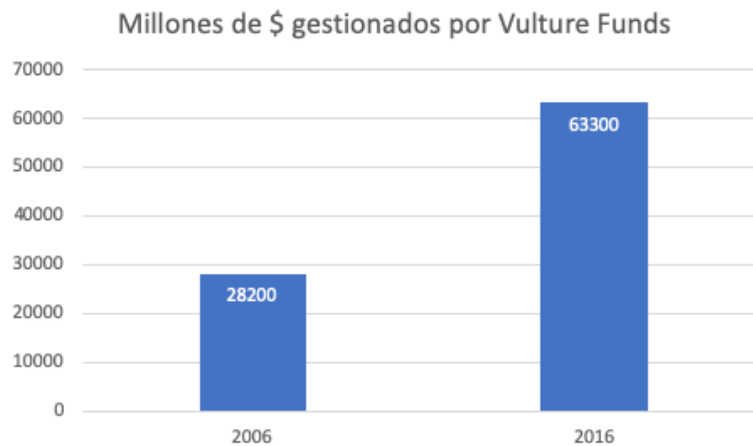


Gráfico 1: Millones de \$ gestionados por Distressed Funds
Fuente: elaboración propia a través de los datos de Wozny (2017)

Como vemos en la gráfica, en el año 2006 los *distressed funds* solamente gestionaban 28200 millones de dólares mientras que en junio de 2016 ese capital ascendía a 63300 millones de dólares. Por tanto podemos llegar a la conclusión de que estos fondos han crecido de manera exponencial en los últimos veinte años. Además la tendencia del mercado nos dice que cada año la cantidad invertida en *distressed funds* va a ser cada vez mayor.

2.4 Riesgo de crédito

Para entender bien la situación en la que se encuentran los activos que compran estos fondos es necesario estudiar el riesgo de crédito.

Primeramente debemos conocer que dentro de los mercados financieros los cuatro riesgos más importantes son los siguientes (Martin, 2018)

- Riesgo de mercado: hace referencia a la probabilidad de que una posición o una cartera pueda incurrir en pérdidas debido a cambios repentinos en el mercado ya sean estos relacionados con el precio, los tipos de interés, la volatilidad ...
- Riesgo de liquidez: se produce cuando no se pueden realizar transacciones porque no hay liquidez suficiente en el mercado. Un ejemplo de este riesgo se produce

cuando no puedes vender un paquete de acciones porque no hay nadie dispuesto a comprarlo es decir, no hay liquidez suficiente.

- **Riesgo operacional:** es aquel riesgo ligado a la realización de las transacciones. Normalmente depende de factores externos como los sistemas informáticos, problemas o errores del gestor ...
- **Riesgo de crédito:** “Entendemos por riesgo de crédito la probabilidad de que una de las partes pueda incumplir sus obligaciones contractuales, con las consiguientes pérdidas para la otra parte” (Martin, 2018) Dicho de otra manera, es la probabilidad de que una de las partes quiebre o haga *default*. Este tipo de riesgo es el más importante y en el que más nos vamos a centrar para entender bien los activos que compran los distressed funds.

El riesgo de crédito es calculado por las agencias de calificación (*rating agencies*) Estas son empresas independientes (Peiro, 2020) que analizan la calidad crediticia de los diferentes emisores de deuda ya sean públicos (bonos soberanos de países) o privados (bonos o deuda corporativa). Las tres principales agencias de valoración son las estadounidenses Standard & Poors, Fitch y Moody’s. “A través de sus calificaciones (‘ratings’) dan una medida de su solvencia y de la probabilidad de que se produzca un impago de sus obligaciones financieras. Los *ratings* sirven como referencia a los inversores en sus decisiones ya que les permite conocer de forma rápida el riesgo asociado a las mismas y, por tanto, la remuneración que pueden exigir” (Pariente, 2017)

Las escalas de valoración de cada una de las tres principales agencias de calificación son las siguientes:

		LARGO PLAZO			CORTO PLAZO		
		MOODY'S	STANDARD & POORS	FITCH IBCA.	MOODY'S	STANDARD & POORS	FITCH IBCA.
GRADO DE INVERSIÓN	AAA	AAA	AAA	AAA	PRIME 1	A1	F1
	Aa1	AA+	AA+	AA+	PRIME 2	A2	F2+
	Aa2	AA+	AA+	F2			
	Aa3	AA-	AA-	F2-			
	A1	A+	A+	A+	PRIME 3	A3	F3+
	A2	A	A	F3			
	A3	A-	A-	F3-			
	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	NOT PRIME	C	B+
	Baa2	BBB	BBB	BBB			B
	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-			B-
GRADO ESPECULATIVO	Ba1	BB+	BB+	BB+	D	SD	C+
	Ba2	BB	BB	BB			C+
	Ba3	BB-	BB-	BB-			C-
	B3	B+	B+	B+	R	R	D
	B2	B	B	B			
	B1	B-	B-	B-			
	Caa	CCC	CCC	CCC			
	Ca	CC	CC	CC			
	C	C	C	C			
	C	D	D	D			

Tabla 1: Escalas de valoración según Moody's, Standard & Poors y Fitch.

Fuente: Economipedia

Dentro de esta escala hay dos grandes grupos:

- Grado de inversión (*Investment Grade*): en esta categoría se encuentran los bonos mejor calificados y por lo tanto los más seguros ya que no hay indicios de riesgo de insolvencia. Esto indica que son los que menos probabilidad tienen de hacer default, normalmente los países y empresas que se encuentran dentro de esta categoría tienen una probabilidad de hacer default inferior al 5%. Sin embargo, los instrumentos de deuda de esta categoría son los que menos rentabilidad ofrecen. El plazo de los instrumentos de deuda con grado de inversión es mayor al de aquellos que se encuentran en la categoría de grado especulativo. Ejemplos de bonos corporativos de empresas calificadas con grado de inversión son Microsoft, Johnson & Johnson mientras que en bonos de países encontramos a Alemania y Estados Unidos.
- Grado especulativo (*High yield*): también conocidos como bonos basura (*junk bonds*), son los instrumentos de deuda más arriesgados y los peor calificados por estas agencias ya que hay más riesgo de impago por parte del emisor pero son los que más rentabilidad pueden llegar a dar si finalmente el Estado o la empresa logra hacer frente a la mala situación financiera y no quiebra. Aquí entra en juego el binomio rentabilidad-riesgo, cuanto más riesgo asumas más rentabilidad puedes llegar a obtener en el futuro. La probabilidad de que las empresas o países que están dentro de esta categoría hagan *default* es más alta que para *investment grade*, normalmente se sitúa entorno al 10 o el 15%. Ejemplos dentro de esta categoría son General Motors como bono corporativo y países como Grecia o Argentina.

Cabe destacar el importante papel de las agencias de rating ya que una valoración inadecuada puede causar pérdidas a un inversor si este piensa que está invirtiendo en un valor poco arriesgado pero en realidad el valor sí que tiene mucho riesgo.

2.5 ¿Qué tipo de activos compran los distressed funds?

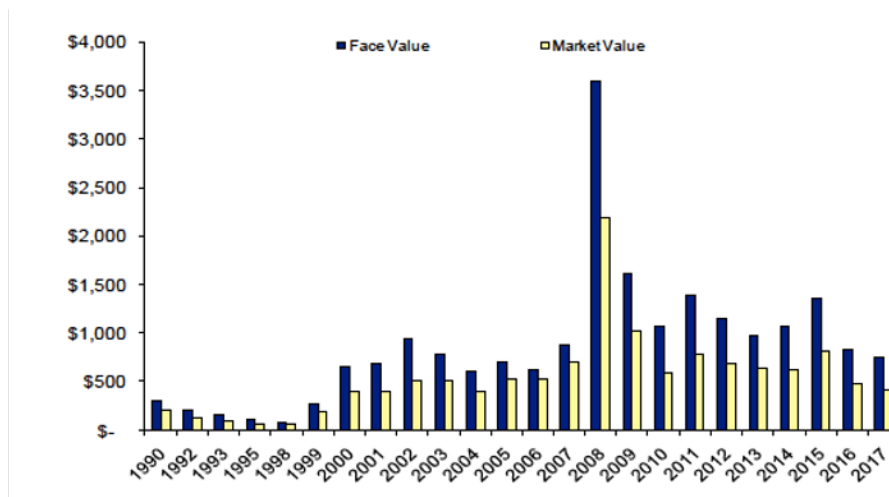
Después de analizar las propias páginas web de alguno de estos fondos se ha llegado a la conclusión de que invierten principalmente en dos principales categorías:

- Distressed Securities: “El término *distressed securities* se refiere a los valores de un gobierno o de una empresa que ha incumplido sus obligaciones, que está bajo protección por bancarrota o se encuentra en dificultades y se dirige hacia las situaciones mencionadas en un futuro próximo. Incluye todos los instrumentos de crédito que se negocian con un descuento significativo y tienen un margen sustancialmente más amplio que el promedio de la industria. La deuda en dificultades forma parte del mercado de préstamos apalancados y de alto rendimiento, y se califica como deuda de grado especulativo. Los títulos de deuda en dificultades más comunes son la deuda bancaria, los bonos, las reclamaciones comerciales y las acciones comunes y preferentes”. (Corporate Finance Institute, 2020) Esta categoría es la que más peso tiene dentro de todas las inversiones de los *distressed funds*.
- Real State: en lo que se refiere al sector inmobiliario los distressed funds también buscan propiedades que estén en momentos de dificultad. Normalmente buscan edificios o pisos que sean propiedad de los bancos porque sus anteriores dueños han incumplido sus obligaciones de pagos aunque en otras ocasiones también compran edificios enteros situados en zonas céntricas de ciudades con el objetivo de venderlos o alquilarlos posteriormente para sacarles algún rendimiento. Más adelante comentaremos algún caso concreto sobre *distressed funds* y *real state*.

