



UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE TUCUMÁN



FACULTAD DE
CIENCIAS ECONOMICAS
UNIVERSIDAD NACIONAL TUCUMAN

FONDOS BUITRE Y REESTRUCTURACION DE DEUDA SOBERANA - EL CASO ARGENTINA

**Autores: Olivieri, Martin
Rafael, José Antonio
Toledo, Mauro Víctor**

Director: Maccio Decima, Facundo Eugenio

2015

Trabajo de Seminario: Contador Público Nacional

RESUMEN

El principal medio de financiamiento de un Estado, para satisfacer las necesidades públicas, son los recursos tributarios que obtiene a través de su poder de imperio, otorgado por la Constitución Nacional. Sin embargo, existen otras alternativas para reunir fondos, como la emisión de deuda, también establecida en dicha constitución. Así, el endeudamiento puede ser interno o externo. Y es esta última forma, la que interesa en el presente trabajo.

Durante las últimas décadas, Argentina atravesó muchos problemas de deuda externa, producto de gobiernos irresponsables, que provocaron una grave crisis económica, política y social, causando la cesación de pagos declarada en Diciembre del año 2001.

En los años siguientes, a pesar de las malas perspectivas que se esperaban, el país pudo empezar a superar las circunstancias adversas y recuperarse económicamente, hasta que, en el año 2005, realizó la primera oferta de reestructuración de la deuda en *default*. Luego, en 2010, hubo una segunda propuesta, donde Argentina, finalmente, llegó a un acuerdo con el 92,4% de sus acreedores, quedando sin resolver el porcentaje de deuda restante.

La reestructuración de deuda soberana constituye un mecanismo fundamental para los países que enfrentan inconvenientes en el pago de sus obligaciones, permitiéndoles negociar de buena fe con sus acreedores para

cancelar los compromisos adeudados, buscando así, mejores condiciones de vida para sus habitantes.

Desafortunadamente, a partir del año 2014, los beneficios de esta herramienta han quedado en discusión luego del juicio ganado por los fondos buitre contra Argentina en los tribunales de Estados Unidos. En este litigio, una mínima parte de acreedores en *default*, que no aceptaron las propuestas de canje de deuda efectuadas por el país, logró el reconocimiento del 100% del valor de sus títulos más los intereses devengados, en perjuicio de la mayoría que sí admitió los términos ofrecidos.

En consecuencia, resulta indispensable analizar las actuales características de los mecanismos de reestructuración soberana, su comparación con las leyes concursales privadas vigentes y proponer mejoras para evitar la acción especulativa de los fondos buitre, para que los países puedan solucionar de manera rápida, predecible y definitiva sus problemas de deuda.

PROLOGO

Esta investigación ha sido desarrollada para ser presentada como trabajo final de la materia Seminario, de la Facultad de Ciencias Económicas, de la Universidad Nacional de Tucumán.

En las últimas dos décadas, los fondos buitres han cobrado relevancia por sus diversas demandas judiciales a países emergentes con dificultades para pagar sus obligaciones. El más reciente caso contra Argentina, generó un debate internacional acerca de las conductas llevadas a cabo por estos agentes económicos.

El vacío legal existente con respecto a la reestructuración de deudas soberanas, nos motivó a abordar esta temática tan discutida en la actualidad que nos toca vivir, e intentar dar claridad a esta situación que afecta, entre otros, a nuestro país.

Nos encargamos, fundamentalmente, del análisis del juicio y de brindar posibles soluciones basadas en leyes concursales vigentes, sin dejar de lado el aspecto de las finanzas públicas y la deuda argentina, como tampoco la historia y antecedentes de los fondos de capital de riesgo, ya que en su conjunto explican la actuación perturbadora y desleal de este reducido grupo especulativo.

Finalmente, se agradece al C.P.N. E. Facundo Macció Décima, profesor de la asignatura Concursos y Práctica Judicial en la mencionada facultad, por la desinteresada e inestimable colaboración brindada para la realización de este trabajo.

CAPITULO I

CONSIDERACIONES GENERALES

Sumario: 1.- Canjes de deuda y juicios contra Argentina;
2.- Introducción a las Finanzas; 3.- Actuación de los
fondos de capital de riesgo; 4.- Cesación de pagos.

1- Canjes de deuda y juicios contra Argentina

Después de la fuerte caída de la economía argentina en el año 2001, que finalizó con la declaración de cesación de pagos de su deuda externa en Diciembre de ese año, el gobierno, como parte del proceso de recuperación de su economía, ofreció en el 2005 una apertura de canje de su deuda en *default* buscando normalizar la situación en la que se encontraba.

La reestructuración resultó exitosa, por un lado, debido a la quita de capital y la ampliación de los plazos de pago que se acordaron, y por otro, por el grado de adhesión obtenido, que más adelante, en el año 2010, se amplió al reabrirse el canje, logrando una participación final de más del 92% del total de acreedores existentes. El 8% restante, que no ingresó a ninguna de las dos negociaciones, consiste en bonos que se encuentran en manos de inversores particulares, holdouts y fondos buitres. Estos últimos, compraron los títulos y esperaron cada reestructuración propuesta por Argentina para

rechazarla e iniciar, posteriormente, acciones judiciales en reclamo del pago completo de esos bonos.⁽¹⁾

Así es, justamente, como operan los fondos buitres, que son fondos de capital de alto riesgo que compran deliberadamente títulos de deuda de economías débiles o a punto de colapsar, a precios muy bajos, para luego reclamar por la vía judicial el valor total de esos bonos más los intereses devengados. Cabe aclarar, que no son iguales a los holdouts, quienes simplemente son tenedores de deuda que, por distintas razones, no aceptan participar en las reestructuraciones, sin especular con realizar acciones legales para su cobro.

Estos juicios se libraron contra la República Argentina durante varios años, luego de la cesación de pagos del 2001, generalmente sin éxito para los fondos especulativos hasta que, en el año 2012, el juez de la Corte de Distrito Sur de Nueva York, Thomas Griesa, falló a favor de esos fondos, obligando al país a pagarles 1.330 millones de dólares correspondientes a los títulos de deuda en *default* que habían adquirido en los años anteriores para litigar, monto establecido por el propio juez de acuerdo con una fórmula de pago actualizada a Noviembre de 2012. Luego, Argentina presentó una apelación del fallo a la Cámara de Apelaciones de Nueva York, la cual fue declinada en Agosto de 2013. Finalmente, en Junio de 2014, la Corte Suprema de los Estados Unidos rechazó tratar la última apelación presentada por el gobierno argentino, dejando firme, entonces, el fallo original del juez Griesa.

El conflicto generó gran repercusión mundial desde su inicio, por las características del juicio y las consecuencias que podían ocasionar, principalmente en los mercados financieros, las resoluciones adoptadas por las cortes de justicia norteamericanas que finalmente, en todos sus niveles, desde un juez de un tribunal inferior hasta la Corte Suprema de Justicia,

(1) KUPELIAN, Romina y RIVAS, María Sol, Fondos Buitres: El juicio contra Argentina y la dificultad que representan en la economía mundial, en "CEFID-AR", (Buenos Aires, Febrero 2014), Número 49, pág. 7.

resultaron favorables a los fondos buitres y contrarias a un Estado soberano como Argentina.

Además, surgió una importante discusión y análisis tanto en diversas organizaciones internacionales, como entre políticos de diferentes países, reconocidos economistas y especialistas en deuda pública, acerca de la necesidad de contar con una normativa internacional sobre reestructuración de deuda soberana, que sirva como herramienta para solucionar de la mejor manera posible los problemas de deuda que enfrenten los países y eliminar la actuación especulativa y extorsiva llevada a cabo por los fondos buitres.

2- Introducción a las Finanzas

2.1- La práctica de Ahorro - Inversión

Con el paso del tiempo, se fueron desarrollando distintos mecanismos que les permitan a las personas incrementar el excedente de su renta obtenida durante un período de tiempo y no destinada al consumo. Esta práctica, a la que se denomina ahorro-inversión, cobró mayor preponderancia al conocerse sus beneficios directos tanto para la economía personal como para la economía nacional. Así, el economista Irving Fisher en su teoría cuantitativa, estableció que el ahorro es tan necesario que no debe ser gravado por el impuesto a las ganancias, ya que permite incrementar la formación del capital con apreciable ventaja para los distintos tipos de economías mencionados.

Son variadas las alternativas disponibles en el mercado para llevar a cabo esta práctica y se las puede clasificar en dos grandes grupos. Uno de ellos es el de las Instituciones financieras (sector privado) y el otro es el del Estado (sector público). Dentro del primero, existen múltiples inversiones según cual sea el perfil del inversor: cajas de ahorro, plazos fijos, compra de títulos valores, fideicomisos y fondos comunes de inversión. Con respecto al

segundo grupo, ante una eventual necesidad financiera, el Estado ofrece al público la emisión de títulos como alternativa de inversión, que son certificados de deuda emitidos en cualquiera de sus tres niveles (Nacional, Provincial y Municipal), devengan un interés y se amortizan periódicamente, pagando el capital en cuotas hasta el vencimiento del plazo fijado para su rescate total.

Las operaciones de esta índole se dan en los llamados “mercados financieros”, espacio físico o virtual de gran importancia en las economías modernas, ya que constituyen uno de los principales mecanismos por los cuales se realiza la asignación de recursos a distintos sectores productivos, y tienen un papel relevante dentro del marco de formulación y aplicación de la política económica.

2.2- Las finanzas públicas

Las finanzas públicas *“tienen por objeto examinar cómo el Estado obtiene sus ingresos y efectúa sus gastos”*⁽²⁾ y por otra parte, *“se relacionan con las erogaciones o gastos realizados por el gobierno, como también con los ingresos o recursos percibidos por aquél”*.⁽³⁾

Es relevante destacar que, esto no constituye uno de los fines del Estado, sino que representa un instrumento, medio o función de la que se vale el sector público para alcanzar su principal objetivo: garantizar la satisfacción de las necesidades públicas a través de la gestión de los elementos que la integran (servicios públicos, recursos públicos y gasto público). Por lo tanto, las necesidades públicas son *“aquellas que nacen de la vida colectiva y se satisfacen mediante la actuación del Estado”*⁽⁴⁾. Asimismo, *“coinciden con el denominado interés público, o sea, necesidades*

(2) VILLEGAS, Héctor Belisario, Curso de Finanzas, Derecho Financiero y Tributario, Editorial Astrea, 8° edición, (Buenos Aires, 2003), pág. 1.

(3) MARTÍN, José María, Introducción a las Finanzas Públicas, Ediciones Depalma, (Buenos Aires, 1985), pág. 4.

(4) VILLEGAS, Héctor Belisario, Op. Cit., pág. 2.

comunes y fundamentales a todos los miembros de una comunidad jurídicamente organizada".⁽⁵⁾

El Estado utiliza las siguientes alternativas disponibles para poder financiarse y cumplir con sus obligaciones en término:

- Recaudación fiscal.
- Emisión Monetaria.
- Créditos con organismos multilaterales o internacionales.
- Emisión de Títulos públicos.

Debido al alcance de nuestro trabajo, solo nos remitiremos a explicar "Emisión de títulos públicos". Se trata de una facultad del Estado que se encuentra consagrada por ley:

"El endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público se denominará deuda pública y puede originarse en:

a) La emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito.

b) La emisión y colocación de Letras del Tesoro cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero.

c) La contratación de préstamos.

d) La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de UN (1) ejercicio financiero posterior al vigente; siempre y cuando los conceptos que se financien se hayan devengado anteriormente.

e) El otorgamiento de avales, fianzas y garantías, cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero.

f) La consolidación, conversión y renegociación de otras deudas".⁽⁶⁾

Los títulos públicos, también llamados bonos, consisten en una promesa de pago por medio de la cual el emisor (en este caso, el Estado) se

(5) MARTÍN, José María, Op. Cit., pág. 6.

(6) Art. 57, Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional (N° 24.156, t. o. 1992).

obliga a devolver el capital más los intereses, en tiempos y formas acordados. Una de sus características más importantes es la naturaleza del emisor, quien es el responsable por el pago del monto de la deuda y, como tal, fija las condiciones de emisión según sea su necesidad y capacidad de pago. Las ventajas de esta modalidad de inversión son:

- Liquidez. El inversor tendrá la opción de mantener los títulos hasta su vencimiento o venderlos en cualquier momento. Es decir, posee la factibilidad y certeza de su realización a corto plazo sin sufrir pérdidas.
- Son considerados una de las inversiones de menor riesgo. Esto estará relacionado con la solvencia del emisor del título público, o sea, que a su vencimiento pueda cumplir sin dificultad las cláusulas de amortización del mismo.
- Ofrecen mayor nivel de rentabilidad ante otras opciones de inversiones con el mismo nivel de riesgo.
- Existen distintas clases que se pueden adecuar al perfil del inversor (Plazos, tasas, cuotas, etc.).

3- Actuación de los fondos de capital de riesgo

Cuando un país emite bonos, garantiza que amortizará su deuda y los correspondientes intereses, periódicamente en los plazos establecidos. Pero el valor de los títulos puede variar de acuerdo a la situación económica del Estado emisor; si se encuentra en recesión o crisis económica, las probabilidades de poder cumplir con los pagos de su deuda disminuyen, por lo tanto, es más difícil cobrar para el tenedor de deuda. Se convierte, así, en un bono de riesgo y su precio en el mercado especulativo baja. Es, entonces, cuando determinados “inversores”, rápidamente compran esos bonos a bajo costo y surgen, de esta manera, dos situaciones:

- 1) Los prestamistas que, al no querer esperar mucho tiempo para cobrar, venden sus tenencias para obtener algún rédito (aunque muy

inferior al valor prestado o valor nominal de la deuda como se denomina técnicamente en economía).

2) Por otro lado, a partir de una eventual cesación de pagos, están los inversores que compran los títulos a precios ínfimos, dispuestos a esperar los años necesarios hasta que el país se recupere económicamente y pueda retomar el pago de sus deudas, para luego presentar demandas judiciales, reclamando cobrar el monto total de la deuda (valor nominal) más los intereses moratorios y punitivos.

Estos actores, mediante la especulación con los valores de los bonos y otros artificios encontrados (económicos y legales), pueden generar grandes volúmenes de rentabilidad en perjuicio del país emisor.

En el ámbito financiero, se los conoce como *fondos de capital de riesgo*, básicamente porque su objeto es invertir en capitales que están en alto riesgo económico, como empresas a punto de quebrar o que ya han quebrado, o países con mucha deuda pública, crisis económica y/o en *default*, ya que esto les permite obtener títulos de deudas y/o acciones a un precio mucho más bajo que el valor nominal en mercados financieros secundarios (bolsas de valores).

Debido a su fuerte solidez financiera, económica y jurídica, pueden animarse a esperar pacientemente varios años, hasta que los deudores estén en proceso de recuperación e interponer demandas judiciales ante una corte, supuestamente imparcial, para cobrar en lo posible el 100% del valor de la deuda más los intereses acumulados a lo largo de los años transcurridos; obteniendo así, con la diferencia, un rédito que supera varias veces el total del monto pagado al momento de haber comprado la deuda.

Todo esto comienza desde la adquisición de bonos basura o *“junk bonds”* (bonos de baja calidad crediticia). En otras palabras, se refieren a productos de elevado riesgo, en comparación con el resto de los bonos, ya sea por su exposición a la suspensión de pagos u otros acontecimientos relacionados con su “peligrosidad volátil”. En compensación a este mayor

riesgo, ofrecen un tipo de interés más elevado y, en ocasiones, demasiado tentador, porque suele estar muy por encima de la media del mercado, lo cual ha llevado a más de uno al fracaso, y a pocos dentro de un universo de millones, a la gloria.

Una de las unidades de medida que establecen los valores de los bonos emitidos por un país, y la probabilidad de poder cobrar las deudas que representan dichos bonos, es el “riesgo país”. Un mayor riesgo país representa deudas más difíciles de cobrar, por lo que el precio de los títulos en los mercados financieros secundarios disminuye. Por el contrario, al bajar el riesgo país, el valor de los bonos se recupera y las probabilidades de cobrar la deuda aumentan.

La principal agencia de calificación de créditos es Standard & Poor's y utiliza la siguiente escala (en orden de incremento en el riesgo): AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, con la clasificación adicional D para deudas que ya presentan atrasos. Bonos clasificados como BBB- y más arriba, son clasificados como bonos de grado de inversión. Los bonos clasificados por debajo de este grado en su fecha de emisión, son llamados bonos de grado especulativo, o coloquialmente, bonos basura.⁽⁷⁾

Es allí donde estos fondos de capital de riesgo o, comúnmente apodados “fondos buitres”, actúan de forma irrisoria. Por lo general, no develan su información fiscal y están instalados en paraísos fiscales como las Islas Caimán. Incluso, en algunos casos, no hay información disponible acerca de quiénes son sus propietarios. Sin embargo, realizan una profunda investigación sobre alternativas de inversión de esta índole, por ejemplo, en títulos de deudas a bajo costo de países con problemas financieros pero que estiman recuperarse en un mediano plazo, ya sea por asistencia del FMI, Banco Mundial o por el desarrollo de sus economías.

(7) Grado de inversión, en Internet: www.wikipedia.org, (consultado en Marzo de 2015).