2.5.1 Mercado de distressed securities

Como se ha comentado anteriormente el grueso de las inversiones de estos fondos son las *distressed securities* más en concreto *distressed debt* ya sea de entidades privadas (empresas) o públicas (países).

El mercado de las *distressed securities* ha aumentado muchísimo durante las últimas tres décadas tanto que ahora los *vulture funds*, sus principales inversores pueden argumentar de manera convincente que el mercado ha madurado hasta convertirse en una nueva y auténtica clase de activo, con un historial razonablemente largo de datos sobre el rendimiento y los atributos de riesgo. (Altman y Benhenni, 2019)



**Gráfico 2: Tamaño del mercado de distressed & defaulted debt entre 1990 y 2017.
Expresado en billones de dólares.**

Fuente: Professor Edward I. Altman estimates, NYU Salomon Center, and Altman & Kuehne (2018).

En esta gráfica podemos observar tres grandes aumentos considerables, uno entre los años 1999 y 2002, el siguiente en 2008 y el último de todos en el año 2015. El primer aumento se debe a la crisis de finales de los años 90 y principios de los 2000 cuando estalló la burbuja de las empresas “.com”, muchas de estas empresas hicieron default lo que contribuyó a que el tamaño del mercado de *distressed debt* se incrementara considerablemente. Además, hubo un aumento entre los años 2001 y 2002 por el denominado efecto llamada, ya que durante el año 2001 se llegaron a obtener rentabilidades de hasta el 40% en este mercado lo que atrajo a numerosos inversores el año siguiente (Altman y Benhenni, 2019).

Sin duda el pico más alto de todo el gráfico tuvo lugar en el año de la gran crisis financiera mundial, 2008. Cabe destacar que de esos 3500 mil millones de dólares solamente 600 mil millones (casi un 20%) provenían del gran primer banco que quebró durante esta crisis, Lehman Brothers (Altman y Benhenni, 2019). Además, es importante destacar que la diferencia entre *market value* y *face value* alcanzó su máximo histórico en este mismo año siendo el *face value* casi el doble del precio de mercado. Esto último hizo que los *distressed funds* encontraran una oportunidad de oro en este mercado ya que los precios de los activos se encontraban con descuentos de casi el 50%. Del año 2008 en adelante el mercado parece haberse reducido bastante pero no ha llegado a caer hasta el lugar en el que se encontraba antes de la crisis financiera.

Como es obvio el mercado de *distressed debt* está altamente relacionado con las crisis financieras, por tanto cuando tenga lugar la próxima crisis o recesión económica el mercado de deuda se disparará igual que en ocasiones anteriores.

Según Altman y Benhenni (2019) dentro de este mercado hay dos tipos fundamentales de deuda:

- Distressed debt: esta primera categoría son básicamente bonos, obligaciones o préstamos cuyo rentabilidad al vencimiento es igual o mayor que 10% (1.000 bps) por encima de la tasa de los bonos del gobierno de los Estados Unidos a 10 años y que todavía no han hecho *default*.
- Defaulted debt: aquellos bonos o préstamos de las empresas o Estados que ya han incumplido sus obligaciones de deuda (han hecho *default*) y se encuentran en periodo de reestructuración

2.6 Corporate Distressed Debt

Cuando los *distressed funds* compran bonos corporativos de empresas es porque saben que la compañía va a hacer *default* pronto y les interesa participar en la reestructuración de modo que cuando esta acabe tengan un papel relevante dentro de la compañía.

“En el caso de la mayoría de las empresas de los Estados Unidos, las prácticas formales de quiebra se rigen por la Ley de Reforma de la Quiebra de 1978 y, más recientemente, por la Ley de Reforma de la Quiebra de 2005. Las peticiones de quiebra se presentan en

uno de los 94 tribunales regionales de quiebras, a menudo basadas en la ubicación física de los activos de la empresa. Las empresas generalmente presentan una solicitud de liquidación en virtud del Capítulo 7 o de reorganización en virtud del Capítulo 11.” (Hotchkiss, John, Mooradian y Thorburn , 2008)

- Capítulo 7 de Bancarrota: “conocido como liquidación. Las empresas que experimentan esta forma de bancarrota ya han pasado la etapa de reorganización y deben vender cualquier activo no exento para pagar a los acreedores. En el Capítulo 7, los acreedores cobran sus deudas de acuerdo con la forma en que prestaron el dinero a la empresa, también conocido como "prioridad absoluta". Se nombra un fideicomisario, que se asegura de que se vendan todos los bienes garantizados y que el producto se pague a los acreedores específicos. Por ejemplo, la deuda garantizada serían préstamos emitidos por bancos o instituciones sobre la base del valor de un activo específico. Los activos y el efectivo residual que queden después de pagar a todos los acreedores garantizados se reúnen para pagar a los acreedores pendientes con préstamos no garantizados, como los titulares de bonos y los accionistas preferentes” (Norris, 2019)

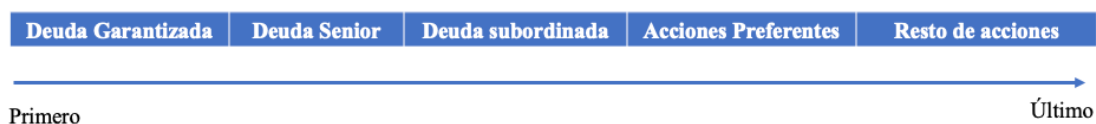


Figura 2: orden de prelación de cobro en concurso de acreedores

Fuente: elaboración propia

- Capítulo 11 de Bancarrota: también conocida como bancarrota de rehabilitación. “Las presentaciones bajo el Capítulo 11 se tratan como reorganizaciones corporativas, y se espera que la empresa en quiebra continúe como un negocio en marcha después de salir de la quiebra. De acuerdo con el objetivo de la reorganización, las principales disposiciones del Capítulo 11 están diseñadas para permitir que la empresa continúe operando. Para proteger a la empresa durante la reorganización, el Capítulo 11 impone una suspensión automática que detiene todo pago de intereses y capital a los acreedores e impide que los acreedores garantizados ejecuten sus garantías”. (Hotchkiss, John, Mooradian y Thorburn ,

2008). Durante el capítulo 11 la empresa se pondrá en contacto con sus acreedores para intentar cambiar los términos de los préstamos, como el tipo de interés y el valor en dólares de los pagos (Norris, 2019) , aquí es donde entran en juego los *vulture y hedge funds* que anteriormente habrán comprado deuda de la empresa con el objetivo de renegociarla después.

El equivalente en España al capítulo 7 sería declararse en concurso de acreedores mientras que el capítulo 11 correspondería a la suspensión de pagos.

Como se ha mencionado anteriormente a los *distressed funds* realmente les interesan las compañías que se encuentran en el capítulo 11. A partir de ese punto ya pueden comenzar a negociar la reestructuración de la compañía y tener un papel fundamental en la misma.

Según Altman y Benheni (2019) una vez que ya ha comenzado el proceso de reestructuración se pueden distinguir tres estrategias fundamentales que utilizan los *distressed funds*:

- Estrategia de control activo: requiere un tercio del valor de mercado para bloquear a los demás socios y la mitad en acciones para poder controlar la compañía. El objetivo fundamental de esta estrategia es tomar el control de la compañía a través de la deuda o el capital de la misma. Los *distressed funds* saldrán de esa inversión en un plazo de dos o tres años aproximadamente. Normalmente les da una rentabilidad de entre el 15 y el 25% anual, que puede llegar a ser mayor en los mercados emergentes.
- Estrategia de control no activo: en esta estrategia los *distressed funds* tienen influencia pero no tienen tanto poder como en la estrategia anterior. Saldrán de la empresa vía deuda o capital después de uno o dos años. Normalmente les genera una rentabilidad entre el 12 y el 20%
- Estrategia pasiva: simplemente estos fondos compran la deuda con el objetivo de obtener rentabilidad pero no controlar la empresa. Estas inversiones suelen durar entre seis meses y un año y la rentabilidad que ofrecen está entre el 12 y el 15%.