Bajo esta perspectiva, los países tienden reestructurar la deuda con sus respectivos bonistas, proceso legal consistente en cambiar los términos pactados, previo acuerdo de partes, como ser: extender los plazos de vencimientos, refinanciación, plazos de gracia, quitas, etc. No obstante, ciertos acreedores se niegan a adherir a estos planes de reestructuración, y se los denomina *holdouts* (del inglés resistencia, resistentes o no colaboradores). Su negocio no es pactar, sino intentar cobrar bajo todos los medios posibles (principalmente litigios judiciales, presión en los medios de comunicación, colaboraciones económicas en campañas de políticos, y lobby en círculos judiciales), el total del valor nominal de la deuda más los intereses y los punitivos por retrasos de pagos que se hayan acumulado.

Otro elemento desfavorable y que arrincona aún más a los países endeudados que quieren pagar sus deudas mediante reestructuraciones, es la cláusula *pari passu*, la cual establece que el país emisor de los bonos de deuda, debe otorgar mismo tratamiento e iguales condiciones de pago a todos los acreedores. Por lo tanto, cuando un país logra reestructurar su deuda con bonistas que accedieron a participar del canje, no estaría cumpliendo la cláusula *pari passu*, si pagara a los acreedores renegociados y excluyera del pago a aquellos que no aceptaron las propuestas ofrecidas, según argumentos sostenidos por los fallos de la justicia norteamericana en el juicio contra Argentina. Esta interpretación podría poner en peligro muchos acuerdos de reestructuración de deudas que se han realizado y se realizarán a nivel internacional, por lo que genera gran preocupación en muchos organismos multilaterales y en especialistas en deuda soberana, ya que ocasionaría un evidente perjuicio a los deudores.

Como si esto fuera poco, los fondos buitres tienen una herramienta de especulación adicional que puede otorgarles grandes ganancias extras. Se trata de la permuta de incumplimiento crediticio o CDS (en inglés, *credit default swap*), consistente en una especie de contrato de seguro que les permite a los especuladores financieros “apostar” a una eventual cesación de

pagos o *default* por parte de un país. En este sistema, regulado por la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), el comprador paga una prima y a cambio recibe una suma de dinero si se concreta el *default*. Es la compra de protección pagando una comisión periódica (el plazo va de meses a diez años), a otra parte (el vendedor de la protección), a cambio de una indemnización por el incumplimiento en el pago de la empresa o el país.

En algunos casos, han llegado a presionar para que las economías de ciertos países endeudados entraran en *default* y poder cobrar los títulos de *swap*, ganando la apuesta. Un ejemplo de ello, fue la presión ejercida por estos fondos en contra Argentina en el año 2014, para que sea declarada en *default* por la ISDA y cobrar los CDS que tenían.⁽⁸⁾

4- Cesación de Pagos

Para tener una mejor comprensión de la presente investigación, consideramos necesario detenerse y analizar con profundidad lo que se entiende por cesación de pagos, en su concepción tradicional, según el derecho concursal y la legislación argentina, como así también, lo que se comprende por cesación de pagos de un Estado soberano, sus características y clases, concepto específico que interesa para abordar la problemática actual de la República Argentina.

4.1- Teorías

Existen tres teorías sobre lo que debe entenderse por estado de cesación de pagos⁽⁹⁾:

- 1) Para la teoría **materialista**, la cesación de pagos consiste en un solo incumplimiento, o sea que basta dejar de pagar una obligación a su vencimiento para incurrir en dicho estado. No interesan las causas del

(8) ZAIAT, Alfredo, *Credit Default Swap*, en Internet: www.pagina12.com.ar (21/06/14), (consultado en Marzo de 2015).

(9) VAN NIEUWENHOVE, Pablo, *Sindicatura de Concursos Mercantiles*, Ediciones Depalma, (Buenos Aires, 1983), pág. 8.

incumplimiento, ni el estado patrimonial del deudor. Según esta teoría, un acreedor, al no poder examinar los papeles y libros de su deudor, por no tener acceso a los mismos, sólo podría conocer su cesación de pagos cuando deja de cumplir una obligación y siendo esta de pequeño monto, más grave el hecho, ya que ello indicaría que si no puede cumplir con esa suma, menos podrá hacerlo con montos superiores.

2) La teoría **intermedia**, sostiene que la cesación de pagos se manifiesta por incumplimientos efectivos que denotan la existencia de una estructura patrimonial incapaz de atender los compromisos.

3) La teoría **amplia**, afirma que la cesación de pagos no solo se manifiesta por el o los incumplimientos efectivos, sino también por otros medios o hechos reveladores, que están mostrando a un patrimonio como insolvente e impotente. Esta teoría se apoya en que dichos medios o hechos deben revestir caracteres de **generalidad**, es decir, no se trata de una deuda aislada sino de un peligro cierto que recae sobre toda la empresa y abarca todo su activo; y de **permanencia**, o sea, que no se refieren a un día o un mes de dificultades, sino a una situación que se prolonga en el tiempo, sin aspecto de poder ser revertida con los recursos normales y ni siquiera con los extraordinarios.

La legislación argentina se identifica con esta última teoría.

4.2- Presupuesto objetivo de los concursos

La apertura de los procesos concursales (concurso preventivo o quiebra) exige que se formalicen ciertos presupuestos. Es clásica la distinción entre el presupuesto objetivo, que refiere a las condiciones del patrimonio, y el presupuesto subjetivo, que alude a la persona (sujeto) titular de aquél.⁽¹⁰⁾

(10) ROUILLON, Adolfo, Régimen de Concursos y Quiebras Ley 24522, Editorial Astrea, 15° Edición, (Buenos Aires, 2007), pág. 44.

Para abrir un concurso preventivo o para declarar una quiebra, los jueces deben verificar si el deudor es un sujeto pasible de concurso, o en otras palabras, no sea uno de los sujetos expresamente excluidos por la ley. Además, deben comprobar que su patrimonio esté en una condición crítica económico-financiera, premisa básica de la apertura concursal, condición que técnica y legalmente se denomina **estado de cesación de pagos**.

En efecto, para nuestro sistema legislativo, se encuentra en dicho estado el deudor imposibilitado de cumplir regularmente sus obligaciones, cualquiera sea el carácter de ellas y las causas que las generan.

Con el transcurso del tiempo, ocurrió una verdadera sustitución del concepto del presupuesto objetivo concursal: del incumplimiento, consistente en un *hecho*, se pasó a un verdadero *estado* del patrimonio. Pero a este estado no se le dio un nombre distinto, continuándose llamando estado de cesación de pagos. En el contexto actual, “cesación de pagos” perdió su significación literal (dejar de pagar es igual a incumplimiento), para tomar un sentido nuevo (estado del patrimonio), que la doctrina y la jurisprudencia han ido afinando con el transcurso del tiempo.⁽¹¹⁾

4.3- Análisis breve de la ley 24.522

La ley de Concursos y Quiebras 24522 hace referencia, en diversos artículos, al concepto de cesación de pagos. Sin embargo, no lo define en forma expresa.

En su artículo 1º, establece que “el estado de cesación de pagos”, cualquiera sea su causa y la naturaleza de las obligaciones a las que afecte, es el presupuesto para la apertura de los distintos procesos regulados por la ley (por ejemplo, concurso preventivo, quiebra, pequeños concursos y quiebras).

En tanto, el art. 11, inciso 2), impone al deudor solicitante de su concurso preventivo, la obligación de explicar las causas de su situación

(11) Ibídem, pág. 45.

patrimonial, con expresión de la época en que se produjo la “cesación de pagos” y los hechos por los cuales ésta se hubiera manifestado.

Nuevamente, el art. 39, inciso 6), obliga al síndico a expedirse en su Informe General sobre la época en que se produjo dicho estado, precisando los hechos y circunstancias que fundamenten su dictamen.

El art. 78, por su parte, exige demostrar el “estado de cesación de pagos” por cualquier acto que manifieste al deudor, imposibilitado de cumplir regularmente sus obligaciones, cualquiera sea el carácter de ellas y sus causas.

A su vez, el art. 79, detalla cuáles pueden ser considerados, entre otros, hechos reveladores del estado de cesación de pagos (por ejemplo: reconocimiento judicial o extrajudicial del mismo, efectuado por el deudor; mora en el cumplimiento de una obligación; venta a precio vil, ocultación o entrega de bienes en pago; revocación judicial de actos realizados en fraude de los acreedores; cualquier medio ruinoso o fraudulento empleado para obtener recursos).

De esta manera, surgen las siguientes definiciones:⁽¹²⁾

1) La cesación de pagos es un estado patrimonial, que se exterioriza a través de hechos reveladores, de impotencia para cumplir regularmente con las obligaciones, durante un lapso de tiempo más o menos prolongado.

2) El estado de cesación de pagos es la situación en que se encuentra un deudor, de imposibilidad de cumplir regularmente con sus obligaciones, la cual se manifiesta a través de hechos reveladores y con carácter de generalidad y permanencia.

(12) HURTADO, Emilio H., Régimen Concursal (Ley 24522), Ediciones La Rocca, 1° Edición, (Buenos Aires, 2001), pág. 63.

4.4- Cesación de pagos de deuda soberana

De forma similar a la legislación concursal privada, cuando un país emite deuda y posteriormente no la puede pagar, también se lo considera en cesación de pagos o “*default*”. Este incumplimiento puede resultar por diversas causas: no disponer de recursos financieros suficientes para afrontar los pagos de capital y/o intereses de la deuda; no lograr tomar nuevos préstamos para cancelar los vencimientos; o por llegar a un nivel tan elevado de obligaciones que empuja al país a dejar de pagar, etc.

A su vez, la suspensión de pagos puede ser total, cuando abarca toda la deuda en general, o parcial, cuando no se cumple con una parte de los compromisos contraídos. En el último caso de Argentina, en el 2014, se lo denominó *default* “selectivo”, según las agencias calificadoras de riesgo norteamericanas, con el argumento de que el país incumplió solamente determinadas series de bonos emitidos en los canjes de deuda de 2005 y 2010 (bonos PAR y *Discount*), mientras siguió (y aun sigue) afrontando los pagos de intereses y capital del resto de su deuda, no afectada por el fallo del juez Griesa. Todo ello, a pesar de la negación del gobierno argentino a reconocer esa cesación de pagos, como se analizará en el Capítulo IV.

CAPITULO II

LA DEUDA ARGENTINA

Sumario: 1.- El endeudamiento en los países emergentes; 2.- Evolución de la deuda externa argentina; 3.- Los esfuerzos para evitar el *default* de 2001 y el fin del régimen de convertibilidad; 4.- Recuperación económica y Reestructuración de la deuda.

1- El endeudamiento en los países emergentes

Durante cuatro décadas, desde 1970, la deuda externa fue una de las preocupaciones centrales de la política económica de los llamados países del tercer mundo. Esta pesada carga impidió un crecimiento próspero de los mismos, debido a la irresponsable actitud de los gobiernos para utilizar de forma adecuada esta variable, para complementar el ahorro interno, financiar obras públicas e incentivar un crecimiento, con el fin de alcanzar su objetivo final: el desarrollo económico.

En realidad, se endeudaban para intentar cubrir el déficit fiscal, la falta de solvencia de los bancos, la pérdida del poder adquisitivo de la moneda local, sin tener en cuenta que esa deuda, a medida que pasaba el tiempo, aumentaba a grandes escalas tornándose imposible de cumplir para las economías de países emergentes.

Lamentablemente, el detonante de todo esto fue una severa crisis financiera, política e institucional, manifestada de forma diferente en cada

país, pero el común denominador fue el accionar negligente de los gobiernos, al no considerar correctamente su capacidad de endeudamiento.

En el caso particular de Argentina, la magnitud histórica de la deuda que cayó en *default* en el año 2001, y sus posteriores reestructuraciones, sentó razones para que se realicen múltiples análisis a nivel mundial.

1.1- Intolerancia a la deuda

En numerosos casos, la dimensión de la deuda considerada razonable, fue asombrosamente inferior en los países en vía de desarrollo, comparada con la de naciones industrializadas, aunque los principales afectados fueron los primeros. Esto se denomina “intolerancia a la deuda”⁽¹³⁾ que se manifiesta abruptamente en las extremas dificultades de los mercados emergentes frente a niveles de deuda que en países desarrollados son considerados manejables.

Los gobiernos son intolerantes a pagar, no a pedir prestado y, consecuentemente, el recurso comúnmente utilizado para afrontar esta situación es declararse en cesación de pagos.⁽¹⁴⁾ En forma sintetizada, lo expuesto refleja la situación que debió atravesar Argentina. Por experiencias anteriores, se consideró al país en el grupo de “Incumplidores Reiterativos” y justamente sufren la mencionada “intolerancia al endeudamiento”.

Desde un análisis general, la explicación de la crisis del 2001 y su *default* se produce básicamente por la conjunción de dos factores ya mencionados:

- Características de las políticas económicas
- La conducta irresponsable de gobiernos que insisten en contraer deuda externa por arriba del límite de intolerancia propio del país.

(13) REINHART, Carmen, ROGOFF, Kenneth y SAVASTANO, Miguel, Debt Intolerance, en “NBER Working Paper Series”, (Estados Unidos, 2003), pág. 2.

(14) Ibídem, pág. 3.

Dentro de la primera, juega un papel importante la política fiscal y de endeudamiento público, pero son singularmente relevantes la política cambiaria y el manejo de la apertura financiera tendiente a facilitar o dificultar la preservación de tipos de cambios competitivos.

2- Evolución de la deuda externa argentina

Para entender la crisis económica de Argentina, que condujo hacia el *default* y sucesivas reestructuraciones, resulta necesario analizar la principal causa: la Deuda Externa. A pesar de que el endeudamiento argentino tiene su origen desde el nacimiento de la república, solo nos remontaremos a desarrollar una cronología de hechos a partir de 1975, dada la envergadura del aumento de la deuda pública de los siguientes 20 años.

Durante ese período, el país se caracterizó por graves desequilibrios macroeconómicos (PIB estancado, desocupación, inflación), como ocurrió en gran parte de América.

En 1976, en medio de una severa inestabilidad económica, política y social, causada por el déficit fiscal, la desaceleración de la actividad económica, la elevada inflación y el endeudamiento externo, que alcanzaba los 8.000 millones de dólares, la junta militar decidió recurrir al FMI, por considerarse la alternativa más eficiente, solicitando un crédito por 300 millones de dólares, que dos años más tarde se ampliaría por otros 185 millones de dólares.⁽¹⁵⁾

Durante el año 1977, las medidas tomadas para reducir la inflación empezaron a dar resultado y la tasa de inflación mensual disminuía progresivamente.

En 1980 y 1981, el PIB decreció en un prolongado período de recesión, y el déficit del sector público aumentó un 4% en 1980, ya que las medidas de ajuste como las reducciones tarifarias, tregua de precios y

(15) El rol del FMI en la Deuda Externa argentina, en Internet: www.wikipedia.org, (consultado en Julio de 2015).

acuerdos voluntarios, no fueron efectivas para reducir la inflación ni para corregir los desequilibrios macroeconómicos.⁽¹⁶⁾

La situación se agravó en los años posteriores, acelerándose la crisis y elevándose el endeudamiento por las decisiones adoptadas por el gobierno, provocando las consecuencias que se enumeran a continuación:

1) El surgimiento de un paquete financiero, en el cual aparece la “*tablita*”⁽¹⁷⁾, impuesta por el entonces Ministro de Economía Alfredo Martínez de Hoz, cuyo objetivo era combatir los desequilibrios fiscales y la inflación, así como la reducción de financiamiento a empresas públicas y privadas, aunque este se reemplazó con endeudamiento externo. De esta manera, la deuda se incrementó de 14.500 millones de dólares en 1978 a 35.700 millones de dólares en 1981.

2) La debilidad fiscal y financiera como legado de la administración militar.

3) El colapso de las medidas que se tomaron para enfrentar la crisis de 1978 y 1982, mencionadas anteriormente.

4) El estancamiento de la economía, pérdida de competitividad, el retraso cambiario y las elevadas tasas de interés, que fueron mayores a la rentabilidad de las empresas.

5) Los gastos y consecuencias de la guerra de las Malvinas.

6) El gran gasto público, principalmente, de las empresas públicas.

A continuación, se presenta una tabla con la evolución de la deuda externa argentina en la década de 1975 – 1985:

(16) FERNÁNDEZ, Roque y RODRÍGUEZ, Carlos, Inflación y estabilidad, Editorial Macchi, (Buenos Aires, 1982), pág. 238.

(17) Se entiende como “*tablita*”, al control del gobierno sobre la tarifa de la devaluación de precios de bienes y servicios, así como de los salarios mínimos, y de reducciones de financiamiento a provincias y empresas públicas, a través del presupuesto nacional.

**Deuda externa total argentina, 1975 - 1985
(En millones de dólares)**

Año	Sector Público	Sector Privado	Total
1975	4,021	3,854	7,875
1976	5,189	3,091	8,280
1977	6,044	3,635	9,679
1978	8,357	4,139	14,496
1979	9,960	9,074	19,034
1980	14,459	12,703	27,162
1981	20,024	15,647	35,671
1982	28,616	15,018	43,634
1983	31,709	13,360	45,069
1984	36,139	10,714	46,903
1985	39,868	8,444	48,312

Fuente: Banco Central de la República Argentina

A principios de los noventa, aunque el país gozaba de un cierto "éxito" económico, la deuda externa no cesaba, se venía incrementando desde los años setenta con el afán de financiar obras de infraestructura, en los ochenta con la estatización de la deuda de grupos privados y en los noventa con la emisión de bonos emitidos por el gobierno, los cuales se negociaban según el riesgo país del momento de su emisión.