Es importante destacar que la tasa de empresas que se han recuperado tras haberse declarado en Chapter 11 es mayor cuando algún *distressed investor* o *distressed fund* se une a la junta directiva, se convierte en el CEO u obtiene el control de la empresa (estrategia de control activo). Según el análisis que hicieron Hotchkiss y Mooradian en 1997 sobre 288 empresas en quiebra o reestructuración observaron que cuando un *distressed fund* sigue activo en la dirección de la empresa después del Capítulo 11, la fracción de empresas que experimentan pérdidas es de apenas un 8%. Sin embargo, cuando hay pruebas de la participación de los buitres pero este inversor posteriormente se muestra pasivo en la empresa reestructurada, el rendimiento parece no ser el adecuado. Así pues, la presencia continua de *distressed investors* en el gobierno de la empresa reestructurada está altamente relacionada con diferentes medidas de éxito posterior a la quiebra.

2.7 Sovereign Distressed Debt

Por lo general los *distressed funds* suelen invertir en la deuda soberana de los países en vías de desarrollo (un caso muy relevante fue el de Zambia o Liberia) o en países a punto de hacer default (como Argentina o Grecia). Los países en vías de desarrollo normalmente satisfacían sus necesidades de financiación externa mediante préstamos multilaterales o bilaterales con gobiernos de otros países o con los grandes bancos. Sin embargo, a medida que se desregularon las corrientes financieras internacionales, el panorama de la financiación soberana cambió drásticamente. En lugar de satisfacer sus necesidades de financiación mediante un préstamo de un gran banco internacional, los países comenzaron a emitir bonos que podían ser comprados por miles de inversores. Así, a medida que los países comenzaron a aumentar su interconexión con los mercados financieros mundiales, esto abrió la puerta a las acciones de los *distressed funds*.(Munevar, 2017)

También, es conveniente saber que cuando los *distressed funds* invierten en deuda soberana de un determinado país tienen rentabilidad asegurada ya que si compran bonos u obligaciones de ese país y finalmente consigue recuperarse y no hacer default obtendrán una alta rentabilidad. Por otro lado si el país finalmente se declara en bancarrota estos fondos también ganarán dinero aunque de una manera más lenta ya que demandarán al país en tribunales extranjeros para cobrar la deuda y los intereses devengados durante todo el litigio. A estos fondos no les importan demasiado las reestructuraciones que suelen

ofrecer los países después de la bancarrota ya que los *distressed funds* siempre las van a rechazar para demandar posteriormente al país. Por regla general este tipo de fondos suele utilizar la jurisdicción estadounidense para demandar a los países emisores de deuda, ya que al ser en su mayoría originales de ese país es la normativa que mejor conocen.

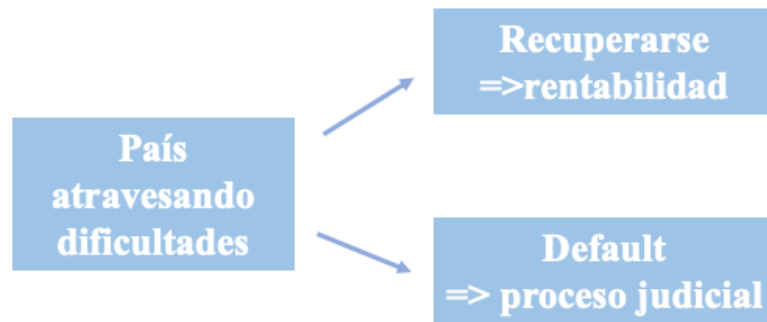


Figura 4 ¿Cómo ganan los *vulture funds* cuando compran deuda soberana?

Fuente: elaboración propia

3.DISTRESSED FUNDS Y PRODUCTOS DEL TESORO

Normalmente en épocas de crisis la deuda soberana de países y Estados se convierte en una oportunidad muy buena para los *distressed funds*. Durante estos periodos de recesión y crisis económica el rating de los países empieza a bajar hasta que llegan a estar catalogados como *speculative grade* lo que les permite a los *distressed funds* comprar deuda soberana a precios exageradamente bajos. Los casos más recientes e importantes han tenido lugar en Argentina, Grecia o Puerto Rico.

3.1 Crisis financiera de Argentina

3.1.1 Contexto

En el año 1998 Argentina entró en una gran recesión que vino seguida de una fuerte crisis financiera. En el año 2001 el país soportó una caída del PIB de más del 28%, una inestabilidad social enorme ya que más del 57,5% de la población argentina se encontraba bajo el umbral de la pobreza y además la tasa de desempleo se disparó a más del 20%, lo que produjo disturbios y enfrentamientos en el país que causaron 39 muertos y numerosos heridos. (Guzmán y Stiglitz, 2016)

Esto culminó en diciembre de ese mismo año cuando el gobierno argentino puso en marcha una serie de medidas económicas que se conocen como corralito financiero. Una de las medidas que más enfado y crispación suscitó a la población fue aquella que limitó la cantidad de ahorros que los ciudadanos podían extraer de los bancos para limitar la fuga masiva de capitales hacia Estados Unidos que estaba teniendo lugar. Esta fuga de capitales era tan masiva ya que durante ese periodo de tiempo todavía estaba vigente la paridad entre el peso argentino y el dólar americano. Otra de las medidas aprobada por el gobierno de De La Rúa fue acabar con esta paridad. Se calcula que la fuga de capitales en Argentina durante el período 1992-2001, años en los que estuvo vigente la paridad entre el peso y el dólar, ascendió a 60.412 millones de dólares (unos 54300 millones de euros), según el informe realizado por una comisión legislativa. (El País, 2003)

En diciembre del año 2001 tuvo lugar la dimisión del presidente del gobierno De La Rúa y del que fuera su ministro de economía Domingo Cavallo. Dos días más tarde de que

ocurrieran las dimisiones del presidente y del ministro, el 23 de diciembre de 2001 Argentina declaró el cese de pagos de su deuda soberana es decir, hizo *default*.

Este default es conocido por ser el mayor cese de pagos de la era moderna, la cantidad total de mora involucró a bonos soberanos por valor de 85.000 millones de dólares. (El Economista, 2010) Afectó a 150 bonos diferentes, denominados en seis monedas diferentes, y emitidos bajo ocho diferentes jurisdicciones legales. (Guzmán, 2016)

3.1.2 *Distressed Funds* inversores de Argentina

En total 23 *distressed funds* invirtieron en deuda soberana argentina, de esos 23 los más importantes y conocidos son:

- NML Capital
- Aurelius Capital
- Dart Management
- Blue Angel Capital
- Bracebridge Capital
- Olifant Fund
- Montreux Partners.

De todos los anteriores el que más participó en el proceso de reestructuración y posterior juicio fue NML Capital, una subsidiaria de Elliott Management Corporation, un fondo de inversión estadounidense fundado y codirigido por Paul Singer en 1977. A fecha de 31 de diciembre de 2019 este fondo controla un capital de 40,2 billones de dólares. (Elliot Management Web, 2020) Su fundador Paul Singer es conocido por ser un importante contribuyente del Partido Republicano estadounidense.

3.1.3 Proceso de reestructuración

Después de que tuviera lugar el *default* Argentina comenzó el proceso de reestructuración de su deuda. Hubo numerosas ofertas de canje pero ningún fondo de los 23 que hemos mencionado anteriormente las aceptó, cabe destacar que el 93% de los acreedores restantes si que lo hizo. También es importante destacar que después de que Argentina hiciera *default* numerosos fondos siguieron comprando deuda del país lo que como hemos explicado anteriormente se conoce como *defaulted debt*. Como ya se ha explicado

anteriormente los *distressed funds* raramente se acogen a las reestructuraciones propuestas por los países ya que el dinero y la rentabilidad que pueden llegar a conseguir si demandan al país y ganan el juicio es mucho mayor que si se acogen a la reestructuración propuesta.

3.1.4 Litigio NML contra Argentina

En los dos años posteriores que siguieron al default se iniciaron 41 procesos judiciales contra el Estado Argentino (Kupelian y Rivas, 2014). Todos los *distressed funds* mencionados anteriormente demandaron al Estado de Argentina en diferentes jurisdicciones hasta que finalmente en 2016 tras catorce largos años de juicio el tribunal de Nueva York falló a favor de estos fondos. Después del fallo del tribunal neoyorquino el Estado argentino tuvo que pagar las siguientes cantidades de dinero a los *distressed funds*:

VULTURE FUNDS	PAGO	INTERESES	TASAS LEGALES
NML Capital Ltd.	\$ 2.390.120.122,89	\$ 10.379.124,00	\$ 26.111.111,00
EM Ltd.	\$ 849.201.747,00		
FFI Fund Ltd.	\$ 524.216.734,89	\$ 275.936,00	\$ 26.111.111,00
Aurelius Capital Master Ltd.	\$ 405.464.794,89	\$ 2.900.136,00	\$ 26.111.111,00
Blue Angel Capital I LLC	\$ 383.012.906,89	\$ 2.301.391,00	\$ 26.111.111,00
FYI Ltd	\$ 340.112.110,89	\$ 183.840,00	\$ 26.111.111,00
Montreux Partners LP	\$ 308.560.843,00		
Capital Ventures International Ltd.	\$ 221.833.952,53		
Aurelius Capital Partners LP	\$ 142.693.986,89	\$ 336.723,00	\$ 26.111.111,00
Capital Markets Financial Services	\$ 110.468.850,45		
Aurelius Opportunities Fund II LLC	\$ 106.949.842,89	\$ 1.164.497,00	\$ 26.111.111,00
ACP Master Ltd	\$ 81.655.773,89	\$ 945.090,00	\$ 26.111.111,00
Olifant Fund Ltd	\$ 44.023.625,89	\$ 855.764,00	\$ 26.111.111,00
Procella Holdings LP	\$ 37.866.814,00		
VR Global Partners LP	\$ 35.508.705,00		
Lightwater Corp Ltd	\$ 9.634.370,00		
Rafael Settin	\$ 3.235.439,00		
Paolo Ercolani	\$ 1.008.964,48		
Old Castle Holdings Ltd	\$ 963.437,00		
Tortus Capital Master Fund, LP	\$ 739.265,25		
Los Angeles Capital			
Wilton Capital Ltd.			
Cordoba Capital			
Total	\$ 5.997.272.387,72	\$ 19.342.051,00	\$ 235.000.000,00

Tabla 2: Cantidad a pagar a los Vulture y Hold Out Funds tras el fallo del tribunal de 2016 (en \$ americanos)

Fuente: Cámara de diputados de la Nación Argentina, N° 95

Catorce años después del default de Argentina los *distressed funds* demandantes consiguieron recuperar el 100% de la inversión que realizaron, no perdieron absolutamente nada de dinero. Como podemos ver en la tabla, Elliot Management a través

de su subsidiaria NML capital obtuvo 2,4 mil millones de dólares, lo que supone un rendimiento del 392% sobre el valor original de los bonos. (Stevenson, 2016)

3.2 Crisis financiera de Grecia

3.2.1 Contexto

Aunque la crisis financiera griega coincidiera en espacio y tiempo con la crisis financiera mundial de 2008 las circunstancias en el país eran otras. Desde el año 2009 las agencias de valoración comenzaron a bajar el rating del país, ese mismo año el déficit del país se elevó hasta el 15,4% del PIB (Missé, 2010) . En 2010, antes de que llegara el primer rescate de la Unión Europea se llegaron a emitir bonos y productos del tesoro hasta en seis ocasiones, la suma total de todos estos productos emitidos superó los 20.000 millones de euros. Además durante ese mismo año el país heleno vivió ocho huelgas generales en un solo año. A partir del año 2011 Grecia ya pasó a estar catalogada como bono basura, lo que supuso un gran atractivo para los inversores ya que el tipo de interés de los productos emitidos no hacía más que subir. Como vemos en este gráfico el pico máximo de rentabilidad se alcanzó el 1 de febrero de 2012 cuando la rentabilidad del bono griego a 10 años llegó a ser del 36,59%:

Resumen de rentabilidad sobre el bono Grecia 10 años



Gráfico 4 Evolución de la rentabilidad del bono a 10 años griego

Fuente: Investing.com

Para que Grecia no hiciera default la Unión Europea tuvo que rescatar al país en tres ocasiones la primera en 2010, más tarde en 2012 y por último en 2015. En junio de 2015 antes de que la Eurozona aprobara el tercer y último rescate entraron en vigor las medidas conocidas como “corralito”, los bancos y la bolsa del país estuvieron cerrados desde el 29 de junio hasta el 7 de julio y se limitó la retirada de efectivo a un máximo de 60 € diarios (Agencia EFE, 2018) Es importante destacar que Grecia casi diez años después de que fuera rescatada por primera vez ha sido a finales de 2018 cuando Grecia ha dejado de recibir las ayudas progresivas por parte de la Unión Europea. La cantidad total que ha recibido el país heleno durante los últimos diez años ha ascendido a 326.000 millones de euros. (Valero, 2018)

3.2.2 Vulture funds inversores de Grecia

El fondo que más capital tenía invertido en deuda soberana griega era Dart Management, un fondo de inversión con sede en las Islas Caimán (conocidas por ser un paraíso fiscal) fundado en 1980 por Kenneth Dart. Al igual que en Argentina Elliot Management también había invertido un capital considerable en deuda griega. Cuando estos dos fondos compraron bonos griegos estos se vendían a un precio del 50% de su valor nominal, el precio había bajado tanto debido a la situación que estaba atravesando el país.

3.2.3 Restructuración y pago a los *distressed funds*

Grecia anunció en mayo de 2012 que había realizado un pago de 436 millones de euros en bonos a los inversores que rechazaron el histórico acuerdo de renovación de la deuda del país en marzo del mismo año (Thomas, 2012). Lo que hizo el gobierno griego fue indemnizar a los buitres antes de que estos emprendieran acciones legales contra el país como había pasado años antes en Argentina. El 90% de este dinero fue para Dart Management y el 10% restante para Elliot Management que en esta ocasión no tenía tanto dinero invertido. Estos dos *distressed funds* recibieron el 100% del valor nominal de los bonos que habían comprado previamente sin ninguna quita. Mucha gente reprochó esta medida del gobierno griego ya que el 97,5% de los inversores individuales que compraron deuda y aceptaron la reestructuración asumieron unas pérdidas bastante grandes mientras que los *distressed funds* salieron muy beneficiados en este aspecto.

4. VULTURE FUNDS Y REAL STATE

El mercado del real state está altamente relacionado con el de *distressed debt*, normalmente los fondos buitres compran paquetes de préstamos calificados como *high yield*. Por lo general estos paquetes incluyen préstamos hipotecarios que no han sido pagados y por consecuencia al deudor se le ha privado de su garantía, en este caso un activo inmobiliario.

4.1 Vivienda pública Madrid

La primera operación conocida de los *distressed funds* en España fue la venta de viviendas públicas pertenecientes al IVIMA (Instituto de la Vivienda de Madrid). En octubre de 2013 cuando Ana Botella era alcaldesa de Madrid se vendieron 18 promociones inmobiliarias (donde había 1860 viviendas públicas) a dos *distressed funds* del grupo Fidere, una sociedad de inversión inmobiliaria subsidiaria (SOCIMI) del fondo Blackstone. Estas promociones que incluían 5315 inmuebles incluidos garajes y trasteros se vendieron por 128,5 millones de euros (León, 2019) Esta venta fue muy criticada por gran parte de la población ya que los desahucios de estas 1860 viviendas afectaron a más de 3000 familias. De hecho, Ana Botella y ocho miembros más de su equipo llegaron a estar imputados y condenados a pagar 26 millones de euros por unas supuestas irregularidades que habían tenido lugar en la transacción. Finalmente en 2018 el Tribunal de Cuentas concluyó que no existían elementos suficientes para continuar el procedimiento y pidió el archivo de la causa. (León, 2019)

La persona que de alguna manera intermedió para que los *distressed funds* aterrizaran en España fue Ismael Clemente, que actualmente es consejero delegado de Merlin Properties, que es la SOCIMI más grande de nuestro país. En el año 2012, Clemente creó la gestora Magic Real State y convenció al fondo estadounidense Blackstone de las posibilidades de inversión que había en España. (López, 2020)

Muchos economistas y expertos en el tema no culparon a los fondos buitres tras esta operación si no a la Administración Pública. Entre ellos Ismael Clemente que en una entrevista para el programa Salvados en 2013 afirmó lo siguiente: “Sobreendeudarse para construir vivienda social fue un gravísimo error” El gran problema de este caso es que la

vivienda pública que se había construido en Madrid fue financiada por agentes externos en su mayoría bancos que al cabo de unos años reclamaban los beneficios de su inversión.

Es cierto que es un la vivienda pública es un tema bastante escabroso y comprometedor ya que las viviendas sociales son muy importantes y necesarias para un determinado sector de la población. Por otro lado, en muchas ocasiones hay intereses creados detrás de construir estas viviendas ya que se pueden traducir en muchos votos en las próximas elecciones.

4.2 Vivienda propiedad de los bancos en España

Como ya se ha comentado anteriormente, los *distressed funds* entraron en España tras la gran crisis económica de 2008 que en nuestro país coincidió con el estallido de la burbuja inmobiliaria. Todas las viviendas que se construyeron a un ritmo vertiginoso comenzaron a quedarse vacías porque sus dueños no podían hacer frente a la hipoteca que previamente habían firmado con el banco. Estas viviendas fueron en su mayoría embargadas y la consecuencia de esto fue que de repente los bancos se convirtieron en dueños de una cantidad bastante grande de viviendas, parcelas y edificios que les perjudicaban sus balances y que además no tenían salida en el mercado ya que prácticamente nadie estaba dispuesto a comprarlos en ese momento.

“Los bancos empujados por las regulaciones del BCE y del Banco de España, se han apresurado a deshacerse de unas viviendas, solares y oficinas que quemaban en sus balances”. (Doncel, 2018) ¿Entonces, quienes fueron los únicos dispuestos a comprar estos activos inmobiliarios? Los *distressed funds*.