Con el gobierno de Menem, en 1989, se inició un proceso de reformas de mercado que se basaban en la Ley de Convertibilidad, la cual establecía la paridad fija de uno a uno entre el dólar y el peso argentino, que además se encontraba garantizado por las reservas del Banco Central que respaldaban cada peso circulante. A pesar de ello, el país se hundió en una profunda crisis evidenciada, fundamentalmente, por los niveles de desocupación, pérdida de competitividad, disminución de salarios y déficit fiscal.

3- Los esfuerzos para evitar el default de 2001 y el fin del régimen de convertibilidad

En Diciembre de 1999, asume el poder Fernando de la Rúa, quien tuvo que enfrentar las consecuencias de las malas decisiones tomadas por

los gobiernos anteriores. La administración entrante consideraba como causa principal de la recesión, el desequilibrio fiscal y no la apreciación cambiaria y la vulnerabilidad financiera a problemas externos. Esta percepción condujo al gobierno a adoptar una política fiscal austera como estrategia para recuperar la economía.

A fines de ese año, se aprobó la Ley de Responsabilidad Fiscal que exigía al sector público reducir paulatinamente su déficit hasta llegar a cero, a través de alzas de impuestos y recortes de gastos. Posteriormente, en 2001, se aprobó la ley de Déficit Cero obligando a la administración nacional a equilibrar sus cuentas inmediatamente, de modo que el flujo de gastos se adaptara a los ingresos corrientes. Para cumplir con esta nueva regla fiscal, se decidió un recorte inicial del 13% sobre todos los rubros de gastos no protegidos, principalmente sobre los sueldos y jubilaciones superiores a quinientos pesos. Debe tenerse en cuenta que, estas medidas fueron implementadas cuando la economía estaba concluyendo su tercer año consecutivo de recesión.

A fines de 2000, el gobierno obtuvo un importante paquete de ayuda financiera denominado “blindaje”, el cual cubría con fondos locales y externos, los vencimientos de 2001 y parte de 2002 por unos U\$S 40.000 millones. El FMI lideró la operación con una ampliación hasta U\$S 13.700 millones del crédito vigente desde marzo de 2000. Los acreedores locales, especialmente bancos y fondos de pensión (AFJP), tuvieron también una importante participación. Sin embargo, no se lograron los beneficios esperados.⁽¹⁸⁾

A mediados de 2001, se llevó a cabo un importante y costoso canje voluntario de deuda, conocido como el “mega-canje”, en manos de tenedores privados locales y extranjeros. La operación, que recibió la conformidad del FMI, alcanzó a un total de U\$S 30.000 millones en bonos públicos (alrededor

(18) DAMILL, Mario, FRENKEL, Roberto y RAPETTI, Martín, La Deuda Argentina: Historia, Default y Reestructuración, en “CEDES”, (Buenos Aires, 2005), pág. 26.

del 24% del total de la deuda del Sector Público Nacional). El canje permitió extender el plazo promedio de los instrumentos, pero al costo de elevar el valor nominal de la deuda en unos U\$S 2.000 millones e incrementar el peso de intereses, a una tasa promedio del 15% en dólares. En vez de aliviar la restricción financiera, las mayores tasas de interés pactadas contribuyeron a consolidar la percepción de que la trayectoria de la deuda pública se había vuelto insostenible.

Más adelante, en Noviembre de 2001, se llevó a cabo una segunda operación voluntaria de canje. La misma estuvo dirigida a tenedores locales, principalmente bancos y AFJP, que aceptaron canjear algo más de U\$S 42.000 millones de títulos públicos, por igual cantidad de préstamos garantizados con ingresos tributarios, que brindaban menores tasas de interés.

La salida de depósitos bancarios y la contracción de las reservas internacionales habían comenzado en Octubre de 2000, con la renuncia del Vicepresidente Álvarez. Luego de una efímera recuperación, el proceso negativo se intensificó ya que, a comienzos de Julio de 2001, se reanudó la fuga de depósitos y la corrida contra las reservas.

Esta situación condujo al gobierno a imponer, a inicios de Diciembre de ese año, fuertes limitaciones al retiro de fondos de los bancos (el llamado “corralito”) y a las operaciones de cambio. Estas medidas buscaban evitar la quiebra masiva del sistema financiero. Los principales objetivos fueron limitar la demanda de divisas, preservar el stock de reservas y evitar la devaluación de la moneda. Ese fue el último intento para eludir el *default* de la deuda pública. No obstante, las medidas constituyeron el fin del régimen de convertibilidad.

Las restricciones financieras aplicadas en Diciembre contribuyeron a acentuar las ya fuertes tensiones existentes. En medio de una conmoción social y política, que incluyó saqueos a supermercados, multitudinarias marchas, denominadas “cacerolazos”, y represión policial, se produjo la

renuncia del Presidente Fernando de la Rúa, dando lugar a una caótica situación, en donde durante doce días hubo cuatro presidentes. Uno de ellos, Adolfo Rodríguez Saá, anunció, ante el Congreso, la decisión de cesar el servicio de la deuda pública, para terminar renunciando al cargo pocos días más tarde. Durante los primeros días de 2002, con un nuevo presidente al mando (Eduardo Duhalde), Argentina abandonó formalmente el régimen de convertibilidad y la paridad de un peso por dólar.

4- Recuperación económica y reestructuración de la deuda

Con una “política de dólar alto”, que permitió producir bienes y servicios a precios competitivos en el mercado internacional, muchas industrias de Argentina comenzaron a reflorar después de la crisis.

Una parte significativa de la responsabilidad de los problemas que vivió Argentina entre 1998 y 2002, ha sido puesta sobre el FMI. En un discurso ante la Asamblea General de las Naciones Unidas, en 2004, el entonces presidente argentino, Néstor Kirchner, dijo: *“Se hace necesario un urgente, fuerte y estructural rediseño del Fondo Monetario Internacional para que pueda prevenir crisis y ayudar a su solución, cambiando el rumbo que lo llevó de prestamista de fomento, a acreedor con demanda de privilegios”*.

En Febrero de 2003, las autoridades argentinas propusieron una fuerte disminución de la deuda, en torno al 70% de los 60.000 millones de dólares que existían en el exterior. La oferta oficial fue canjear esos bonos por otros, con vencimientos no mayores a diez años de plazo. Lo que se buscaba era apelar a la paciencia de los tenedores de bonos de deuda argentina, ya que tan sólo en Alemania se reclamaban 330 millones de dólares, mientras que en Italia se reclamaban unos 143 millones de dólares, pero ninguno de los tenedores de deuda argentina estaba dispuesto a aceptar la “quita”.

No obstante, en el año 2003, Argentina alcanzó un acuerdo de corto plazo con el FMI, reprogramando los vencimientos con los organismos de

crédito hasta Agosto de 2003, por un total de 112 millones de dólares. Este acuerdo fue sólo de extensión en las fechas para saldar deudas y no incluyó dinero fresco.

El 14 de Enero de 2005, se lanzó oficialmente la primera operación de canje de la deuda en *default*. El proceso de reestructuración fue largo y complejo. Meses más tarde, se logró una adhesión del 76% (esta oferta no incluyó al FMI y otros organismos internacionales).

En Diciembre de 2005, el gobierno decidió liquidar la deuda argentina con el FMI en un solo pago, sin nueva financiación, por un total de 9.810 millones de dólares. Desde el año 2006, las reservas internacionales comenzaron a crecer rápidamente alcanzando valores históricos. Esto se debió, en parte, a las políticas del Banco Central de la República Argentina de mantener un dólar alto en relación con el peso y a los grandes ingresos de dólares provenientes de las exportaciones, especialmente, de soja.

Es, a partir de esta etapa, cuando los fondos buitres empezaron a iniciar acciones legales contra el país, reclamando el pago de la totalidad de los títulos en su poder.

El 15 de Abril de 2010, se inició un nuevo canje de deuda. En esta ocasión se adhirieron el 66,3% de los acreedores, equivalente al 18% de la deuda original en *default*.

Con los canjes de 2005 y 2010, el país logró un nivel final de aceptación del 92,4%, quedando sin resolver el porcentaje restante. Las características de estas operaciones son analizadas en el Capítulo V.

CAPÍTULO III

ASPECTOS PRINCIPALES DE LOS FONDOS BUITRE

Sumario: 1.- Conceptos y definiciones; 2.- Antecedentes y evolución de los fondos especulativos; 3.- Descripción de los fondos buitre más conocidos.

1- Conceptos y definiciones

Los fondos buitre son fondos de capital de alto riesgo, que compran a precio de *default* títulos de deuda de empresas y, particularmente, a partir de los años noventa, de Estados con economías muy comprometidas, con el propósito de conseguir, a través de litigios, sumas considerablemente mayores de las que pagaron por ellos. Es decir, son fondos de inversión especulativos que compran deuda de países con dificultades financieras a un precio muy bajo y, posteriormente, emprenden acciones legales para intentar recuperar la totalidad de la deuda original más los intereses. De esta manera, se concentran especialmente en países con inconvenientes para financiar, por ejemplo, servicios públicos e infraestructuras, esperan hasta que se produzca una reestructuración de la deuda para rechazarla y reclamar una cantidad más elevada en los pleitos.

Estos fondos financieros de alta especulación, dedicados a cobrar vía acción judicial, denominados buitres en la consideración internacional, no son protagonistas ingenuos de la globalización del capital, ni acreedores de

buena voluntad, ni actores interesados en participar del juego del mercado de deuda, espacio donde se gana y se pierde, con apuestas más o menos arriesgadas, con el sube y baja de las cotizaciones. A esos fondos no les interesa ser parte de las reglas del negocio de bonos soberanos, donde interviene la oferta y la demanda, sino que el método para contabilizar ganancias extraordinarias es hacer juicios a acreedores vulnerables. Por lo tanto, los buitres no pretenden cobrar por mecanismos del mercado de deuda. Son grupos con mucho poder construido desde su riqueza financiera, utilizada para pagar las cuentas de organizaciones de lobby como ATFA (American Task Force Argentina) y ganar el apoyo, sobre todo, en Estados Unidos, de congresistas republicanos y demócratas, por ejemplo, con aportes para campañas electorales.⁽¹⁹⁾

Cabe destacar que, en el mundo de las finanzas, existen ciertos indicadores que le permiten a cualquier inversionista medir el riesgo al que se expone al adquirir un bono. La tasa de interés de una deuda soberana incorpora la prima conocida como “riesgo-país”, que se determina por la evaluación que hace el mercado de la probabilidad de insolvencia de una deuda, principalmente, por la posibilidad de *default*. Una tasa alta implica una alta rentabilidad, además de un elevado riesgo de incobrabilidad. Los fondos buitre compran títulos públicos con esta tasa, aun sabiendo las pocas chances que tienen de recuperar lo invertido, debido a que ellos no apuestan al juego del mercado, sino que la rentabilidad la obtienen recurriendo a tribunales que les aseguran la desaparición de ese riesgo. Esto es gracias a un sistema poco regulado y a un poder judicial y político que legitima estas conductas.

La metáfora del buitre se refiere a que su estrategia, cuando se trata de deudas soberanas, se basa en esperar a que la economía de algún país entre en crisis y después éste no pueda afrontar sus deudas, para

(19) ZAIAT, Alfredo, Carroñeros, en Internet: www.pagina12.com.ar (27/08/13), (consultado en Marzo de 2015).

recién en ese momento lanzarse en picada a atacar a su “presa” adquiriendo bonos públicos devaluados a bajísimo valor y luego, con demandas judiciales y mediante distintos métodos de presión -que van desde embargos, operaciones de lobby y campañas de prensa desprestigiando a los Estados deudores-, fuerzan a los gobiernos a pagarles el valor total de los instrumentos adquiridos más los intereses devengados.⁽²⁰⁾

“Buitre” se le dice, también, a *“quien se ensaña en la desgracia del otro o se aprovecha de bienes ajenos”*.⁽²¹⁾ Así fueron mundialmente bautizados estos fondos, puesto que operan sobre la crisis de deuda que atraviesan los países y se aprovechan de la desesperación del resto de los acreedores, quienes buscando recuperar una parte de lo invertido en sus tenencias, salen a venderlas a precios de remate. Sin embargo, los operadores en los mercados financieros no utilizan frecuentemente la expresión “fondos buitre” por tener una connotación negativa, sino que los denominan, eufemísticamente, “fondos para emergencia” (en inglés, *distressed debt funds*), “fondos de situaciones especiales” (*special situations funds*), o “fondos de cobertura” (*hedge funds*).⁽²²⁾

En consecuencia, estos fondos no adquieren los títulos públicos en el mercado primario, sino que los compran en el mercado secundario, cuando el país endeudado se encuentra próximo a un *default*, o cuando ya ha “defaultado” su deuda, momento en el que la cotización desciende a niveles ínfimos. Posteriormente, se sientan a esperar a que el gobierno recomponga su capacidad de pago y anuncie un plan de reestructuración de su pasivo. Es en este preciso instante cuando -haciendo alusión a la metáfora- salen a embestir a su víctima. Tras negarse a participar de esas negociaciones, comienzan a reclamar con acciones judiciales —a la vez que

(20) KUPELIAN, Romina y RIVAS, María Sol, Loc. Cit., pág. 7.

(21) LAUDONIA, Mara, Los buitres de la deuda, Editorial Biblos, (Buenos Aires, 2013), pág. 22.

(22) HERNANDEZ PEDRAZA, Gladys, La crisis de la deuda y los fondos buitre, en “Temas de Economía Mundial”, (La Habana, Septiembre 2014), Número 26, pág. 104.

presionan con todo tipo de maniobras- sumas millonarias en concepto de pago de sus tenencias. Así operan, sin crear riqueza, empleo, ni agregar valor alguno a la economía real. Sus prácticas de enriquecimiento y especulación extrema, sólo obstaculizan e impiden la recuperación económica de los países, ocasionando grandes daños al desarrollo y bienestar de la población.

2- Antecedentes y evolución de los fondos especulativos

Con anterioridad a la década de los noventa, las prácticas de los fondos buitres estuvieron limitadas al ámbito privado. Hasta ese entonces, las deudas soberanas se contraían con bancos a través de créditos sujetos a compromisos especiales. Bajo ese régimen, no era común que los Estados fuesen demandados por falta de pago. Las entidades acreedoras no buscaban la rentabilidad a corto plazo. Se trataba de un típico negocio bancario, dentro del cual se especulaba, también, con continuar desarrollando actividades comerciales en los países endeudados. En ese contexto, la posibilidad de ejercer presión mediante litigios no entraba en los planes de los bancos, ya que el lucro se alcanzaba por otro camino. Por lo tanto, recurrir a los tribunales no era necesario, porque podía dificultar la obtención de la rentabilidad buscada.

Ese escenario se mantuvo hasta la crisis de la deuda latinoamericana, que estalla en 1982 con el *default* de México. Como resultado, se inicia un período de reestructuraciones soberanas que, lejos de contener la recesión existente, terminó agravando las economías de los países afectados. En ese marco, en 1989, se implementó el Plan Brady, que, a grandes rasgos, consistía en el canje de los préstamos con compromisos especiales por títulos públicos que podían ser comercializados libremente en el mercado bursátil. Así, las deudas de los Estados devinieron en un activo más de especulación financiera. Y es, precisamente, en este momento, cuando los fondos buitres ingresan al negocio de las deudas soberanas.

En la actualidad, estos agentes económicos lejos de ser algo secundario, ocupan una parte importante de los mercados financieros globales y representan un grave perjuicio para los Estados endeudados. Actúan con total libertad, al no contar con regulación alguna, buscando obtener la mayor rentabilidad posible a costa de los países más vulnerables. No es un dato menor que sus objetivos preferidos hayan sido, durante mucho tiempo, los denominados Países Pobres Altamente Endeudados. Se trata de un grupo de países con altos niveles de pobreza, elegibles para recibir asistencia financiera del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial. La lista es configurada y actualizada por esas organizaciones y otras no gubernamentales.

Durante la década del noventa, los fondos buitres se dedicaron especialmente a avanzar contra Estados como Zambia, Camerún, la República Democrática del Congo, Nicaragua y Etiopía, entre otros. En estos casos, especulaban con las políticas de ayuda financiera y condonación de deuda del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial. Esperaban el lanzamiento de los planes de alivio y luego reclamaban en cortes europeas y estadounidenses pagos millonarios por sus tenencias. Con fallos a favor, en numerosas ocasiones, el dinero destinado a programas de reducción de la pobreza terminaba en manos de los fondos buitres.

Sin dudas, la peor consecuencia de no condenar legalmente estas conductas, es someter a millones de personas a vivir en la miseria. Frente a eso, es preciso tener en cuenta que, estos comportamientos pueden desarrollarse gracias a la complicidad de políticos y jueces, quienes en vez de trabajar por el bienestar de los pueblos, lo hacen por intereses privados, y en lugar de tomar la decisión de combatir estas conductas, las terminan legitimando.⁽²³⁾

(23) KUPELIAN, Romina y RIVAS, María Sol, Loc. Cit., pág. 9.

3- Descripción de los fondos buitres más conocidos

Muchas veces, los propietarios de estos fondos de inversión son difíciles de identificar. En general, se encuentran domiciliados en paraísos fiscales y van adoptando la nacionalidad y la forma legal más conveniente a los fines de sus negocios. A menudo, se constituyen con el único objetivo de perseguir una deuda y después se desarman. Por otro lado, si bien es posible enumerar una larga lista de fondos, generalmente pertenecen a los mismos accionistas y solo varía levemente su composición. Entre los principales fondos que litigan contra Argentina se destacan *Elliott Management* de Paul Singer, *EM Limited* de Kenneth Dart y *Aurelius Capital Management* de Mark Brodsky.

A continuación, se realizará un análisis de esos fondos y sus propietarios, detallando sus orígenes y los casos más importantes en los que participaron, para entender de forma más precisa cómo actúan contra los Estados soberanos y cuáles son las grandes ganancias que obtienen a través de las acciones judiciales.

3.1- Elliott Management Corporation de Paul Singer

Paul Singer, nacido en 1944, en Nueva York, Estados Unidos, es un abogado egresado de la Universidad de Harvard, inversor, filántropo y activista político.⁽²⁴⁾ Es fundador y director del fondo de inversión *Elliott Management Corporation*, controlante de NML Capital, el agente financiero con más acciones legales iniciadas contra Argentina. Además, demandó a Panamá, Ecuador, Perú y la República Democrática del Congo, entre otros. Es uno de los principales financistas del Partido Republicano de los Estados Unidos, por haber aportado grandes sumas de dinero a las campañas presidenciales de George W. Bush y Mitt Romney. Con seguridad, estas contribuciones le otorgan un enorme poder de lobby y una gran capacidad para lograr colaboración política y legal para llevar a cabo sus operaciones.

(24) Paul Singer, en Internet: www.wikipedia.org, (consultado en Marzo de 2015).

En 1977, Paul Singer creó el fondo de cobertura *Elliott Associates LP* con 1,3 millones de dólares. Hoy administra más de 20.000 millones en todo el mundo. Durante casi dos décadas, la empresa creció invirtiendo en distintos mercados de valores. Sin embargo, en 1995, pasó de ser un fondo de riesgo más en Nueva York a uno pionero en el ámbito de las finanzas internacionales. Esto se debió a que, en Octubre de ese año, *Elliott Associates LP* compró aproximadamente 28,7 millones de dólares de la deuda soberana de Panamá, pagando un precio descontado de 17,5 millones de dólares. Los bancos tenedores de esos bonos, entre ellos entidades de peso como el Citibank y Credit Suisse, habían renunciado a recibir un pago de ese país y, buscando resolver de manera rápida la situación, vendieron sus participaciones a *Elliott*.

También en 1995, cuando el gobierno de Panamá solicitó la reestructuración de su deuda externa, la gran mayoría de sus acreedores estuvo de acuerdo. En cambio, siguiendo la metodología clásica de estos agentes financieros, *Elliott Associates* rechazó participar del plan de reprogramación de pagos ofrecido. Más adelante, en Julio de 1996, representado por uno de los estudios de abogados especializados en bonos más prominentes del mundo, *Elliott* presentó una demanda contra Panamá en un tribunal de distrito de Nueva York, reclamando la devolución total del monto original de 28,7 millones de dólares, más intereses y honorarios. Finalmente, la Corte Suprema del Estado de Nueva York se expidió a favor del fondo y ordenó al gobierno panameño a pagar más de 57 millones de dólares a la empresa, además de 14 millones a otros acreedores.⁽²⁵⁾

Fue un momento revolucionario en la historia moderna de las finanzas. Al llevar la causa ante un tribunal de distrito de Nueva York, *Elliott* se apartó del derecho internacional y las costumbres establecidas hace mucho tiempo, según las cuales, a los gobiernos soberanos no se los

(25) SASSEN, Saskia, *A Short History of Vultures*, en Internet: www.foreignpolicy.com, (consultado en Marzo de 2015).

demanda ante los tribunales ordinarios destinados a hacer frente a los asuntos internos de un Estado-nación. Asimismo, el presidente del tribunal aceptó analizar el caso, representando otra ruptura con las prácticas usuales. Esto sentó las bases para que hubiese causas de este tipo durante dos décadas, incluyendo el largo juicio llevado a cabo contra Argentina, finalizado en Junio de 2014.

Cuando la causa de *Elliott* contra Panamá alteró las normas internacionales establecidas acerca de cómo negociar la cesación de pagos de Estados soberanos, los periodistas e investigadores no prestaron demasiada atención. Pero Wall Street sí lo hizo y, tras la victoria de *Elliott*, surgieron otros fondos utilizando la misma estrategia, como Gramercy Advisors, empresa con sede en Greenwich, Connecticut, que se centró en las deudas de Ecuador y Rusia; NML Capital, el fondo controlado por Elliott, mencionado anteriormente; o Dart Container Corp. y EM Ltd., ambos vinculados a Kenneth Dart, uno de los nombres más famosos en el mundo de los fondos buitre, el cual se tratará en la siguiente sección.

El caso *Elliott Associates LP* contra la República de Panamá, en 1996, fue muy importante porque brindó una nueva posibilidad jurídica para obligar a gobiernos soberanos a pagar el valor total de sus deudas más los intereses, y no los importes reducidos a los cuales llegaron mediante negociaciones arbitradas por el Fondo Monetario Internacional y otras instituciones internacionales.

El segundo país víctima de las maniobras especulativas de Paul Singer fue Perú. En esta oportunidad, la operación también se hizo a través de *Elliott Associates LP*. En 1984, el país latinoamericano atravesaba un difícil contexto económico, forzándolo a incurrir en cesación de pagos de sus obligaciones externas. Lógicamente, esto provocó que fuera demandado por varios acreedores. No obstante, a raíz de un pacto entre el gobierno peruano y el Comité Asesor de Bancos para Perú (CAB), un gran número de esos juicios fueron suspendidos y se iniciaron tratativas para lograr la celebración

de un acuerdo de reestructuración de deuda entre Perú y el FMI, en Septiembre de 1991. Pese a ello, en 1992, el país declaró nuevamente la suspensión de pagos.⁽²⁶⁾

Posteriormente, en Junio de 1996, se aprobó el denominado “Acuerdo Brady de Perú”, contemplando un procedimiento para el recálculo de intereses y el intercambio de la deuda vencida e impaga, por nuevos títulos de deuda -bonos Brady- diseñado en sintonía con el CAB y con el aval del FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Es, precisamente, durante esta época, entre Enero y Marzo de 1996, en plenas conversaciones de Perú por el Acuerdo Brady, cuando el fondo *Elliott Associates* compró por 11,4 millones de dólares en títulos de deuda externa peruana, estimados en un valor nominal de 20,7 millones.

Como era de esperarse, una vez decretado el Acuerdo, *Elliott* se negó a aceptar la reestructuración, e interpuso acciones legales contra la República de Perú en la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York, reclamando el pago del valor nominal de los instrumentos adquiridos más los intereses compuestos.

Después de dos años de proceso judicial, el juez de Primera Instancia, Robert W. Sweet, le dio la razón a Perú, argumentando, principalmente, que *Elliott* había adquirido los títulos con el único propósito de demandar al deudor, algo expresamente prohibido por las leyes de Nueva York. Se trata de la doctrina Champerty, según la cual, ninguna persona natural o jurídica puede comprar documentos de crédito vencidos con la intención y el propósito de interponer una acción o un proceso judicial con respecto a la misma.⁽²⁷⁾

Sin embargo, en Octubre de 1999, la Corte de Apelaciones de Nueva York revirtió el fallo de primera instancia del juez Sweet, afirmando,

(26) KUPELIAN, Romina y RIVAS, María Sol, Loc. Cit., pág. 21.

(27) BRUNO, Eugenio, Los Juicios Internacionales contra Países en Default, en Internet: www.quiebras-concursos.com.ar, (consultado en Marzo de 2015).

entre otras consideraciones, que *Elliott* no tuvo por objeto primario y principal demandar a Perú, por el contrario, dicha posibilidad era meramente contingente en virtud de su carácter de acreedor. Según la Corte, la normativa de prohibir la compra de créditos para litigar, no se aplicaba a este caso, por cuanto *Elliott* no compró la deuda peruana con la intención o propósito de demandar a Perú. En cambio, los jueces entendieron como objeto de dicha compra, obtener el pago completo de la deuda y, por ende, la posibilidad de iniciar acciones judiciales fue solo contingente e incidental, ya que si Perú hubiese pagado o acordado una forma de pago a favor de *Elliott*, éste no hubiese interpuesto la acción judicial.

Luego de emitida la resolución en Segunda Instancia, el caso fue devuelto al Primer Tribunal para determinar la indemnización correspondiente. En este marco, el juez de primera instancia emitió una nueva sentencia condenando a Perú a pagar la suma aproximada de 60 millones de dólares en concepto de capital e intereses. Asimismo, *Elliott* obtuvo una orden de embargo por el total de la sentencia, ejecutable contra cualquier propiedad comercial del gobierno peruano. Dicha sentencia y embargo, considerados una trascendental victoria para *Elliott* y, por lo tanto, para todos los acreedores activos en los mercados secundarios de deuda de países emergentes, obligó a Perú a resolver el no pago de una cuota de capital e intereses bajo el Plan Brady, con vencimiento el 7 de Septiembre de 2000, para evitar que dichos fondos sean "capturados" bajo el embargo a favor de *Elliott*, quien ya había notificado de la orden del mismo al agente pagador de las sumas del Brady y a la institución depositaria de dichos títulos en Europa, mediante la participación de tribunales europeos. Pero, la falta de pago de Perú, no constituyó una cesación de pagos a esa fecha, porque se preveía un plazo de gracia de 30 días para cancelar la deuda, así, el *default* efectivo se produciría recién el 7 de Octubre de 2000. Enfrentado con esta dramática amenaza de llegar a un acuerdo con *Elliott* o caer en *default*, Perú

se decidió por la primera alternativa y el 29 de Septiembre de 2000 resolvió el pago del crédito a favor de *Elliott*.⁽²⁸⁾

3.1.1- Breve comparación de los casos de Argentina y Perú

Años más tarde, en Junio de 2014, Argentina atravesó una situación muy similar a la de Perú, con respecto a decidir entre pagar al fondo NML Capital, el monto que había establecido el juez Griesa, o incumplir su fallo y entrar en *default* parcial de su deuda externa. Cabe recordar que, el 16 de Junio de ese año, la Corte Suprema de Estados Unidos había rechazado tratar la apelación del gobierno argentino en el caso contra NML Capital y otros, dejando firme el fallo original de Griesa, y el país tenía un exiguo plazo hasta el 30 de Junio para arreglar un pago con los fondos especulativos y también cumplir con el vencimiento de intereses de la deuda reestructurada en 2005 y 2010. A diferencia del caso de Perú, no existía una orden de embargo por parte de la justicia norteamericana, para retener y desviar en favor de los demandantes los fondos que depositara Argentina en el *Bank of New York Mellon*, para hacer frente a sus vencimientos, pero había una orden al Banco exigiendo congelar esos fondos y no destinarlos a los acreedores correspondientes, lo cual configuraría un incumplimiento en el pago.

En este apremiante contexto, Argentina también se vio sometida a fuertes presiones de los fondos litigantes y demás interesados en el conflicto, para cumplir con la sentencia y evitar las graves consecuencias de entrar nuevamente en *default*. A pesar de esto, luego de la última oferta, rechazada por los demandantes, el gobierno se negó a acatar el fallo de Griesa y una vez concluido el período de gracia de 30 días estipulado en los canjes para cancelar la deuda vencida, sin llegar a un acuerdo en las negociaciones efectuadas, el 30 de Julio de 2014 se confirmó la cesación de pagos parcial de la deuda externa, considerada involuntaria por muchos especialistas,

(28) Ibídem.

debido a que Argentina ratificó en todo momento sus intenciones de pagar sus obligaciones, pero la justicia norteamericana se lo impedía.

Finalizando la comparación entre los casos de Argentina y Perú, después de señalar algunas similitudes, se deben destacar como diferencias importantes el monto a pagar en cada litigio y la complejidad para poder alcanzar un arreglo, conveniente a todas las partes, en el caso argentino. Mientras que Perú fue condenado a desembolsar alrededor de 60 millones de dólares, Argentina debía afrontar un fallo adverso por una suma considerablemente superior de 1330 millones de dólares, y con la posibilidad cierta de que si los abonaba, pronto aparecerían nuevos acreedores *holdouts* litigantes, quienes sin haber participado del juicio, podían exigir el mismo tratamiento otorgado por la justicia de Estados Unidos al fondo NML Capital, entre otros.

3.2- Dart Management de Kenneth Dart

Kenneth Dart, nacido en 1955, en Estados Unidos, es un ingeniero egresado de la Universidad de Michigan, hombre de negocios, millonario y filántropo. Es dueño de Dart Management, desde donde controla el fondo de alto riesgo EM Limited, uno de los que más acciones judiciales ha iniciado contra Argentina. En nuestro país, Kenneth Dart cobró relevancia cuando, en el año 2010, logró obtener del juez Griesa un fallo a su favor, habilitando un embargo de 105 millones dólares de las cuentas pertenecientes al Banco Central de la República Argentina (BCRA), en la Reserva Federal de Nueva York. Luego, este fallo sería revocado, en 2011, por la Corte de Apelaciones de esa ciudad, con el fundamento de que los depósitos de un banco central están protegidos contra ejecuciones o embargos porque gozan de inmunidad soberana. Posteriormente, en Junio de 2012, ante la apelación de Dart, la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos ordenó dejar sin efecto el embargo dictado por Griesa.

Los inicios de su fortuna se remontan a los años 50 cuando su padre, William Dart, fundó la fábrica de envases térmicos Dart Container. La compañía, desde ese entonces, logró posicionarse en el rubro como una empresa líder. Actualmente, factura más de 1.000 millones de dólares por año y emplea a aproximadamente 15.000 personas, distribuidas en 45 plantas instaladas en Europa, Australia y América.⁽²⁹⁾ El negocio del grupo familiar le permitió a Kenneth Dart, en 1986, entrar al juego bursátil, y rápidamente deslumbró al mundo de las finanzas con sus habilidades para generar grandes ganancias.

El primer país llevado a juicio por Dart fue Brasil durante los años noventa. Un tiempo antes de la renegociación de la deuda, realizada por el gobierno brasileño, Dart compró el 4% del total de los bonos a reestructurar a un precio de 375 millones de dólares, con un valor nominal de 1.400 millones. A continuación, demandó al Estado por un monto de 980 millones, pero obtuvo finalmente 605 millones, o sea, el 161% de lo que había apostado en su maniobra de especulación. Más adelante, se focalizó en los negocios de la Rusia post comunista, vinculados con las gigantescas privatizaciones de empresas de producción y servicios energéticos, mientras continuaba con las compras de deuda en *default* de Perú y Polonia.⁽³⁰⁾

En 1994, una vez finalizado el litigio contra Brasil, Kenneth Dart renunció a la ciudadanía estadounidense y adoptó la de Belice, para evitar el pago de millones de dólares de impuestos en su país natal. Semanas después, le solicitó al entonces primer ministro de Belice, Manuel Esquivel (1993-1998), que lo propusiera como Cónsul en Florida, Estados Unidos, lugar donde reside parte de la familia Dart. Si bien Esquivel realizó el pedido,

(29) Dart Container Corporation, en Internet: www.dartcontainer.com, (consultado en Abril de 2015).

(30) ARGÜELLO, Jorge, Radiografía de un fondo buitre ensañado con Argentina, en Internet: www.embajadaabierta.com, (consultado en Abril de 2015).

la designación fue rechazada por el gobierno del ex presidente Bill Clinton (1993-2001).⁽³¹⁾

A partir de 2001, Dart fue atraído por la grave crisis económica y política de Argentina. Se dedicó a comprar títulos de deuda externa, a precios muy bajos, a través de su fondo *EM Limited*. En los años posteriores, ya ocurrida la cesación de pagos del país, se asoció al fondo *Elliott*, de Paul Singer, en distintas demandas contra Argentina por los bonos en *default*. Por ejemplo, el caso mencionado anteriormente sobre el embargo de las reservas del BCRA, o presentaciones recientes, en 2014, ante el tribunal del juez Griesa, reclamando el mismo tratamiento otorgado a los fondos ganadores del juicio contra Argentina, en virtud de los títulos en *default* que posee. Es decir, solicitó el pago de la totalidad del valor nominal de la deuda más los intereses devengados. Petición concedida por el juez en Abril de 2015.

En la actualidad, Dart reside en las Islas Caimán, donde es un miembro reconocido de la comunidad y cuenta con una relevante participación en las cámaras empresariales, confiriéndole esto un gran poder de decisión en cuestiones políticas y económicas de esa sociedad.