Realmente los bancos no buscaban beneficios ni altas rentabilidades con estas operaciones si no simplemente deshacerse de estos activos que tantos riesgos y pérdidas les estaban generando en sus balances. Gracias a los *distressed funds* el riesgo inmobiliario de la banca española bajó de los 190.000 millones de euros en 2016 a 95.000 millones a finales de ese mismo año (Doncel 2018).

Los *vulture o distressed funds* que más presencia tienen en nuestro país son:

- Cerberus Capital Management: fondo de inversión estadounidense fundado en 1992 por Steve Feinberg y William L. Richter. Este fondo es conocido porque en 2007 compró el 80% de la compañía automovilística Chrysler y por ser uno de los *vulture funds* que más activos gestiona en España a través de su filial Haya Real State.
- Blackstone: fondo de inversión estadounidense fundado en 1985 por Peter Peterson y Stephen Schwarzman que previamente habían trabajado para Lehman's Brothers. La principal actividad de este fondo de inversión es el capital riesgo sin embargo el salto de Blackstone al negocio de la deuda se impulsó especialmente tras la crisis financiera de 2008 y llevó al fondo a formar parte del grupo de los temidos fondos buitres. La filial inmobiliaria de Blackstone (Fidere) también sacó partido a la gran recesión. Abarca ya activos por valor de 140.000 millones de dólares y sigue creciendo con transacciones record. (Ruiz de Gauna y Arroyo, 2019)
- Oaktree Capital Management: fondo de capital riesgo fundado en 1995 por Bruce Karsh, cotiza en la bolsa de Nueva York desde abril de 2012. En marzo de 2019 su principal rival Brookfield Asset Management (un *distressed fund* canadiense) compró el 62% de Oaktree lo que dio lugar a la creación de un gigante de la gestión alternativa con alrededor de 475.000 millones de dólares bajo gestión y unos ingresos por comisiones de 2500 millones. (Expansión, 2019)
- Lone Star Global Acquisitions : fondo de capital privado fundado en 1995 por John Grayken. Gestiona 20 fondos de capital privado diferentes lo que se traduce en un capital bajo gestión de 85.000 millones de dólares.

En los últimos años estas ventas de activos inmobiliarios han ido teniendo lugar con el objetivo de eliminar por completo las viviendas de los balances de los bancos:

En noviembre de 2017 se anunció la venta del 80% de los activos inmobiliarios de BBVA a Cerberus Capital Management. El objetivo principal de esta venta fue reducir a niveles mínimos el riesgo inmobiliario y avanzar en la consecución de los objetivos del sector y de sus propios supervisores. La cartera que cuenta con activos inmobiliarios en Cataluña, Madrid y Valencia se tasó en 5000 millones de euros recibiendo el banco 4000 millones de euros por su venta (Doncel 2018). Como afirmó Carlos Torres, cuando todavía era consejero delegado de BBVA “La operación es sumamente importante porque reduce de manera muy significativa nuestra exposición a una actividad ajena a nuestro negocio principal y nos permite reforzar nuestro proceso de transformación”

A mediados de 2018 CaixaBank también llegó a un acuerdo para vender el 80% de sus activos inmobiliarios a los fondos Lone Star Fund X y Lone Star Real State Fund V. Para que la transacción se pudiera cerrar se creó una sociedad conjunta de la que el fondo es dueño del 80% y el banco del 20% restante. Además, el acuerdo incluye el traspaso de la *servicer* de CaixaBank, Servihabitat. (Sarriés, 2018) Para Para Gonzalo Gortázar (2018), consejero delegado de CaixaBank, se trata de una “operación que supone adelantar varios años nuestros objetivos estratégicos de reducción de activos improductivos, permitiendo posicionar a CaixaBank como uno de los bancos con el balance más saneado del mercado español”

En septiembre de 2018 Banco Santander alcanzó un acuerdo con una filial de Cerberus Capital Management L.P. (“Cerberus”) para la venta de una cartera de inmuebles residenciales por un importe de unos 1.535 millones de euros, lo que supone el 55% de su valor bruto contable. Esta cartera de adjudicados está integrada por 35.700 inmuebles, incluidos garajes y trasteros, y será gestionada por Haya Real Estate, una sociedad de gestión de inmuebles filial del grupo Cerberus. (Banco Santander, 2018) Sin embargo, el Banco Santander ya realizó una operación similar a esta. Fue en verano de 2017 cuando vendió el 51% del negocio inmobiliario del desaparecido Banco Popular al fondo Blackstone (Abril, 2019). Esta transacción culminó con la creación de una sociedad conjunta entre el banco y el fondo llamada Project Quasar Investments. Esta sociedad tuvo unos beneficios de 1023 millones de euros en 2018 sin embargo cerró el pasado año con unas pérdidas de 714 millones de euros (Cinco Días, 2020)

En verano del pasado año el Banco Sabadell vendió también dos carteras de activos inmobiliarios “Challenger” y “Colliseum” al fondo Cerberus Capital Management por un importe total de 314 millones de euros. (Díaz 2019) De hecho un mes más tarde Sabadell se desvinculaba totalmente del sector inmobiliarios vendiendo su promotora Solvia Desarrollos Inmobiliarios por 882 millones de euros a Lindorff, una entidad controlada por Oaktree Capital Management (Cinco Días, 2019)

Gestores de estos fondos afirman que “Si no fuera por estos fondos, España no habría salido de la crisis. Se han quedado con activos a bajo precio, sí, pero porque eran los únicos dispuestos a jugarse su dinero en un país considerado entonces radioactivo” (Doncel, 2018)

4.3 Real State y vivienda fuera de España

No ha sido nuestro país el único en el que los *distressed funds* se han adentrado en el mercado inmobiliario.

4.3.1 Irlanda

El caso de Irlanda es muy parecido al de España ya que el estallido de la burbuja inmobiliaria allí también tuvo un impacto muy grande. Miles de hipotecas y viviendas fueron vendidas a los *distressed funds*. Según Attracta Mooney periodista del Financial Times: los *distressed funds* “proporcionaron un capital muy necesario para la economía de Irlanda, en un momento en el que muchos otros inversores se habían retirado del país tras el rescate internacional de 2010” Desde entonces, estas empresas de inversión se han convertido en algunos de los mayores terratenientes y proveedores de hipotecas de Irlanda, y generaron grandes beneficios después de que el mercado inmobiliario de la república se recuperara. Los precios de las propiedades residenciales aumentaron un 8% en 2016, según las cifras oficiales.

Los fondos que más han invertido en el real state irlandés son Lone Star, Cerberus Capital y Mars Capital. Este último fondo que todavía no se había mencionado en el trabajo es de origen británico y tiene la peculiaridad de que solamente administra y gestiona hipotecas.

4.3.2 Estados Unidos

Al igual que en los dos países que se han mencionado anteriormente los *distressed funds* hicieron muchísimo negocio después de la crisis financiera de 2008. La crisis de las hipotecas *subprime*, desencadenada por la flexibilización de las normas de suscripción en la industria de los préstamos para vivienda y la caída de los precios de la vivienda, ha creado oportunidades para los fondos buitre donde durante años no había ninguna (Chasan, 2008).

Los objetivos principales de estos fondos fueron aquellos inversores que compraron viviendas con fines de inversión cuando el mercado estaba muy alto. Cuando el mercado inmobiliario comenzó a bajar estos inversores empezaron a tener pérdidas y los *distressed funds* se convirtieron en una vía perfecta para poder salir del mercado.

Por otro lado, es importante destacar que muchos de estos fondos ayudaron a un número bastante grande de americanos ya que ayudaron a muchos de estos a reducir el tamaño de los préstamos. ¿Cómo era esto posible? las hipotecas estaban siendo refinanciadas a través de prestamistas que trabajan con agencias gubernamentales como la Administración Federal de la Vivienda. Esto permite que los fondos se embolsen grandes beneficios mediante la reventa de nuevos préstamos asegurados por el gobierno a otras agencias federales, que luego agrupan las hipotecas en valores para su venta a los inversores. Sin embargo, el acuerdo transfiere casi todo el riesgo de los préstamos al gobierno federal. (Story, 2009)

Como afirmó Howard Glaser, consultor de la industria financiera y ex funcionario del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano: "Desde el punto de vista del prestatario, aterrizar en un fondo de cobertura o un fondo de capital privado que esté dispuesto a amortizar el capital es un regalo" Este fue el caso del matrimonio Alva, en diciembre de 2008, la pareja recibió una carta diciendo que una empresa había comprado la hipoteca de su casa en Pico Rivera, California, a Chase Home Finance por menos de su valor original. "Queremos compartir este descuento con ustedes", decía la carta. . Lo que decía la carta era totalmente cierto. El saldo de la hipoteca de los Alva's se redujo finalmente de 440.000 a 314.000 dólares. (Story, 2009)

4.4 Actualidad

En la actualidad, fondos como Blackstone a través de su Socimi Fidere están comenzando a poner a la venta parte de las viviendas que habían comprado después de la crisis. “En la cartera residencial de Fidere que sale al mercado, con valor de entre 150 y 200 millones, se encuentran esa porción de las antiguas casas sociales en Madrid, pero también otras libres en los municipios madrileños de Torrejón, Getafe, Móstoles, Colmenar además de en Barcelona y Guadalajara” (Cinco Días, 2019) Como vemos, en este paquete se mezclan las viviendas compradas al IVIMA con las que posteriormente fueron compradas a los bancos. Sin embargo a estas viviendas ya les ha concluido el plazo de la protección pública y funcionan como vivienda libre, lo que aumenta su valor. (Cinco Días, 2019) Pero finalmente en esa cartera Blackstone no puede incluir el 15% de las viviendas sociales ya que el juzgado número 38 de Madrid ha impuesto unas medidas cautelares entre las cuales se incluye la prohibición de vender o alquilar los inmuebles sin informar de que todo el lote se encuentra inmerso en un proceso judicial (León, 2019)

No obstante esta venta no quiere decir que los fondos estén desinvirtiendo ni mucho menos, simplemente van cambiando de estrategias y se van adaptando a la situación actual como pueden.