3.3- Aurelius Capital Management de Mark Brodsky

Mark Brodsky, cultor del perfil bajo, es un abogado egresado con honores de la Universidad de Harvard, director del fondo de alto riesgo *Aurelius Capital Management*. Es, quizás, el nombre menos conocido entre los fondos buitres, comparado con Singer y Dart, pero no por ello menos importante, ya que también participó y ganó el denominado “juicio del siglo”, llevado a cabo en los tribunales de Estados Unidos, contra la República Argentina por la deuda en *default* de 2001.

Poco se conoce sobre la vida de Brodsky, más allá de su rica carrera en los sectores financieros como abogado especialista en

(31) Ibídem.

corporaciones y casos de bancarrota. Estuvo relacionado, por ejemplo, con la quiebra de Enron. Además, trabajó durante varios años para *Elliott Management*, el fondo de Paul Singer.

En 2006, fundó, junto a Adam Stanislavsky, *Aurelius Capital Management*, con sede en Nueva York, Estados Unidos. Se trata de un fondo de estrategias múltiples de inversión en deuda, que lideró las demandas contra la Argentina, junto a NML Capital de Singer, y otros, aunque, habiendo transcurrido la mitad del año 2015, siguen sin llegar a un acuerdo con el país para cobrar el fallo favorable de la justicia norteamericana.

Brodsky fue bautizado como “*Terminator*” por el diario *The Independent*, por su escasa flexibilidad como acreedor. Llamó la atención del prestigioso periódico británico debido a la adquisición de una parte del Co-operative Bank, que se encontraba sumido en una profunda crisis durante el año 2013. *Aurelius* canjeó bonos por acciones y encabezó un grupo de doce fondos de cobertura quedándose con un 35% de la tenencia accionaria del banco. Co-op Group, la firma dominante, apenas tiene un 30%.

Algunas de las empresas víctimas de las maniobras judiciales de Brodsky han sido *Anglo Irish Bank* (tercer mayor banco de Irlanda), *Citadel Broadcasting Corporation* (la tercera mayor compañía de estaciones radiales en Estados Unidos), *Energy Future Holdings* (la mayor compañía eléctrica de Texas), y hasta la poderosa *Dubai World*, quien maneja todas las inversiones del emirato árabe.⁽³²⁾

El caso más paradigmático, y revelador de las maniobras de *Aurelius*, incluso dentro de los Estados Unidos, es el del grupo editorial *Tribune*, dueño de los diarios *Los Angeles Times* y *Chicago Tribune*. Brodsky mantiene una larga batalla tras la quiebra y un plan de reestructuración del

(32) Quién es Mark Brodsky, en Internet: www.lapoliticaonline.com, (consultado en Abril de 2015).

grupo, al que le reclama 1.500 millones de dólares por una deuda que compró en 600 millones.

Por último, a nivel país, Argentina no ha sido el único objetivo de Brodsky. *Aurelius* también compró deuda en Irlanda y Grecia.

CAPITULO IV

EL JUICIO DEL SIGLO

Sumario: 1.- Consideraciones previas; 2.- El origen del litigio; 3.- El fallo del juez Griesa sobre *pari passu*; 4.- La etapa final del juicio; 5.- ¿*Default* o *default* técnico?; 6.- Consecuencias derivadas del juicio.

1- Consideraciones previas

Para entender las causas que favorecieron la presentación de acciones legales contra Argentina por parte de los fondos buitres, es necesario remontarse al Acuerdo de Agencia Fiscal (FAA) firmado, en el año 1994, por el gobierno del ex presidente Carlos Saúl Menem y la corporación bancaria estadounidense *Banker Trust Company*, con el fin de emitir títulos de deuda pública. Este acuerdo presentaba dos características fundamentales que deben ser analizadas a continuación, ya que años más tarde constituirían los pilares en que se basaron los fondos especulativos para demandar a Argentina. Se trata de la ahora famosa cláusula *Pari Passu* y de la muy criticada renuncia a la inmunidad soberana por el país en ese acuerdo.

1.1- Cláusula *Pari Passu*

Del latín “con igual paso”. Lo que es, a veces, interpretado como “en igualdad de condiciones”, “al mismo nivel” y, por extensión, “en forma equitativa”, o, “en forma imparcial y sin preferencias”. En situaciones

concursoales, se utiliza esta expresión con valor equivalente a la "*par conditio creditorum*", es decir, para enunciar que los acreedores son "*pari passu*", significando que son todos iguales y la distribución del capital se realizará sin hacer preferencias entre ellos.⁽³³⁾

En el ámbito de las finanzas, este término hace referencia a cuando dos o más préstamos, bonos o series de acciones preferentes, tienen iguales derechos a ser abonados. Dicho de otro modo, es un compromiso adquirido por el emisor de un empréstito de no otorgar a futuros acreedores garantías o condiciones más favorables, sin hacer beneficiarios de las mismas a los adquirentes del referido empréstito.

Esta cláusula aparece en emisiones de bonos desde hace más de 100 años, sin existir una definición clara de lo que realmente significa. Hasta este juicio, ninguna corte se había expresado sobre su alcance. De allí, la relevancia desde el punto de vista jurídico de este pleito, puesto que en él se dirimía la primera pronunciación por parte de un tribunal, sobre la disposición de igualdad de trato en contratos de títulos de deuda soberana.

En este sentido, se entiende que la cláusula *pari passu*, en acuerdos sobre emisión de deuda pública, se traduce como igualdad de rango o trato igualitario, en referencia a los derechos legales o de pago. Igualdad de rango legal, significa que no hay acreedores privilegiados, ni deudas subordinadas. En otras palabras, quiere decir que un Estado no puede clasificar una deuda en un nivel de inferioridad a otra, ni cambiar unilateralmente esta condición. Por otro lado, igualdad de rango de pago, supone que, ante deudas públicas, el soberano debe pagarlas en igualdad de condiciones.⁽³⁴⁾

1.2- Renuncia a la Inmunidad Soberana

Ante cualquier problema legal que se produjera con relación a estos nuevos títulos emitidos por el Estado Nacional, se acordó resolverlos en

(33) *Pari Passu*, en Internet: www.wikipedia.org, (consultado en Mayo de 2015).

(34) DE SAGASTIZABAL, Raúl, *Argentina pelea en Nueva York el juicio del siglo*, en Internet: www.rebelion.org (28/12/12), (consultado en Mayo de 2015).

jurisdicción de tribunales extranjeros, en este caso, los de la Ciudad de Nueva York, lo que significó abdicar su condición soberana, renunciando a todo derecho que pudiera tener al emitir deuda. Esto dio paso a la pérdida de inmunidad de las naciones. La finalidad de tomar este riesgo fue brindarle seguridad jurídica a los acreedores y hacer más atractivo el crédito para los inversionistas. En realidad, este requisito se volvió prácticamente obligatorio porque, de otro modo, no se podría acceder a mercados financieros. Las principales jurisdicciones adoptadas fueron Nueva York y Londres, los dos centros financieros más importantes del mundo.

No obstante, esa disposición contractual va en contra del principio legal por el cual una parte no puede desistir a un derecho si se afectan consideraciones de índole pública o moral, por lo tanto, deberían ser declaradas nulas, cada una de las cláusulas existentes en contratos de emisión de títulos soberanos que así lo expresen. A pesar de que la renuncia a la inmunidad viola ese precepto, la jurisprudencia norteamericana no lo ha entendido de esa forma.

2- El origen del litigio

La pelea entre el país y los fondos buitres se inició con la cesación de pagos declarada el 23 de Diciembre de 2001. Sin embargo, esos fondos venían preparando el terreno desde antes. La carga de la deuda alcanzó al 160% del Producto Interno Bruto (PIB), anticipando las dificultades que tendría el país para cumplir con sus vencimientos. En ese momento, comenzaron a comprar deuda argentina a precios de remate. Esto continuó, y se intensificó, tras el anuncio de *default*. Hasta el año 2003, los precios de los bonos locales se ubicaban del 10% al 30% de su valor nominal.⁽³⁵⁾

En 2005, luego de recuperarse el producto real al nivel previo a los años de recesión, el gobierno lanzó la primera oferta de canje de deuda, finalizando con un nivel de adhesión del 76,15%. Si bien la intención era no

(35) CARRILLO, Cristian, Rapaces, en Internet: www.pagina12.com.ar (02/09/12), (consultado en Mayo 2015).

reabrir la operación, en los años siguientes, el Ministerio de Economía argentino detectó que existía alrededor de un 20% de tenedores de deuda con posibilidad de adherirse a la oferta bajo las mismas condiciones de 2005, entre los que se encontraban gremios, como la asociación de maestros de los Estados Unidos.

En consecuencia, en el año 2010, se inició una segunda ronda de canje, para responder a las críticas esgrimidas acerca de que el país no respetó a los tenedores minoritarios estadounidenses. Junto a la participación de pequeños inversores italianos y japoneses, se alcanzó el 92% de adhesión final. El 8% restante corresponde a los denominados “acreedores *holdouts*”, o sea, inversores que por distintas circunstancias no aceptaron las ofertas argentinas de reestructuración. Por lo tanto, consiste en deuda aún en default, y parte de ella está en manos de los fondos buitres que litigaron para cobrar la totalidad de los bonos, es decir, el valor nominal más los intereses devengados y punitivos por los años que llevan sin cobrar.

Desde el lanzamiento de las reestructuraciones, el gobierno argentino venía cumpliendo regularmente con sus obligaciones, según los términos de los contratos de emisión de los Bonos de Canje 2005 y 2010, aunque, solo se abonaba a los tenedores de títulos que habían aceptado las condiciones de Argentina, mientras el resto de los acreedores se mantenían impagos. Así lo decidió el país en los prospectos de los mencionados canjes, al afirmar que aquellos títulos elegibles que no se presentaran en las negociaciones, podrían permanecer en *default* indefinidamente y no se reanudarían los pagos de esos títulos después del cierre de las ofertas.

Bajo este escenario, los fondos buitres no aceptaron ninguna de las propuestas de Argentina y concurrieron a los tribunales neoyorquinos, reclamando el cobro por el valor nominal de sus bonos más los intereses compuestos, alegando que la conducta del gobierno, de excluir de los flujos de pago a los tenedores no ingresados a los canjes, violaba la cláusula de

igualdad -o pari passu- del Acuerdo Fiscal de 1994, bajo el cual se habían emitido los títulos en cuestión.

Estaba naciendo, entonces, lo que luego sería denominado por los medios de comunicación, entre otros, como “juicio del siglo”, especialmente por periodistas dedicados a cubrir temas económicos, pertenecientes a reconocidos periódicos internacionales como el *New York Times* o el *Financial Times*, debido a las implicancias y características que iría adquiriendo el pleito y a cómo los fondos especulativos lograban obtener fallos favorables en todas las instancias judiciales de los tribunales norteamericanos.

3- El fallo del juez Griesa sobre pari passu

Así fue como Thomas Griesa, un juez de la Corte de Distrito Sur de Nueva York, Estados Unidos, dictó, a principios de 2012, un fallo en el cual ordenaba a Argentina pagarles a los demandantes los intereses adeudados por sus títulos en *default*, al mismo tiempo o anticipadamente, cada vez que el país pagara intereses de la deuda emitida como parte de los canjes de 2005 y de 2010. Para Griesa, Argentina incumplió el tratamiento igualitario con respecto a los acreedores que no entraron en las negociaciones. (Ver Anexo I).

El Magistrado justificó esa medida entendiendo que “(...) *la cláusula de igualdad de trato no puede interpretarse de manera tal que permita al gobierno argentino declarar simplemente que estos derechos no se pagarán (...) La argentina disminuyó el rango de los bonos de los demandantes (1) cada vez que cumplió con sus obligaciones con los Bonos de Cambio, incumpliendo, en paralelo, con los bonos de los demandantes, y (2) cuando promulgó la Ley Cerrojo y la Ley de suspensión del cerrojo. [Estas legislaciones] representan un daño irreparable para los demandantes debido a que el rango legal [de sus tenencias] queda reducido en forma permanente frente a otros endeudamientos. [Asimismo] en caso de un eventual próximo*

default [el daño sería mayor], pues jamás recuperarían el mismo rango legal de aquellos tenedores de títulos que ingresaron en los canjes.”⁽³⁶⁾

Además, la orden del juez no sólo regía para el Estado argentino, sino para todas las partes involucradas, directa o indirectamente, en el asesoramiento, preparación, procesamiento o facilitación de pagos de los nuevos bonos. Sin embargo, la medida fue apelada por el gobierno y suspendida hasta conocer la decisión de la Cámara de Apelaciones de Nueva York sobre si efectivamente se había violado o no la cláusula *pari passu*.

El 26 de Octubre de 2012, la Cámara confirmó la decisión del juez Griesa y ordenó la devolución del expediente a la Primera Instancia para fijar el monto de la sentencia y los términos de su ejecución, los cuales, posteriormente, volverían a ser analizados por la Cámara de Apelaciones para expresar el fallo definitivo.

Antes de pronunciarse, Thomas Griesa solicitó a las partes exponer sus posiciones. Primero le tocó el turno a los fondos buitres. La presentación estuvo encabezada por NML Capital, quien ratificó el pedido de cobrar al Estado argentino el precio nominal de sus tenencias, al mismo tiempo que cancele sus obligaciones con los Bonos de Cambio. Además, proponía utilizar los fondos destinados al pago de la deuda reestructurada, si Argentina no contara con los recursos necesarios para afrontar esa exigencia. A la vez, solicitaba al gobierno realizar un depósito de garantía por U\$S 1.330 millones hasta tanto se resuelva el conflicto.

La respuesta argentina llegó pocos días después y giró en torno a tres ejes. El primero, remarcó la inequidad que representaba para los bonistas ingresados al canje, pagar a los demandantes el 100% de los títulos en su poder, y el perjuicio que implicaría para esos acreedores designar para ese desembolso las partidas consignadas al pago de los intereses, el cual se

(36) NML Capital ACP LLC II LLC contra La República Argentina, fallo Tribunal de Apelaciones de Segundo Circuito, (Nueva York, 26 de Octubre de 2012).

vería seriamente afectado. Por ello, el escrito manifestaba el total rechazo a hacer uso de esos recursos para tales fines. Asimismo, el segundo eje, negaba la potestad que se atribuía a los tribunales de Nueva York para decidir sobre ese dinero. Según Argentina, una vez realizada la transferencia a las entidades de *clearing*, inmediatamente esos fondos pasarían a ser propiedad de los tenedores de Bonos de Cambio y, además aclaraba que, esa operación se ejecutaría en territorio argentino, quedando los bienes fuera de la jurisdicción de la justicia estadounidense. Por último, la declaración expresó el daño que un fallo a favor de los buitres generaría a la economía del país y el mal precedente sentado para futuras reestructuraciones de deuda, no sólo en Argentina, sino en general, puesto que terminaría desalentando la participación voluntaria, estimulando, a su vez, la especulación a través de litigios.

La decisión del juez Griesa se conoció el 20 de Noviembre de 2012. Tal como se esperaba, el magistrado sentenció al país a pagar el 100% de los títulos en manos de los demandantes y a efectuar el depósito de garantía solicitado por la querella, antes del 15 de Diciembre, fecha en la que el Estado argentino debía pagar los intereses por la deuda reestructurada. De no realizarse, ordenó al *Bank of New York* -agente de pago de Argentina- no transferir los fondos a las cuentas de los tenedores de Bonos de Cambio.⁽³⁷⁾

Rápidamente, el gobierno argentino envió una solicitud a la Cámara de Apelaciones de Nueva York para mantener la suspensión de la sentencia de Griesa, hasta tanto se complete la apelación de Segunda Instancia. La Cámara accedió al pedido argentino y anunció un nuevo cronograma hasta el 27 de Febrero de 2013. Esta decisión generó alivio al gobierno para cumplir, en Diciembre de 2012, sin riesgo de embargos, con el esquema de pagos y vencimientos en los términos establecidos según los canjes 2005 y 2010.

(37) KUPELIAN, Romina y RIVAS, María Sol, Loc. Cit., pág. 37.

4- La etapa final del juicio

Luego de una serie de instancias y presentaciones realizadas por las partes involucradas, directa o indirectamente en el pleito, en Abril de 2013, los fondos buitres rechazaron la oferta de Argentina de reabrir el canje y pagarles en las mismas condiciones de los bonistas reestructurados, ya que pretendían cobrar toda la deuda.

Más adelante, en Agosto de 2013, la Corte de Apelaciones deja firme en su totalidad el fallo de primera instancia avalando la fórmula de pago determinada por Griesa. Aunque parezca sorprendente, los jueces interpretaron que si Argentina pagaba en su totalidad lo adeudado a los acreedores reestructurados, debía abonar, también en su totalidad, lo que les debía a los fondos buitres.

Finalmente, en Junio de 2014, la Corte Suprema de Estados Unidos rechazó tratar la apelación realizada por Argentina, confirmando lo resuelto en los tribunales inferiores. Ante esa situación, el país tenía unos pocos días, hasta el 30 de Junio de ese año, para acordar el pago a los demandantes y poder cumplir con los vencimientos de deuda reestructurada. Sin embargo, el gobierno argentino argumentó estar imposibilitado de hacer una oferta superior a la de los canjes de 2005 y 2010, debido a la cláusula RUFO (en inglés, *Rights Upon Future Offers*) incluida en sus prospectos, según la cual Argentina se obligaba a ofrecer a los bonistas reestructurados cualquier propuesta superior que llegara a hacer a los *holdouts*. Violar esa cláusula, con vencimiento el 31 de Diciembre de 2014, implicaba arruinar toda la reestructuración de deuda acordada.

En medio de las supuestas negociaciones, el país deposita en la cuenta que el *Bank of New York Mellon* (BoNY) tenía en el BCRA, los 539 millones de dólares correspondientes a los intereses de deuda, los cuales no cumplieron su destino, debido a una orden de bloqueo dictada por Griesa.

Se dio, así, una situación inédita relativa a pagos de deuda soberana: los fondos depositados por el país deudor (Argentina) para pagar

sus vencimientos, fueron bloqueados por un juez (Griesa) y no llegaron a los legítimos acreedores, pero tampoco pudieron ser embargados en favor de los litigantes, porque se encontraban en la cuenta que el agente pagador (BONY) disponía en Argentina (el juez no tenía jurisdicción fuera de Estados Unidos). En síntesis, el deudor no pudo cumplir con el pago, los bonistas reestructurados no pudieron cobrar lo que les correspondía, y los fondos buitres no lograron el embargo del dinero. Por ello, se dice que esos fondos quedaron en una especie de “limbo jurídico”.

En consecuencia, al estar imposibilitado de pagar por la justicia norteamericana, el 30 de Julio de 2014, vencido el plazo de gracia previsto para pagar, las principales agencias calificadoras de riesgo norteamericanas declaran a Argentina en “*default* selectivo” (o llamado erróneamente “*default* técnico”).

5- ¿Default o “default técnico”?

Con respecto a este tema, se generaron grandes diferencias acerca de la situación atravesada por Argentina. Para las mencionadas agencias calificadoras, como “*Standard & Poor’s* y *Moody’s*”, y algunos países, se trataba de un claro *default* selectivo porque el país no había cumplido con una parte de los vencimientos de la deuda.

Por otro lado, el gobierno argentino se negó a reconocer tal estado argumentando que los depósitos habían sido efectuados en tiempo y forma pero a raíz de una disposición del juez, los mismos no llegaron a los bonistas.

Sin embargo, numerosos economistas y abogados especialistas en deuda soberana sostuvieron que el país se encontraba en “*default* técnico” dada la imposibilidad de pagar la deuda por cuestiones ajenas al pagador.

A nuestro entender, el *default* ocurre cuando el deudor no cumple con sus obligaciones de pago. Al no poder pagar, deudor y acreedores pueden, por ejemplo, reestructurar la deuda y acordar nuevas condiciones y

montos de pago, tal como ocurrió en el caso de Argentina con los canjes de 2005 y 2010. “*Default* técnico” es un problema distinto; lo que no se cumple es una “cláusula técnica” del contrato de deuda. Los pagos de deuda, sin embargo, se siguen realizando normalmente. El deudor no deja de pagar a sus acreedores cuando cae en *default* técnico, sino que solo incumple un requisito estipulado en el contrato.

En conclusión, Argentina entró en “*default*” por dos razones: primero, que el país haya girado fondos al agente pagador en contra de la sentencia del juez Griesa, quien se refirió a esto como “ilegal”, no puede ser seriamente considerado como “pago” o muestra de “voluntad de pago”, porque los acreedores reestructurados no cobraron. Asimismo, pagar parte de la deuda no es pagar toda la deuda. Esto es *default parcial*, no *default* técnico. De forma análoga al derecho concursal, el giro de fondos de Argentina no fue válido como pago, por el mismo motivo que un banco no aceptaría como válido un pago de hipoteca si se depositan los fondos en una cuenta congelada por la justicia.

6- Consecuencias derivadas del juicio

En Junio de 2014, luego del rechazo de la Corte Suprema de Estados Unidos a la última apelación presentada por el gobierno argentino, y del posterior *default* selectivo incurrido por Argentina al no poder cumplir con los vencimientos de su deuda reestructurada, se generó una fuerte discusión internacional acerca de las consecuencias que podrían provocar las decisiones adoptadas por los tribunales de justicia norteamericanos sobre la cláusula *pari passu* y la fórmula de pago de los títulos en *default*, que resultaron favorables a los fondos buitres.

Una de las principales preocupaciones se centraba en que estos fallos servirían como antecedente para futuros litigios, alentando la actividad especulativa realizada por estos agentes económicos. Se argumentó que los países con problemas de deuda podrían encontrar mayores dificultades para

renegociar sus obligaciones, si los acreedores decidieran no aceptar nuevos términos y exigir, mediante demandas judiciales, el cobro de la totalidad del valor nominal de sus títulos más los intereses. De esta manera, al no obtener un nivel de adhesión aceptable, las reestructuraciones de deuda no lograrían cumplir su objetivo fundamental de funcionar como un alivio económico para los países asfixiados por sus deudas impagables.

Se debe entender que, las inversiones financieras en títulos emitidos por Estados con un amplio historial de cesación de pagos, constituyen inversiones de alto riesgo, y por ello, brindan elevadas tasas de interés. Sin embargo, también existe la posibilidad cierta de no cobrar los títulos, ni sus rendimientos, cuando el deudor atraviesa graves dificultades económicas y financieras. Es en este caso, cuando los países seriamente endeudados y con inconvenientes para afrontar sus vencimientos, pueden recurrir a una reestructuración de deuda y acordar nuevas condiciones con sus acreedores para poder pagar y superar la crisis. Si tal alternativa no existiera, sólo les quedaría permanecer continuamente en circunstancias adversas, de pobreza y baja calidad de vida. Es decir, nunca habría un volver a empezar de cero, con todos los efectos desagradables que esto implica.⁽³⁸⁾

En las crisis de deuda, la culpa tiende a recaer sobre los deudores. Se endeudaron demasiado. Pero los acreedores son igualmente responsables –prestaron demasiado y de manera imprudente. De hecho, se supone que los prestamistas son expertos en gestión y evaluación de riesgos, y en ese sentido, la responsabilidad debería ser de ellos. El riesgo de cesación de pagos o de reestructuración de deuda, alerta a los acreedores a ser más cuidadosos en sus decisiones sobre préstamos.⁽³⁹⁾

Consideramos que deben existir normas para regular estas situaciones e impedir la actuación de agentes especulativos, que solo buscan comprar deuda en *default* y presentar demandas en las cortes de justicia

(38) STIGLITZ, Joseph, La victoria de los buitres, en Internet: www.project-syndicate.org (04/09/13), (consultado en Mayo de 2015).

(39) Ibidem.

para reclamar pagos, generalmente, muy superiores a las sumas que desembolsaron por los bonos.

Por lo tanto, es de gran importancia que se tomen las medidas necesarias, a nivel internacional, para proteger las reestructuraciones de deuda soberana y limitar las acciones judiciales que puedan obstaculizarlas.

6.1- Emisión de deuda sin cláusula *pari passu*

Una de las primeras consecuencias del fallo del juez Thomas Griesa de Octubre de 2012, fue que los estados soberanos comenzaron a reconsiderar la inclusión de la cuestionada cláusula *pari passu* en los contratos de emisión de bonos. Tal fue el caso de Belice, un pequeño país centroamericano, que se convirtió, en Marzo de 2013, en el primero en colocar deuda (U\$S 1000 millones) bajo las normas de la jurisdicción de Nueva York, aclarando que no respetará la cláusula *pari passu* ante una situación de crisis de pagos y estableciendo que, en un escenario de este tipo, con un 75% de aceptación de los bonistas en *default*, se considerará avalado un eventual canje de deuda.⁽⁴⁰⁾

Este fue el primer registro concreto donde la situación de Argentina y su largo juicio contra los fondos buitres fue tomada como referencia, y se impuso, por parte del emisor, una aclaración puntual sobre cómo se manejaría una eventual circunstancia de reestructuración de deuda.

En el escrito presentado por el banco central de Belice se aclaró que cualquier referencia de cambios en los mecanismos de pagos debido a una eventual dificultad, y que lleve a un proceso de renegociación de las liquidaciones y las formas de pago, será considerado como avalado si el 75% de los tenedores está de acuerdo con los cambios.

Sin embargo, la legalidad de la condición del 75% es cuestionable, al no existir legislación norteamericana que reasegure que, con la aceptación

(40) BURGUEÑO, Carlos, Belice: primera víctima del caso argentino contra buitres, en Internet: www.ambito.com (01/03/13), (consultado en Mayo de 2015).

de ese porcentaje, no regirá el criterio "pari passu". Así, un acreedor que integre el 25%, que no acepte una reestructuración de deuda ante un eventual *default*, podría recurrir a la Justicia de EE.UU. para que se le reconozcan sus derechos.

En consecuencia, abogados de Nueva York, especialistas en el tema, afirmaron que, la única opción para que este peligro quede eliminado, sería una ley federal sancionada por el Congreso norteamericano que permita la emisión de deuda sin la problemática cláusula.

6.2- Cláusula de Acción Colectiva

Una de las alternativas para subsanar el vacío legal existente acerca de una adecuada reestructuración de deuda soberana, son las cláusulas de acción colectiva (CAC), que se comenzaron a incluir en algunas emisiones de bonos soberanos a partir de los fallos de la justicia norteamericana favorables a los fondos buitres. Es un mecanismo alternativo por el que se facilita la reducción de la deuda pública emitida por un país, si una mayoría de los inversores o tenedores de esos bonos aceptan una quita. Las mismas surten efecto cuando un país está cerca de entrar en una suspensión de pagos, por lo tanto se consideran de contingencia. Describen tan precisamente como sea posible, los procedimientos por los cuales los poseedores de un instrumento específico de deuda interactuarían con el Estado deudor, y entre ellos, en caso de requerimiento del Estado de reestructurar esas obligaciones.

Estas cláusulas, además de la tradicional acción de la mayoría, incluyen:⁽⁴¹⁾

- Cláusulas de representación que autorizarían al síndico de un grupo de tenedores de bonos, para actuar como intermediario entre esos tenedores y el deudor, en la etapa temprana de una reestructuración;

(41) BOORMAN, Jack, Enfoques Alternativos para la Reestructuración, en "Crisis Financieras Internacionales – FIEL", pág. 67.

- Cláusulas de iniciación que podrían proporcionar protección temporal contra litigios por una minoría de tenedores de bonos, y
- Cláusulas de agregación que agruparían efectivamente las demandas de los acreedores de todas las diferentes emisiones de bonos, para los fines de la votación.

Se encuentran en proceso de discusión, dos puntos relativos a las CAC: uno sobre la formulación y la efectividad potencial de las cláusulas más innovadoras, y otro respecto de cómo incentivar su utilización. Aunque se requiere el esfuerzo continuo de todos los involucrados, y el sector privado mantiene firme la promesa de un avance rápido en esta iniciativa, parecería que se ha logrado muy poco progreso al respecto. A partir del juicio contra Argentina, el FMI y otras instituciones financieras han empezado a fomentar y estimular el uso de estas cláusulas en los contratos de emisión de bonos soberanos, pero falta mucho para encontrar su adecuada implementación.

Los objetivos de las CAC son facilitar y agilizar los procesos de reestructuración de la deuda pública. Los facilita porque el país que va a modificar las condiciones de sus bonos solo necesitará negociar los cambios con una mayoría de bonistas y no con todos ellos. Y los agiliza porque incentiva a los inversores a aceptar las nuevas condiciones, aunque sean peores que las originales, ya que de no hacerlo podrían finalmente no recuperar nada de su inversión.⁽⁴²⁾

Esta alternativa de solución puede llegar a parecer muy similar a un mecanismo legal de reestructuración de deuda soberana (MLRDS), pero su diferencia fundamental, es que las CAC cuentan con la inclusión de varias cláusulas en la emisión de bonos individuales y, como resultado, dejaría la jurisdicción a los tribunales del país o del Estado bajo cuyas leyes se emitieron los instrumentos de deuda. En cambio, MLRDS, proporcionaría una solución más sólida e integral, ya que sería un régimen universal y uniforme aplicable a todos los países soberanos, contando con un mecanismo

(42) Ibídem.

permanente para garantizar la integridad del proceso, así como la resolución de los litigios. A su vez, existiría un foro independiente o, en el mejor de los casos, un tribunal, capaz de dirimir litigios que pudieran surgir basándose en un cuerpo legal único para todos los países soberanos.

A pesar del problema de la jurisdicción, no hay duda de que la inclusión de las CAC –si fuera posible formularlas de modo que las aceptasen los mercados y emisores de todas las jurisdicciones, y si pudieran ser incluidas uniformemente en todos los instrumentos de nueva deuda– constituiría una mejora significativa respecto de la situación actual. Esto permitiría controlar una reestructuración cuando fuera necesario, y haría más fácil predecir el proceso. Sería un gran avance, pero no suficiente.

Incorporar cláusulas aceptadas ampliamente y de largo alcance a todas las nuevas emisiones de deuda soberana sería casi una utopía, dada la evidente dificultad en llegar a un acuerdo respecto de su formulación y las distintas opiniones expresadas por muchos acreedores privados y deudores de mercados emergentes, sobre la conveniencia de su inclusión en nuevas emisiones.

También existen cuestiones legales en juego relacionadas con la formulación inicial de algunas de las cláusulas sugeridas recientemente. Para elaborar una cláusula procesal, por ejemplo, habría que conciliar diferentes tradiciones legales. Por ello, la redacción de esas cláusulas sigue siendo endeble, en particular, respecto de las condiciones bajo las cuales un Estado podría iniciar el procedimiento de reestructuración y una moratoria paralela.

Así pues, queda mucho camino por recorrer antes de poder formular cláusulas efectivas, incluso para lograr las metas más limitadas. De igual modo, no han tenido mucho éxito hasta la fecha los esfuerzos dirigidos a elaborar mecanismos efectivos para alentar a los deudores a que incluyan esas cláusulas en sus deudas.

6.3- El proyecto presentado por Argentina en la ONU

En Septiembre de 2014, en plenas discusiones internacionales acerca del impacto que podría generar el juicio ganado por los fondos buitres, Argentina y el G77 más China, presentaron en la ONU una moción para diseñar y establecer un marco jurídico legal a nivel global, para los procesos de reestructuración de deuda soberana. La iniciativa fue aprobada con el voto positivo de 124 naciones, mientras que sólo 11 lo hicieron en contra y 41 se abstuvieron de emitir opinión. Se trató de una votación histórica, ya que por primera vez, Naciones Unidas decidía tratar en su seno un tema relacionado con los problemas de deudas de países, algo tradicionalmente relegado a las instituciones como el FMI y el Banco Mundial.⁽⁴³⁾

Argentina contó con el apoyo de una mayoría indiscutible de países emergentes, además de Brasil, Rusia, China y Sudáfrica. Por la negativa se pronunciaron una mayoría de países desarrollados y en proceso de desarrollo, entre los que se destacaron: Estados Unidos, Japón, Alemania, Inglaterra, Canadá, Israel, Australia, Finlandia, Hungría, Irlanda y República Checa. Se abstuvieron 41 países, entre los que se ubicaron países europeos como Italia y Francia, y México, por Latinoamérica. Para sostener la posición en contra o de abstención, los países argumentaron que ya existe el tratamiento de deuda en el seno del FMI, quien tradicionalmente tuvo ese rol, y que Naciones Unidas no es un organismo preparado, o bien que se requería más tiempo para considerar la propuesta.

Meses después, en Diciembre de 2014, la ONU votó a favor de iniciar las negociaciones para la creación de un marco legal multilateral para los procesos de reestructuración de deuda soberana, dio su aval a la

(43) LAUDONIA, Mara, ONU avala elaboración de marco jurídico para procesos de reestructuración de deuda, en Internet: www.telam.com.ar (09/09/14), (consultado en Mayo de 2015).

concreción de un comité ad hoc para llevar adelante ese tema, y estableció un calendario de reuniones de trabajo para el año 2015. Tanto Australia, como Estados Unidos, Japón y los países de la Unión Europea, ratificaron su negativa a acompañar la resolución, al considerar que el marco adecuado para tratar el tema es el FMI y no la ONU.⁽⁴⁴⁾ Además, en ese mismo mes, se aprobó el financiamiento del Comité que se encargaría de la redacción del mencionado marco legal, concluyendo así, el proceso de debate y aprobación iniciado en Septiembre.

Finalmente, en Febrero de 2015, Argentina presentó el documento con una serie de reglas básicas para desarrollar los canjes de deuda. El objetivo central consiste en minimizar el accionar especulativo del sistema financiero internacional. Y también, impedir que decisiones judiciales en cortes extranjeras afecten los acuerdos alcanzados. Una de las principales innovaciones introducidas en el proyecto argentino, es la creación de una Comisión Veedora que estará compuesta por tres países. Ese organismo supervisará las negociaciones y mediará entre las partes, cuando sea necesario. La función fundamental de los veedores será la de relegitimar ante la comunidad global la reestructuración.⁽⁴⁵⁾

En la actualidad, la participación en una negociación es opcional y un acreedor puede decidir no intervenir y/o recurrir a la vía legal. La propuesta de Argentina establece que los términos financieros –la quita de capital, la reducción de intereses y/o extensión de plazos– serán extendidos de forma obligatoria al 100% de los acreedores, cuando la adhesión a la oferta alcance una porción mayoritaria. No obstante, este primer acercamiento no definió ese número en cuestión. Las leyes de quiebras para las empresas privadas consideran que, el visto bueno del 66%, es suficiente

(44) ONU aprobó avanzar con marco legal para reestructuraciones de deudas, en Internet: www.ambito.com (05/12/14), (consultado en Mayo de 2015).