Sin ir más lejos ahora mismo el Banco Santander está cerrando la venta de tres carteras por un importe total de 5500 millones de euros. Son tres paquetes de activos problemáticos, uno de hipotecas morosas, por 2700 millones de euros, otro de colaterales ligados al ladrillo, por unos 2100 millones de euros y una cartera de crédito al consumo por 600 millones de euros. El paquete de crédito al consumo ya tiene comprador mientras que el de hipotecas morosas se lo están disputando el fondo canadiense CPPIB y Cerberus Capital Management. Por otro lado, Bayview Asset Management se ha interesado por la cartera de colaterales ligados al ladrillo.

5. DISTRESSED FUNDS EN LA ACTUALIDAD

Ya que las operaciones que se han comentado anteriormente han tenido lugar hace unos años es conveniente analizar en qué están invirtiendo los *distressed funds* en estos momentos.

5.1 Reino Unido y Brexit

Una inversión importante fue la que realizaron estos fondos en Reino Unido meses antes de que tuvieran lugar las elecciones legislativas del pasado 12 de diciembre. Los *distressed funds* apoyaron a Boris Johnson ya que el modelo económico que propone es muy desregularizado y totalmente apartado de la Unión Europea. “La prueba de ese apoyo está en las donaciones de los fondos buitres a Johnson, que según Bloomberg han superado las 400.000 libras en el último año, además de otro medio millón en donaciones al Partido Conservador” (Oppenheimer, 2019).

Por otro lado, fuentes contrarias al partido conservador acusaron a los *distressed funds* de haber invertido más de 8.000 millones de libras en inversiones a corto (*short-selling*) a favor de un Brexit duro y sin acuerdo. Aunque en nuestro país las inversiones a corto están prohibidas, en el Reino Unido es algo bastante habitual. Crispin Odey, propietario de Odey Asset Management y amigo personal del ahora Primer Ministro Boris Johnson ganó más de 200 millones de libras apostando en corto durante el referéndum de 2016. Esta polémica generó mucho debate y algunos como Iain Begg, investigador de la London School of Economics afirmó en 2019: "Soy escéptico sobre la idea de que los fondos, de forma genérica, no quieren que haya acuerdo, aunque entre ellos hay ardientes partidarios del Brexit como Crispin Odey. Pueden tener la esperanza de que, con el Brexit, el Reino Unido va a desregular los servicios financieros de una forma que ellos puedan explotar"

Desde el día 31 de enero Reino Unido no forma parte de la Unión Europea, tendremos que esperar para ver como desarrolla Johnson su política económica y si desregula finalmente o no a la City.

5.2 Petróleo

En los últimos meses el petróleo y las empresas relacionadas con él se han convertido en activos muy interesantes para los *distressed investors*. El precio del barril de Brent se encuentra en mínimos históricos, su precio se ha reducido un 29% hasta situarse en los 32 dólares.



Gráfico 4: evolución del precio del Barril de Brent antes del COVID19

Fuente: Investing.com

Como vemos en esta gráfica desde el pasado 4 de marzo el precio del barril de petróleo comenzó a bajar pero fue el día 8 de marzo cuando el precio llegó a su mínimo, situándose en los 32,38 dólares. No obstante podemos observar como ha repuntado en los últimos días pero debido a la coyuntura del coronavirus es muy probable que el precio del petróleo siga oscilando en niveles muy bajos.

Este desplome ha llamado la atención de varios multimillonarios, algunos de ellos propietarios de fondos de inversión y especializados en *distressed events*, a introducirse en el mercado del petróleo. Sam Zell, propietario y fundador de Equity Group Investments se ha asociado con Thomas J. Barrack (propietario de Colony Capital) para comprar activos petroleros en California, Colorado y Texas.

Recientemente han cerrado una inversión de 320 millones de dólares con California Resources Corporation, empresa petrolera que cotiza en la bolsa de Nueva York. Zell afirmó tras la inversión "El vendedor era una gran compañía - no estaba en problemas pero no era terriblemente líquida, y por lo tanto buscaba maneras de, en efecto, conseguir que alguien más pusiera el dinero para mantener el juego en marcha" De hecho hay empresas que ya han empezado a alertar a sus inversores: en noviembre del pasado año Chesapeake Energy Corp. que fue la segunda mayor productora de gas natural de EE.UU., advirtió a sus inversores que podría no ser viable como "empresa en marcha" si persisten los bajos precios del petróleo y el gas. (Adams-Heard, 2019)

No obstante, debido a la pandemia del COVID 19 el precio del petróleo ha seguido bajando muchísimo:



Gráfico 5: Evolución del precio del barril Brent durante la pandemia del COVID19

Fuente: Investing.com

Esta segunda gráfica muestra como el precio del petróleo ha seguido bajando, el precio mínimo se alcanzó el 27 de marzo, cuando el precio del barril de Brent estaba en \$24,63. Por tanto podemos concluir que los *distressed funds* van a seguir interesándose por compañías de este sector ya que no van a ver mejorada su situación después de esta pandemia.

6. REGULACIÓN Y FUTURO DE LOS DISTRESSED FUNDS

En numerosas ocasiones varios países han intentado frenar y regular las actuaciones de los *vulture o distressed funds*. La necesidad de crear una regulación nace en los casos en los que los *distressed funds* compran deuda soberana de países, especialmente de países en vías de desarrollo o en aquellos que están a punto de declararse en bancarrota ya que es cuando estos fondos ejercen más presión sobre los países. Es importante destacar que los gobiernos de los países siempre se refieren a estos fondos como *vulture* y nunca como *distressed* para darles una connotación más negativa todavía.

En Estados Unidos la congresista Maxine Waters del partido demócrata presentó en agosto de 2008 la primera legislación anti-*vulture funds* sin embargo, ese proyecto de ley fue archivado. En 2009 Waters volvió a presentar el mismo proyecto de ley pero bajo el nombre de "Stop Vulture Funds-Bill". El objetivo de esta ley era proteger a los países pobres de los fondos buitres y evitar que estos fondos utilizaran los tribunales estadounidenses para demandar a estos países como en el caso de Argentina. La congresista afirmó en 2009 que "La Ley de Detención de los Fondos Buitres protegería a los países empobrecidos de las prácticas depredadoras de los fondos buitres y permitiría a estos países utilizar sus limitados recursos para satisfacer las necesidades de sus pueblos". Ambos proyectos de ley fueron remitidos al Comité Judicial y el Comité de Servicios Financieros, pero ninguno de los dos se llegó a votar.

Por otro lado en el Parlamento del Reino Unido se aprobó en abril de 2010 la *Debt Relief (Developing Countries) Act (DRA)*, conocida en castellano como Ley de alivio de la deuda para países en vías de desarrollo. Esta ley se promulgó en respuesta a las demandas que habían interpuesto varios *vulture funds* en los tribunales británicos a los países de Liberia y Zambia después de que estos hubieran hecho default. El propósito fundamental de esta ley es parecido al de Waters en Estados Unidos, evitar que los *vulture funds* utilizaran los tribunales del Reino Unido para demandar a estos países en el futuro. Lo que hizo la DRA fue mejorar la iniciativa Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) lanzada en 1996 por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. La iniciativa HIPC fue diseñada para asegurar que los países más pobres del mundo no se vieran abrumados por cargas de deuda inmanejables o insostenibles. Además, reduce la deuda de los países que cumplen con determinados criterios. (World Bank, 2018)

Pero sin duda alguna el país que más empeño ha puesto en regular el papel de los *vulture funds* ha sido Bélgica. En enero de 2008, el Parlamento Federal de Bélgica aprobó su primera legislación para “salvaguardar los fondos belgas desembolsados hacia la cooperación para el desarrollo y el alivio de la deuda de la acciones tomadas por los fondos buitres”. El 12 de julio de 2015, el Parlamento Federal Belga aprobó su segunda legislación nacional contra los fondos buitres, conocida como la Ley Anti-*vulture funds*, que entró en vigor el 12 de septiembre de 2015. Poco después el Parlamento Federal de Bélgica insertó en esta ley el artículo 1412 (colectivamente, las "leyes belgas") de el Código Judicial que impide que la propiedad soberana incluidas las cuentas bancarias no puede ser incautada por acreedores externos. Después de que se aprobara esta ley NML Capital pidió la impugnación del artículo 1412 argumentando lo siguiente: en primer lugar, el NML argumentó que la ley viola sus derechos de propiedad, en segundo lugar, NML afirmó que las leyes discriminan injustamente entre los acreedores de países soberanos y otros acreedores y por último sostiene que la ley viola la inviolabilidad de los contratos. Sin embargo esta impugnación fue rechazada por los tribunales en junio de 2018.