(45) LUKIN, Tomás, La propuesta para cambiar las reglas del juego, en Internet: www.pagina12.com.ar (09/02/15), (consultado en Mayo de 2015).

para que la propuesta alcance a todos. Para el convenio en discusión, la cantidad de voluntades necesarias podría ser inferior.

Asimismo, el documento advierte que, la ausencia de un marco legal multilateral para conducir las reestructuraciones de deuda soberana, permitió a un pequeño grupo de fondos, altamente especulativos y litigiosos, desplegar estrategias abusivas, con el fin de obtener ganancias extraordinarias bloqueando los esfuerzos estatales legítimos destinados a hallar soluciones eficientes, equitativas, legales y sustentables para sus crisis de deuda.

En consecuencia, existen dos propuestas para cubrir esa carencia del sistema financiero internacional. Un enfoque contractual y un abordaje estatutario (marco legal). Con el respaldo de los principales actores del mercado y los países centrales, el primero propone modificar los contratos de los bonos soberanos. Aunque se trata de un paso adelante, modificar las cláusulas de los contratos ha demostrado ser insuficiente para resolver los múltiples y complejos desafíos que presentan las reestructuraciones de deuda soberana. La alternativa propuesta por el país es un marco jurídico internacional que ofrezca reglas claras para llevar adelante una reestructuración soberana.

A continuación se detallan los principales puntos del proyecto:⁽⁴⁶⁾

1) Un convenio internacional: en el marco de las Naciones Unidas, donde los países se sumarán en forma voluntaria. No será vinculante, pero quienes adhieran se comprometerán a respetarlo.

2) Punto de partida: reestructurar la deuda es una decisión soberana, por ello, para abrir el proceso alcanza con la declaración del interesado. El Estado con problemas de deuda deberá comunicar su decisión a sus acreedores y a los países que adhieran al convenio. Todos ellos deberán recibir una explicación sobre las razones del uso del mecanismo

(46) Ibídem.

multilateral, así como una descripción sobre las políticas económicas que, junto con la reestructuración, permitirán llevar la deuda a un nivel sostenible.

3) Normas básicas: Argentina propone codificar un conjunto de principios y reglas legales generales vinculadas a los procesos de reestructuración de deuda soberana presentes en la mayoría de las legislaciones nacionales, incluso en la norteamericana. Para evitar imitadores internacionales del juez Griesa, se establece que, los estados adherentes y sus autoridades judiciales, “no podrán adoptar medidas a pedido de un grupo minoritario de acreedores, que afecte un acuerdo de reestructuración alcanzado por un país y la mayoría de sus acreedores”.

4) Un año y medio para negociar: la finalización y clausura definitiva de las negociaciones está preestablecida. Para evitar que la reestructuración se prolongue indefinidamente. El plazo podría extenderse por doce meses más.

5) Todos adentro con el mismo tratamiento: según el convenio “un acuerdo aprobado por las mayorías calificadas que se establezcan, será vinculante para todos los acreedores”.

6) Sin juicios: una vez iniciada una reestructuración, se suspenden automáticamente todas las acciones judiciales (o los intentos de ejecución de las sentencias), iniciadas en los países adherentes al convenio.

7) Comisión veedora: como las crisis de deuda soberanas afectan a la comunidad internacional, el proyecto garantiza que todos los adherentes a la convención participen del proceso. La comisión veedora estará compuesta por representantes de tres países. Uno será seleccionado por el Estado que reestructura sus pasivos y los otros dos por los adherentes al marco jurídico. Supervisarán el cumplimiento del mecanismo legal y realizarán un reporte una vez que termine el acuerdo. La comisión no revisará la decisión de un país de llevar adelante una reestructuración y tampoco el acuerdo aprobado por una mayoría de acreedores.

CAPITULO V

NECESIDAD DE UN NUEVO MECANISMO DE REESTRUCTURACION DE DEUDA SOBERANA

Sumario: 1.- Descripción de la situación actual y algunas propuestas; 2.- Análisis de las legislaciones concursales vigentes; 3.- Características básicas para una nueva forma de reestructuración; 4.- Aplicación práctica

1- Descripción de la situación actual y algunas propuestas

Los gobiernos, a veces, tienen que reestructurar sus deudas. Se trata de un procedimiento totalmente legítimo y, generalmente esencial, que permite a los países restablecer el suministro de servicios públicos básicos y recuperar sus economías, como le ocurrió a Argentina después de su incumplimiento del pago de la deuda en el año 2001. De lo contrario, la estabilidad económica y política de un país puede verse amenazada.

Así es como, en ausencia de un estado de derecho internacional para solucionar los incumplimientos soberanos, el mundo paga un precio más alto de lo adecuado para tales reestructuraciones. Este vacío legal significa que no existe un procedimiento de quiebra acordado para cuando los gobiernos no tengan capacidad para pagar sus deudas, y se hace difícil investigar si las sumas adeudadas son realmente legítimas, es decir, contraídas por gobiernos responsables que actúan en interés de sus pueblos. El resultado es un mercado de deuda soberana en mal

funcionamiento, marcado por luchas innecesarias y costosas demoras en resolver los problemas que puedan surgir.

En Argentina, las batallas de las autoridades nacionales con los fondos buitres, quienes constituyen solo un pequeño número de inversores, ponen en peligro la reestructuración de la deuda entera, acordada voluntariamente por una abrumadora mayoría de los acreedores del país. En Grecia, la mayor parte de los fondos de "rescate" de los programas temporales de "asistencia" se destinaron para el pago a los acreedores existentes, mientras tanto el país se ve obligado a implementar políticas de austeridad contribuyendo poderosamente a una disminución del 25% en el PIB y dejando a su población al borde de la ruina.

Así, la pregunta de cómo gestionar la reestructuración de la deuda soberana -para reducirla a niveles razonables- es más urgente que nunca.

El sistema actual pone excesiva confianza en las "virtudes" de los mercados, propiciando el libre juego de la oferta y la demanda. Como se puede saber, las disputas generalmente no se resuelven sobre la base de reglas que aseguren una resolución justa dada la inequidad en la negociación, ya que ricos y poderosos suelen imponer su voluntad a los demás. Normalmente, los resultados de estos procesos son desiguales e ineficientes.⁽⁴⁷⁾

En muchas ocasiones, se piensa que el sistema, por sí mismo, hace un buen trabajo. Pero esto no es así. Los países más débiles, por lo general, tienden a aceptar y a someterse a condiciones injustas estipuladas por los grupos económicos poderosos como única alternativa para salir de la crisis. Entonces, la interrogante es: ¿A qué costo para sus ciudadanos? ¿Qué tan bien funcionan las reestructuraciones? ¿Se ha puesto al país en un escenario conveniente y sostenible con respecto a la deuda? Con demasiada frecuencia, como los defensores de este tipo de

(47) STIGLITZ, Joseph, Por una Ley para la Deuda Soberana, en Internet: www.project-syndicate.org, (consultado en Junio de 2015).

sistema no se hacen estas preguntas, experiencias anteriores marcan que una crisis de la deuda es seguida por otra.

En la actualidad, la reestructuración de la deuda de Grecia efectuada, en 2012, es un ejemplo de ello. El país jugó de acuerdo con las "reglas" de los mercados financieros y se las arregló para finalizar la reestructuración rápidamente; pero el acuerdo era malo y no ayudó a la economía a recuperarse. Tres años más tarde, Grecia está en desesperada necesidad de una nueva reestructuración.

Todos han llegado a la conclusión de que "los remedios contractuales" por si solos no son suficientes. En su lugar, es imprescindible promulgar leyes de bancarrota para países, con el fin de proporcionar las normas básicas para la negociación entre acreedores y deudores, promoviendo así la eficiencia y la equidad.

Las reestructuraciones de deuda soberana son aún más complicadas que una bancarrota interna: están colmadas de problemas de múltiples jurisdicciones, litigantes implícitos y explícitos, y activos incorrectamente definidos pudiendo ser recurridos por los demandantes. Por ello, resulta sorprendente la afirmación de algunos interesados en el tema, como el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, acerca de que no existe necesidad de un estado de derecho internacional para estas cuestiones.

En verdad, puede no ser factible implementar de forma inmediata un código completo de bancarrota internacional, pero sí se podría alcanzar un consenso en muchos temas. Por ejemplo, un nuevo marco debería incluir cláusulas previendo la suspensión de litigios mientras la reestructuración se esté llevando a cabo, lo que limitaría las posibilidades de comportamiento perturbador por parte de los fondos buitres.⁽⁴⁸⁾

También debería contener disposiciones para situaciones de préstamos en mora: los prestamistas dispuestos a otorgar créditos a un país

(48) Ibidem.

en proceso de reestructuración, deberían recibir un tratamiento prioritario. Tales acreedores tendrían así un incentivo para proporcionar recursos frescos a los países cuando más los necesitan.

Además, debería haber un acuerdo para impedir a los países ceder sus derechos básicos. No puede haber una renuncia voluntaria de la inmunidad soberana, así como ninguna persona puede venderse como esclavo.

Asimismo, debería haber límites relativos a la medida en que un gobierno democrático puede comprometer a los gobiernos posteriores. Esto es particularmente importante debido a la tendencia de los mercados financieros a persuadir a los políticos imprudentes para que aflojen sus correspondientes restricciones presupuestarias y se endeuden, o para prestar a los gobiernos evidentemente corruptos como el régimen de Yanukovich (ya derrocado en Ucrania), a expensas de las generaciones futuras. Esta limitación mejoraría el funcionamiento de los mercados de deuda soberana, al exigir una mayor investigación previa con respecto a la actividad crediticia de los países.

Un marco de "leyes blandas", que contenga estas características y sea implementado a través de una comisión de supervisión, actuando como mediador y supervisor del proceso de reestructuración, podría resolver algunas de las ineficiencias e inequidades de hoy en día. No obstante, como el marco debe ser consensual, su aplicación no debería basarse en una institución que esté estrechamente ligada con uno u otro lado del mercado. Es decir, la regulación de la reestructuración de la deuda soberana no puede recaer en el Fondo Monetario Internacional, quien se encuentra asociado con los acreedores (y es un acreedor en sí). Entonces, para minimizar la posibilidad de conflictos de intereses, el marco podría ser implementado por las Naciones Unidas, una institución más representativa que está tomando la iniciativa en la materia, o por una nueva institución global independiente.

Por lo tanto, consideramos de gran utilidad la existencia de una corte de quiebras internacional para dirimir cualquier clase de conflicto relacionado con deudas soberanas.

La crisis en Europa es sólo el último ejemplo de los altos costos - para acreedores y deudores por igual- debido a la ausencia de un marco legal internacional para resolver las crisis de deuda soberana. Tales crisis seguirán ocurriendo. Por ello, si se pretende que la globalización funcione para todos los países, se deben cambiar las reglas sobre préstamos soberanos. Entendemos que las modestas reformas mencionadas, constituyen una manera adecuada para iniciar este largo proceso de cambios.

2- Análisis de las legislaciones concursales vigentes

¿Qué propiedades debería tener un marco jurídico para incentivar a los deudores y acreedores a ponerse de acuerdo sobre una reestructuración rápida, ordenada y predecible, con respecto a una deuda insostenible? Aunque las características de modelos legislativos nacionales existentes proporcionan una orientación importante acerca de cómo abordar los problemas de acción colectiva entre los acreedores en un contexto de insolvencia, la aplicabilidad de estos modelos está limitada por las particularidades propias de un Estado soberano.

Cuando una compañía en dificultades financieras -aun viable en el corto plazo- ya no puede pagar su deuda, tiene la posibilidad de recurrir a la legislación concursal, donde está previsto el marco jurídico necesario para llegar a un acuerdo entre el deudor y los acreedores. Una ley de quiebras que establezca una reorganización administrada por la justicia, brinda los incentivos y otorga las garantías necesarias para lograr un acuerdo de reestructuración de deuda, incluyendo, muchas veces, importantes quitas.

Como se analiza a continuación, la mayoría de las leyes concursales bien desarrolladas incluyen las siguientes características:

(I) Suspensión del trámite de los juicios de contenido patrimonial contra el concursado por causa o título anterior a su presentación en concurso preventivo, salvo, procesos de expropiación, procesos basados en relaciones de familia, procesos de conocimiento, entre otros, los cuales se tramitaran en el juzgado donde se hubiesen radicado originariamente (art. 21 LCQ).

(II) Medidas que protegen los intereses de los acreedores durante el período de negociación. Por ej.: Actos permitidos bajo vigilancia del síndico (art. 15 LCQ), Actos sujetos a Autorización judicial (Art. 16 *in fine* LCQ), Actos prohibidos (Art. 16 LCQ);

III) Mecanismos que otorguen nuevo financiamiento durante el procedimiento;

IV) Una disposición obligando a todos los acreedores, representantes de la minoría, a aceptar algún/os acuerdo/s logrado/s por una mayoría cualificada y cuando el juez lo considere conveniente, siempre que se cumpla la totalidad de los requisitos exigidos, situación denominada en la legislación Argentina como “*CRAMDOWN POWER*”.

V) En ningún caso, el juez podrá homologar una propuesta abusiva o fraudulenta, ya sea en perjuicio de acreedores o del deudor.

VI) Se establecen medidas judiciales necesarias para el cumplimiento del acuerdo (Art. 53LCQ)

Todas estas propiedades sirven para garantizar tanto el valor de la empresa en funcionamiento, como el valor de los créditos de cada uno de los acreedores de la misma.

Estas particularidades son relevantes para una discusión acerca de un mecanismo adecuado de reestructuración de la deuda soberana. Sin embargo, la aplicabilidad de las principales características de una legislación destinada a salvar una empresa con problemas financieros, está limitada en ciertos aspectos importantes.

En primer lugar, y quizás lo más importante, las disposiciones referidas a un concurso privado operan dentro de un contexto de una potencial liquidación del deudor, que no podría aplicarse a un Estado soberano. Es decir, en el caso de no prosperar el concurso, ya sea porque no se alcanzó las mayorías necesarias para lograr el acuerdo, o por otras razones, el próximo paso sería la declaración de quiebra y la distribución final. Por otra parte, la liquidación potencial de la empresa también limita los términos de cualquier propuesta de reestructuración. Esto es porque los acreedores no pueden ser obligados a aceptar condiciones en virtud de las cuales recibirían menos de lo que hubieran recibido en una liquidación.⁽⁴⁹⁾

En segundo lugar, las propuestas pueden incluir la “Reorganización de la sociedad deudora” (Fusión, transformación, escisión), o la Capitalización de créditos en acciones. Como es claro, estas singularidades no pueden ser aplicadas a un Estado soberano.

A continuación se explicarán algunas de las características incluidas en las leyes concursales, que proporcionan incentivos a las empresas para la reestructuración de sus deudas, una vez declarada la cesación de pagos:⁽⁵⁰⁾

a) Tras la apertura de un concurso preventivo, se suspenden todas las acciones legales de carácter patrimonial iniciadas por los acreedores en contra del deudor, salvo excepciones, otorgando así, una protección frente a eventuales desmembramientos del patrimonio, evitando, además, la disminución del valor del mismo. Esto no solo protege al deudor, también beneficia a los acreedores del mismo, de lo contrario, probablemente algunos inicien acciones judiciales por temor a que otros lo hagan. Además, desde ese momento, se suspenden los intereses de los créditos de causa o título anterior a la presentación, salvo excepciones.

(49) KRUEGER, Anne, *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*, en “Fondo Monetario Internacional”, (Estados Unidos, Abril 2002), pág. 16.

(50) *Ibidem*.

b) Durante el procedimiento, se imponen ciertas restricciones legales sobre las actividades del deudor y la obligación de formular una propuesta de acuerdo, en un plazo determinado por el juez (período de exclusividad). Dentro de estas restricciones podemos encontrar:

- Actos permitidos bajo vigilancia del síndico: Actos conservatorios y actos de administración ordinaria.

- Actos sujetos a autorización judicial: actos que, sin estar prohibidos, exceden la administración ordinaria del giro comercial del concursado.

- Actos prohibidos: actos a título gratuito y actos que alteren la situación de los acreedores anteriores a la presentación en concurso.

A su vez, la ley también prevé ciertos funcionarios y empleados de los concursos, designados por el juez, quienes actúan como auxiliares de la justicia. El principal funcionario es el síndico (contador público), encargado, entre otras cosas, de presentar el informe individual de cada uno de los créditos reclamados, como también el informe general y allí recomendar al juez lo que considere conveniente. Además del síndico, podemos encontrar un Coadministrador, un evaluador y un comité de control, quienes tendrán a su cargo funciones específicas para garantizar el cumplimiento del acuerdo, de los decretos y de las leyes vigentes.

c) Una vez aprobada la propuesta de acuerdo por las mayorías necesarias, y cuando se cumplan con todos los requisitos exigidos por la ley, será vinculante para todos los acreedores que presentaron su disconformidad. Es durante este proceso, donde actúa el comité de control antes mencionado, el cual es un órgano con amplias facultades de información y consejo:

- Requerir información al síndico y al concursado.