El 30 de marzo de 2016, la Asamblea Nacional Francesa comenzó a considerar la posibilidad de adoptar medidas legislativas para promover transparencia, anticorrupción y modernización económica con el "Proyecto de Ley Sapin II". El proyecto de ley adjuntaba la legislación anti-*vulture funds* en el artículo XXIV que limitaba las demandas que los *vulture funds* podían presentar contra Estados soberanos en quiebra. Este artículo intentaba imitar la ley belga aprobada en 2015. Sin embargo, el Senado aprobó una versión de este proyecto de ley el 3 de noviembre de 2016 con el artículo XXIV suprimido en la revisión final. (Wozny, 2017)

Por tanto, podemos concluir que los únicos países que tienen ligeramente regulado el papel de los *distressed funds* son Reino Unido y Bélgica siendo este último el que tiene una ley específica anti *vulture funds*. De momento ningún otro país ha sido capaz de aprobar una ley que regule el papel de estos fondos.

En cuanto al futuro de los *distressed funds* no podemos saber que va a suceder en el futuro pero todo apunta a que los estos fondos van a seguir desarrollando su actividad de la manera habitual. Además, podemos afirmar casi con total seguridad que después de la pandemia del COVID19 se va a producir una crisis mundial por tanto, los distressed funds van a poder sacar partido de esta situación invirtiendo tanto en deuda soberana de países o de empresas que se hayan visto perjudicadas por la pandemia. Varios países, entre ellos España, han pedido a la Unión Europea la emisión especial de unos bonos (coloquialmente llamados corona bonos) para que los países miembros se puedan recuperar de la pandemia lo antes posible sin embargo, Alemania y Holanda se han mostrado reticentes a la emisión de estos instrumentos de deuda. Es bastante probable que si estos corona bonos se llegaran a emitir, los distressed funds estarían muy interesados en comprarlos.

Por otro lado, Europa ha propuesto a Italia y España, los dos países europeos más afectados por la pandemia, la utilización del fondo europeo de rescate sin ninguna condición. “Este fondo permitiría a Italia y a España a acogerse al *Rapid Financial Instrument*, una línea de crédito disponible durante 12 meses que proporcionaría a cada país un fondo proporcional a su participación en el capital del MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad). En el caso de España, con una cuota en el Mede del 11,8%, la línea podría facilitar hasta 9440 millones de euros” (Cinco Días, 2020)

No podemos saber a ciencia cierta que es lo que ocurrirá en el futuro pero como se ha expuesto a lo largo del trabajo los *distressed funds* siempre se benefician en épocas de crisis y como podemos prever se avecina una bastante importante.

CONCLUSIONES

En este último epígrafe se presentan las conclusiones finales extraídas del análisis, en primer lugar se exponen las conclusiones generales y después las conclusiones particulares.

- **Conclusión general primera**

Los *distressed funds* no son perjudiciales para la economía en general, ni tampoco son los causantes de las crisis económicas de los países. Normalmente estos fondos entran a invertir en los países una vez que la crisis ya ha empezado con el objetivo de buscar activos muy depreciados y especular con ellos para sacarles una alta rentabilidad en el futuro.

- **Conclusión general segunda:**

Aunque el derecho y la regulación no son el tema principal de este trabajo de investigación es conveniente concluir que las actividades que realizan los *distressed funds* son totalmente legales. Por otra parte es comprensible que en algunas ocasiones sus estrategias puedan parecer más o menos éticas a determinados sectores de la población, pero si que son legales.

- **Conclusión general tercera:**

Teniendo en cuenta todo lo que se ha expuesto en este trabajo de investigación se puede concluir que los *distressed funds* si que tienen un papel totalmente necesario en las economías de los países se encuentren estos atravesando una crisis financiera o no. Estos fondos proporcionan liquidez a los países o a las empresas del mismo cuando compran deuda, este aspecto es muy importante ya que hay muy pocos acreedores que puedan tener tanta liquidez en un periodo de tiempo relativamente corto. Enlazando esta conclusión con la situación actual tendremos que esperar a ver el papel que tienen los *distressed funds* en la próxima crisis que probablemente sufriremos una vez que la pandemia haya finalizado.

A continuación se exponen las conclusiones particulares, me ha parecido relevante hacer una conclusión particular de cada tema que se ha tratado en el trabajo de investigación:

- **Conclusión particular primera:**

En cuanto al mercado de *distressed securities* podemos concluir que va a seguir aumentando. Muchos economistas ya han comentado que se acerca una nueva recesión a nivel mundial. Además debido a la pandemia mundial del COVID-19 que está afectando a todo el mundo en este momento, podemos concluir que la crisis financiera que se avecina después de que la pandemia cese va a ser bastante dura. Esto contribuirá a que el mercado de *distressed securities* siga creciendo y sin duda alguna los *distressed funds* seguirán comprando deuda de países y empresas tras la pandemia.

- **Conclusión particular segunda:**

Relacionado con la deuda corporativa en situación de *distress* podemos concluir que está demostrado que si un *distressed fund* o *distressed investor* invierte en una empresa cuando está atravesando dificultades o al borde de la quiebra las probabilidades de que la empresa se recupere son mucho mayores. Por otro lado muchas veces las empresas solo necesitan una inyección de liquidez (como en el caso de las empresas petroleras) y por eso los *distressed funds* se convierten en una muy buena opción para estas corporaciones ya que normalmente muy pocos acreedores son capaces de manejar cantidades tan altas de capital.

- **Conclusión particular tercera:**

En cuanto a los productos del tesoro se puede concluir que los *distressed funds* tienen una posición privilegiada cuando un país hace default. El resto de los acreedores de la deuda no tiene el tiempo, el dinero ni los abogados y conocimientos necesarios para demandar al país por tanto el inversor individual acaba asumiendo pérdidas mientras que estos fondos salen en su mayoría muy beneficiados con estas demandas. Es cierto que aquí es donde más controversia generan los *distressed funds* porque las astronómicas indemnizaciones que han tenido que pagar en algunos de los casos expuestos anteriormente se podrían haber destinado a otros aspectos más relevantes dada la situación del país.

- **Conclusión particular cuarta:**

Cuando hablamos de real state y *distressed funds* no podemos dudar de que estos fondos han hecho una labor bajo mi punto de vista totalmente necesaria después de la gran crisis financiera de 2008. Aquí en nuestro país ayudaron a los bancos a deshacerse de todas las viviendas que estos tenían en propiedad después de la crisis y del estallido de la burbuja inmobiliaria. Los bancos más importantes de nuestro país (Santander, BBVA, La Caixa y Sabadell) no se hubieran recuperado tan rápidamente si no hubiera sido por estos fondos y por las ayudas del gobierno. Esta acción es una de las más buenas y beneficiosas para la población que han realizado los *distressed funds* en los últimos años.

- **Conclusión particular quinta:**

En cuanto a la regulación y al futuro de los fondos buitres podemos concluir que solo Bélgica y el Reino Unido tienen regulado el papel de los *distressed funds*. Han sido muchos los países que han intentado copiar la ley belga para implantarla en su país pero han fracasado en el intento, nunca suele haber unanimidad en la opinión de los parlamentarios sobre los distressed funds.

BIBLIOGRAFÍA

Abril I. (2019) “Santander aflora 500 millones en beneficios extra por el ladrillo del Popular” Periódico Expansión disponible en: <https://www.expansion.com/empresas/banca/2019/03/05/5c7d85cc46163f163d8b45e1.html> [Visto el 3 de marzo de 2020]

Adams-Heard R. (2019) “Billionaires circle distressed assets in U.S oil and gas patch” Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-11-14/billionaires-circle-distressed-assets-in-u-s-oil-and-gas-patch> [Visto el 9 de marzo de 2020]

Agencia EFE (2018) “Cronología del rescate griego: la ocultación de deuda, los recortes y el ascenso de Tsipras” disponible en: https://www.eldiario.es/economia/Cronologia-rescate-griego_0_805619559.html [Visto el 1 de marzo de 2020]

Altman E.I y Benheni R. (2019) “The anatomy of distressed debt markets” en *The Annual Review of Financial Economics*, pp 3-42

Achleitner A. Y Kareser C. (2005) “Private Equity funds & Hedge funds” Universidad de Munich, pp 14.

Banco Santander (2018) “Santander vende a Cerberus una cartera de inmuebles residenciales por unos 1.535 millones de euros” Nota de prensa disponible en: <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/historico-notas-de-prensa/2018/09/NP-2018-09-19-Santander%20vende%20a%20Cerberus%20una%20cartera%20de%20inmuebles%20residenciales%20por%20unos%201.535%20millones%20-es.pdf> [Visto el 21 de febrero de 2020]

Bestinver (2020) “Hedge Funds” disponible en <https://www.bestinver.es/terminos/hedge-funds/> [Visto el 24 de febrero de 2020]

BME (2020) “Introducción a los ETF’s” Disponible en <http://www.bolsamadrid.es/esp/ETFs/InformacionGeneral/IntroduccionalosETFs.aspx> [Visto el 6 de febrero de 2020]

Chasan E. (2008) “Vulture funds readying plays for real state” Reuters disponible en: <https://www.reuters.com/article/us-housing-summit-vultures/vulture-funds-readying-plays-for-real-estate-idUSN1928142920080219> [Visto el 2 de marzo de 2020]

Cinco Días (2019) “Sabadell vende la promotora Solvia a Oaktree por 882 millones” Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/08/05/companias/1564987986_550540.html [Visto el 25 de febrero de 2020]

Cinco Días (2019) “Blackstone abre la puerta a la venta de pisos sociales comprados en Madrid” Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/04/23/companias/1556045344_333951.html [Visto el 13 de marzo de 2020]

Cinco Días (2020) “La alianza de Santander y Blackstone perdió 714 millones en 2019” Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/03/02/companias/1583170726_354930.html [Visto el 3 de marzo de 2020]

Cinco Días (2020) “Europa propone a Italia y España utilizar el fondo de rescate sin condiciones” Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/04/02/economia/1585861213_620621.html [Visto el 3 de abril de 2020]

Corporate Finance Institute (2020) “What is distressed debt?” Disponible en: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-distressed-debt/> [Visto el 29 de enero de 2020]

CNMV (2020) Fondos de Inversión. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Fondos-Inversion.aspx> [Visto el 17 de enero de 2020]

CNMV (2020) Fondos de inversión libre. Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&term=Fondo%20de%20invercion&idlang=1> [Visto el 18 de enero de 2020]

Díaz E. (2019) “El Sabadell vende una cartera de inmuebles a Cerberus por 314 millones” El Economista, disponible en: <https://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/10025542/08/19/El-Sabadell-vende-una-cartera-de-inmuebles-a-Cerberus-por-314-millones.html> [Visto el 25 de febrero de 2020]

Doncel L. (2018) “Los fondos buitres reinan en España” extraído de El País disponible en https://elpais.com/economia/2018/04/20/actualidad/1524234866_541409.html [Visto el 19 de febrero de 2020]

El Economista (2010) “*La cronología: del default de Argentina en 2001 a la última oferta de canje*” disponible en <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/2063882/04/10/Cronologia-del-dafault-de-Argentina-2001-a-la-ultima-oferta-de-canje.html> [Visto el 5 de febrero de 2020]

Elliot Management (2020) Web corporativa disponible en <https://www.elliottmgmt.com/about-elliott/> [Visto el 2 de febrero de 2020]

El País “Argentina sufrió una fuga de capitales de más de 60.000 millones de dólares entre 1992 y 2001”. Disponible en https://elpais.com/economia/2003/02/24/actualidad/1046075576_850215.html [Visto el 3 de febrero de 2020]

Expansión (2019) “El fondo canadiense Brookfield compra a su rival estadounidense Oaktree por 4.168 millones” Disponible en <https://www.expansion.com/empresas/2019/03/13/5c891dc622601d6d128b45a5.html> [Visto el 25 de febrero de 2020]

Guzmán M. y Stiglitz J.E (2016) “*Cómo los fondos buitres se aprovecharon de Argentina*” en *The New York Times* disponible en <https://www.nytimes.com/es/2016/04/01/espanol/opinion/como-los-fondos-buitres-se-aprovecharon-de-argentina.html> [Visto el 10 de febrero de 2020]

Guzmán M. (2016) “*An analysis of Argentina’s 2001 default resolution*” en CIGI Papers, N° 110 Octubre 2016.

Hotchkiss E.S, John K. , Mooradian R.M , Thorburn K.S (2008) “*Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress*” en *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol 2, Ch. 14, 2008.

Kupelian R. y Rivas M. “*Fondos buitres, el juicio contra Argentina y la dificultad que representan en la economía mundial*” en *Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de Argentina*, 2014

León P. (2019) “*Procesados dos responsables por la venta de pisos públicos a fondos buitres en la época Botella*” El País disponible en: https://elpais.com/ccaa/2019/12/16/madrid/1576503973_668164.html [Visto el 27 de febrero de 2020]

León P. (2019) “*El fondo buitre Fidere no podrá vender los 1860 pisos que compró al Ayuntamiento de Botella*” Disponible en: https://elpais.com/ccaa/2019/06/27/madrid/1561666390_004056.html [Visto el 13 de marzo de 2020]

López S. (2020) “*Ismael Clemente, el agitador del ladrillo español*” El País disponible en https://elpais.com/economia/2020/02/06/actualidad/1580987445_769000.html [Visto el 28 de febrero de 2020]

Martin K (2018) “*Introduction to futures, forward contracts & options*” en *Materiales de la asignatura Mercados Financieros*, 2018.

Missé A. (2010) “Grecia eleva al 15,4% su déficit de 2009 y sube sus previsiones para 2010” Disponible en: https://elpais.com/economia/2010/11/15/actualidad/1289809977_850215.html [Visto el 11 de marzo de 2020]

Mooney A. (2017) “Aggressive’ vulture funds swoop in on Irish property” en Financial Times disponible en <https://www.ft.com/content/8d559d8c-f3a3-11e6-8758-6876151821a6> [Visto el 1 de marzo de 2020]

Munevar D. (2017) “Vulture funds in the context of a globalized financial system” disponible en <https://www.cadtm.org/Vulture-Funds-in-the-Context-of-a> [Visto el 11 de marzo de 2020]

Noguer M. (2008) “El enigmático mundo de los hedge funds: beneficios y riesgos” en *Documentos de economía de la Caixa*. N°9, 2008.

Norris M. (2019) “Chapter 7 vs. Chapter 11: Know the difference” en Investopedia. Disponible en: <https://www.investopedia.com/ask/answers/differences-between-chapter-7-and-chapter-11/> [Visto el 17 de febrero de 2020]

Oppenheimer W. (2019) “Los fondos buitres apoyan a Boris Johnson por su promesa de desregulación de la City tras el Brexit” Disponible en: https://elpais.com/economia/2019/11/06/actualidad/1573060737_056030.html [Visto el 6 de marzo de 2020]

Pariante R. (2017) “¿Qué son las agencias de rating o agencias de calificación?” en Web BBVA. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/las-agencias-calificacion-rating/> [Visto el 30 de enero de 2020]

Peiro A. (2020) “Agencias de calificación (rating)” Web Economipedia disponible en <https://economipedia.com/definiciones/agencias-de-calificacion-rating.html> [Visto el 3 de febrero de 2020]

Ruiz de Gauda C. y Arroyo R. (2019) “Blackstone, del capital riesgo a casero del mundo” En web Expansión disponible en: <https://www.expansion.com/directivos/estilo-vida/2019/07/13/5d237c11e5fdeabd608b467b.html> [Visto el 25 de febrero de 2020]

Sarriés N. (2018) “CaixaBank vende a Lone Star el 80% de su negocio del ladrillo” Web Expansión disponible en: <https://www.expansion.com/empresas/banca/2018/06/28/5b351376468aeb9a1d8b4631.html> [Visto el 25 de febrero de 2020]

Sierens V (2010) “La tragédie grecque de l’ erozone” in Les Euros du Village disponible en <http://www.eurosvillage.eu/La-tragedie-grecque-de-l-eurozone,3720.html> [Visto el 1 de marzo de 2020]

Stevenson A. (2016) “Cómo resolvió Argentina su deuda multimillonaria con los fondos buitres” en The New York Times disponible en <https://www.nytimes.com/es/2016/04/27/espanol/america-latina/como-resolvio-argentina-su-deuda-multimillonaria-con-los-fondos-buitre.html> [Visto el 19 de febrero de 2020]

Story L. (2009) “Wall Street finds profits by reducing mortgages” en The New York Times disponible en: <https://www.nytimes.com/2009/11/22/business/22loans.html> [Visto el 2 de marzo de 2020]

Thomas L. (2012) “Bet on greeks bonds paid off for Vulture funds” en The New York Times disponible en <https://www.nytimes.com/2012/05/16/business/global/bet-on-greek-bonds-paid-off-for-vulture-fund.html?searchResultPosition=1> [Visto el 1 de marzo de 2020]

Valero J. (2018) “Grecia sale de un rescate histórico aunque encara un futuro complicado” Disponible en: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/9339104/08/18/Grecia-sale-de-un-rescate-historico---aunque-encara-un-futuro-complicado.html> [Visto el 12 de marzo de 2020]

World Bank (2018) “Heavily Indebted Poor Country (HIPC) Initiative” Disponible en: <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/hipc> [Visto el 11 de marzo de 2020]

Wozny L. (2017) “National anti-vulture funds legislation: Belgium’s turn” Columbia Business Law Review. Vol. 2017 pp. 699-744