- Exigir la exhibición de libros, registros legales y contables.

- Proponer planes de custodia y conservación del patrimonio del concursado.

- Solicitar audiencias ante el juez.
- Contratar asesores profesionales.
- Solicitar cualquier medida que considere conveniente.

Todo ello con el fin de supervisar el proceso, las negociaciones y evitar cualquier intento de fraude, tanto en el acuerdo como en la votación.

Aunque los principios y características enunciados anteriormente, son indiscutiblemente limitados en un contexto de deudas soberanas, podrían resultar una orientación interesante para el diseño de un nuevo mecanismo de reestructuración de deuda soberana.

3- Características básicas para una nueva forma de reestructuración

Teniendo en cuenta el objetivo del mecanismo de proporcionar un marco para una reestructuración ordenada, previsible y rápida de la deuda, en el cual, se preserve el valor reclamado por los acreedores y la estabilidad e integridad del deudor, se podría incluir lo siguiente:

- Régimen de las mayorías: La creación de un mecanismo que permita la adhesión de la minoría discrepante de los acreedores, frente al voto afirmativo de una mayoría calificada, sería el elemento más importante de cualquier nuevo marco de reestructuración. Desde el punto de vista de la mayoría de los acreedores, les proporcionaría mayor confianza, al aceptar un acuerdo de reestructuración donde exista una condonación importante de la deuda; de esta forma, el arreglo no podría ser utilizado por otro grupo minorista como medio de presión para exigir el total adeudado. Para la mayoría, este comportamiento perturbador no solo altera cuestiones de equidad entre acreedores, también reduce la capacidad del deudor para cumplir con el total de una deuda reestructurada. Desde el punto de vista del soberano, este mecanismo constituye un claro beneficio, al representar una solución a los problemas de acción colectiva, permitiendo llegar a un pronto acuerdo de

reestructuración de la deuda. Además, se elimina la amenaza de litigios (de contenido patrimonial) por acreedores disidentes que interrumpen el cumplimiento del acuerdo de una reestructuración de la deuda.

- Las cláusulas colectivas constituyen el elemento principal en la emisión de los bonos soberanos. Sin embargo, estas disposiciones solo afectan a los tenedores de bonos pertenecientes a una misma emisión, de lo contrario no tienen efecto, es decir no son aplicables a otros tipos de deuda. Para hacer frente a esta clase de problemas, se deberían implementar disposiciones similares a las existentes en leyes concursales, donde se considera como una sola masa a los créditos de todos los acreedores, independientemente de su naturaleza, para alcanzar el acuerdo con las mayorías requeridas. Esto no implicaría la equiparación de todos los créditos, sino que debería respetarse una serie de privilegios fundados en preceptos legales tal como lo establecen leyes concursales. Logrando este acuerdo, se evitaría un inminente default, y el país deudor podrá preservar el valor de sus activos, estabilizar su economía y cumplir con sus acreedores.

- Suspensión de acciones legales: En caso de haberse declarado al Estado soberano en cesación de pagos y haberse producido la apertura de un “concurso”, se deberían suspender los litigios iniciados por los acreedores después de la suspensión de los pagos, pero antes de lograr un acuerdo de reestructuración, esto apoyaría al efectivo funcionamiento de las disposiciones sobre la reestructuración de la mayoría. Esto quedaría estipulado por medio del voto de una mayoría calificada de acreedores para aprobar un aplazamiento de los litigios. En un contexto empresarial, la suspensión de los mencionados litigios tiene por objeto reforzar la acción colectiva, evitando una carrera en la justicia en contra del deudor, lo cual podría socavar la capacidad de la compañía como empresa en funcionamiento, lo que iría en detrimento tanto del deudor como de los acreedores. La existencia del riesgo de litigio podría

trabar las negociaciones acerca de una reestructuración. Este riesgo aumentaría si, como resultado de una disposición para lograr una reestructuración por mayoría, la única oportunidad de aplicar la ley es antes y no después de la conclusión de un acuerdo. Por esta razón, entre otras, las cláusulas de acción colectiva en bonos soberanos internacionales contienen disposiciones que permiten bloquear la acción de una minoría antes de llegar a un acuerdo.

- Protección de los intereses de los acreedores: Un mecanismo de reestructuración de deuda soberana necesitaría incluir salvaguardas para garantizar los intereses de los acreedores durante todo el período de negociación. Estas salvaguardas deberían tener dos elementos complementarios: en primer lugar, el deudor no deberá realizar pagos o beneficiar a ciertos acreedores durante el proceso de negociación, a fin de evitar la disipación de recursos pertenecientes al deudor. Para esto se deberían incluir algunas de las restricciones legales impuestas para el deudor (como se mencionó anteriormente) en las leyes concursales. En segundo lugar, otorgar garantías, asegurando a los acreedores que las políticas seguidas por el deudor son coherentes con su capacidad de pago y su capacidad de crecimiento, avaladas por algún organismo internacional como podría ser el FMI.

- Prioridad de financiación: Es imprescindible la prestación de fondos de los acreedores en cantidades apropiadas, en un contexto de buenas políticas, luego de realizar un análisis profundo y haber sido aceptado tanto por una mayoría como por alguna autoridad competente independiente, semejante a la figura de un juez. Esto ayudaría a estabilizar su capacidad financiera y generar los recursos necesarios para aumentar su capacidad de pago y cumplir con sus obligaciones. Para ello, se deberán proporcionar las garantías necesarias y determinados beneficios, para incentivar a nuevos acreedores, o a los ya existentes (en forma regulada), a otorgar recursos financieros frescos.

Esto sería similar al financiamiento de deudores en convocatoria de acreedores.

- La creación de una corte internacional de quiebras, o bien, un foro internacional donde se verifiquen los créditos, asegure la integridad del proceso de votación y diriman los litigios que pudieran surgir.

De esta manera, todas las decisiones recaerían en el deudor y en una mayoría calificada de acreedores o, en caso de juicios, en un foro independiente de resolución de disputas o en un tribunal internacional.

Seguramente, quedan muchos más detalles por desarrollar antes de poder plantear una propuesta sólida de un mecanismo de reestructuración de deuda soberana. Además, hay importantes preguntas acerca del impacto de su implementación, sobre todo, en el acceso de los países emergentes a los mercados de capital internacionales, teniendo en cuenta sus desventajas a la hora de negociar. Para algunos, esto disminuiría el atractivo para invertir en bonos emergentes, lo que empeoraría las condiciones para los deudores. Quizás, pero también podría decirse lo contrario.

Después de todo, la ley de quiebras nacional tiene como finalidad que el mercado de deuda interna sea más, y no menos, eficiente. ¿Por qué no habría de ocurrir lo mismo en los mercados internacionales? Dicho esto, podría darse un problema respecto de quién cede primero y les tomaría un tiempo, tanto a los emisores como a los mercados, acostumbrarse a un mundo controlado por este nuevo régimen.

Actualmente, el apoyo de la comunidad oficial para seguir elaborando una propuesta es claro. Al mismo tiempo, la respuesta de muchos en el sector privado sigue siendo tibia en el mejor de los casos.

4- Aplicación práctica

A continuación, se presenta un ejemplo comparativo entre un concurso preventivo privado y una cesación de pagos de un Estado soberano. El objetivo es mostrar el tratamiento que se les puede

proporcionar a estas situaciones; en el primer caso utilizaremos la Ley de Concursos y Quiebras de Argentina, y en el segundo, expondremos las principales características de la reestructuración de la deuda argentina a través de los canjes de 2005 y 2010.

4.1- Concurso preventivo de TMM SA

TMM SA es una empresa dedicada a la comercialización de aberturas y artículos de ferretería. Su directorio está compuesto por José A. Pérez (Presidente), Martín Acosta y Mauro López. La compañía solicitó la apertura de su concurso preventivo el día 22/02/14. El juez la aprobó el 08/03/14. El 28/06/14 se dictó la resolución de categorización según el artículo 42 de LCQ, fijando definitivamente las siguientes categorías de acreedores: Privilegiados, Quirografarios y Quirografarios laborales.

La situación de los acreedores que solicitaron verificación de sus créditos es la siguiente:

SOLICITUD DE VERIFICACIÓN					RESOLUCIÓN DEL ART. 36		
Nº	ACREEDOR	MONTO	GRAD.*	CAUSA	MONTO	GRAD.	COMENTARIO
1	Jubilados SRL	\$200.000	PE	Venta de mercadería	\$200.000	Q	Presentó recurso de revisión
2	Teófilo Gutiérrez	\$90.000	Q	Venta de mercadería	\$90.000	Q	Posee el 52% de las acciones de TMM SA
3	Jay Newman	\$45.000	Q	Venta de mercadería	\$45.000	PG	Tío abuelo de la esposa de Martín Acosta
		\$60.000	PE	Crédito prendario	\$60.000	Q	
4	Inédito SA	\$165.000	PE	Cesionario	\$165.000	PE	La esposa de José Pérez le cedió el crédito el día 15/07/13
5	Facundo Quiroga	\$45.000	PE	Laboral	\$45.000	PE	Renunció al 100% de su privilegio especial
6	Capital SA	\$230.000	Q	Fiduciario	\$230.000	Q	Se trata de 23 inversores que suscribieron un contrato de debentures

7	Paul Singer	\$105.000	Q	Venta de mercadería	\$105.000	Q	Es primo hermano de la esposa de Mauro López
8	Paolo Guerrero	\$5.000	PG	Laboral	\$3.000	PG	Renunció al 20% de su Privilegio
		\$ 750	Q		\$750	Q	
9	Alicia Milán	\$75.000	Q	Venta de mercadería	\$75.000	Q	Es sobrina de la esposa de Mauro López
10	AFIP	\$30.000	PG	Impuesto a las ganancias	\$15.000	PG	Inició incidente de revisión
		\$9.000	Q	Intereses	\$9.000	Q	
11	EM Limited	\$150.000	Q	Venta de mercadería	\$90.000	Q	Inició incidente de revisión.
12	Lázaro Báez	\$50.000	PE	Laboral	\$50.000	PE	Empleado de la empresa
13	Marcos Rojo	\$18.000	Q	Cesionario	\$18.000	Q	Teófilo Gutiérrez le cedió el crédito el 27/01/13
14	Citibank	\$250.000	PE	Crédito hipotecario	\$250.000	PE	Renunció al 50% del privilegio

* Grad.= Graduación PE= Privilegio Especial PG= Privilegio General Q= Quirografario

Fuente: adaptado de Cartilla de Trabajos Prácticos (2014) de Concursos y Práctica Judicial

4.1.1- Propuesta de Acuerdo

Luego de la categorización de los acreedores, la sociedad presentó las siguientes propuestas de acuerdo:

- a) **Acreedores Quirografarios:** quita del 60% de sus créditos verificados o declarados admisibles, en diez cuotas mensuales, iguales y consecutivas, con vencimiento el día 15 de cada mes. En el acuerdo se contemplaba reconocer un interés del 18% anual sobre saldos, calculado desde el día siguiente a la fecha de homologación del mismo, pagadero con cada cuota.
- b) **Acreedores Quirografarios laborales:** pago del 70% de sus créditos en cuatro cuotas semestrales, sin interés.

c) **Acreedores Privilegiados**: pago del 80% de sus créditos verificados o declarados admisibles, en cinco cuotas trimestrales, sin interés.

No acreditaron sus conformidades con las propuestas: Paul Singer y AFIP. El resto de los acreedores aceptó. En la asamblea de Capital SA, compuesta por 23 acreedores, votaron por el sí a la propuesta 13 personas (representan \$130.000 del total del capital), lo que significó un desdoblamiento del voto de este acreedor.

4.1.2- **Cómputo de Mayorías y Homologación del Acuerdo**

Ref.	Acreedor	PE		PG		Q		Q laborales	
		Monto	Voto	Monto	Voto	Monto	Voto	Monto	Voto
1	Jubilados SRL					\$200.000	1		
2	Teófilo Gutiérrez					\$90.000	1		
3	Jay Newman	\$60.000	1			\$45.000	1		
4	Inédito SA	\$165.000	1						
5	Facundo Quiroga	\$45.000	1						
6	Capital SA					\$230.000	1		
7	Paul Singer					\$105.000	1		
8	Paolo Guerrero			\$3.000	1			\$750	1
9	Alicia Milán					\$75.000	1		
10	AFIP			\$15.000	1	\$9.000	1		
11	EM Limited					\$90.000	1		
12	Lázaro Báez	\$50.000	1						
13	Marcos Rojo					\$18.000	1		
14	Citibank	\$250.000	1						
	Subtotal	\$570.000	5	\$18.000	2	\$862.000	9	\$750	1
6	Desdoblamiento del voto						1		
	<u>Renuncias al privilegio</u>								

5	Renuncia al 100%	(\$45.000)	(1)					\$45.000	1
14	Renuncia al 50%	(\$125.000)				\$125.000	1		
8	Renuncia al 20%			(\$600)				\$600	
	Excluidos								
1	Recurso de revisión por categoría					(\$200.000)	(1)		
2	Es controlante de la sociedad					(\$90.000)	(1)		
4	Cesión menor a un año	(\$165.000)	(1)						
	Capital y votos computables	\$235.000	3	\$17.400	2	\$697.000	9	\$46.350	2
	Total Acreed. Privilegiados	Capital:	\$252.400						
		Votos:	5						
		Mayorías necesarias según LCQ	2/3 del capital= \$168.267 3 votos y unanimidad de PE				2/3 del capital= \$464.667	5	2/3 del capital= \$30.900
Se obtiene por el sí:									
3		\$60.000	1			\$45.000	1		
5								\$45.000	1
6						\$130.000	1		
8				\$2.400	1			\$1.350	1
9						\$75.000	1		
11						\$90.000	1		
12		\$50.000	1						
13						\$18.000	1		
14		\$125.000	1			\$125.000	1		
Total		\$235.000	3	\$2.400	1	\$483.000	6	\$46.350	2
Conclusión		SE APRUEBA				SE APRUEBA		SE APRUEBA	
Por lo tanto, el juez puede homologar el acuerdo según art. 52.2 - a) LCQ									

Fuente: elaboración propia

4.1.3- Aclaraciones para el cómputo de mayoría de capital según art. 45 LCQ

1) Jubilados SRL: se lo excluye porque presentó recurso de revisión por estar disconforme con la graduación otorgada a su crédito, art. 45 – inc. c).

2) Teófilo Gutiérrez: no se incluye por ser controlante de la sociedad, art. 45 – tercer párrafo.

3) Inédito SA: se excluye por ser cesionario de la esposa del presidente de TMM SA. La cesión se realizó dentro del año anterior a la presentación en concurso, art. 45 – tercer párrafo.

4) EM Limited: sí se lo computa porque inició incidente de revisión por monto y no por la graduación de su crédito, art. 45 – inc. c).

4.2- Cesación de pagos de deuda soberana

En este caso se plantean las propuestas efectuadas por Argentina a sus acreedores en las reestructuraciones llevadas a cabo en los años 2005 y 2010, mencionando brevemente el antecedente de Dubai, explicando en qué consistía cada una y el grado de adhesión obtenido en esos años.

4.2.1- “Propuesta de Dubai”

Fue realizada en Septiembre de 2003, en la reunión anual conjunta del FMI y el Banco Mundial en Dubai, para presentar los principales lineamientos y la agenda de una posible reestructuración.

Esta propuesta estableció que la oferta se dirigiría a todos los tenedores de bonos y títulos públicos emitidos hasta Diciembre de 2001, manteniendo al resto de la deuda en situación regular. Se reconocía un stock de deuda impaga de aproximadamente U\$S 87.000 millones, lo que dejaba afuera un volumen importante de intereses vencidos y no pagados. Sobre ese monto se fijaba una quita del 75%.

Asimismo, se planeaba emitir tres bonos de libre elección, llamados Par, cuasi-Par y *Discount*. Los nuevos títulos incorporarían, además, mecanismos para premiar a los tenedores con un cupón que reportaría una renta adicional cuando la economía creciera por encima de una determinada tasa, sin dar mayores precisiones acerca de éstos.

Sin embargo, la propuesta recibió un fuerte rechazo de los principales representantes de los mercados financieros, alegando que Argentina estaba en condiciones de hacer una oferta sustancialmente mejor.

4.2.2- “Propuesta de Buenos Aires”

En Junio de 2004, el gobierno argentino realizó una nueva presentación en Buenos Aires. Esta constituyó, en realidad, una segunda oferta, mejorando la de Dubai, con la que se buscaba acercar posiciones con los acreedores. El monto a reestructurar alcanzaba un total de U\$S 81.800 millones. A cambio de esa deuda impaga, se emitirían nuevos títulos por un total de U\$S 38.500 millones, en caso de que el nivel de adhesión al canje resultara igual o inferior al 70% y de U\$S 41.800 millones, en caso de que el grado de aceptación superara ese porcentaje. Se estableció una quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda, reconociendo el 100% de los intereses vencidos y no pagados⁽⁵¹⁾ (Ver Anexo II).

Meses más tarde, el gobierno aclaró que el canje se haría solamente por el capital de los títulos en *default* y no se incluirían los intereses devengados durante la cesación de pagos; por lo tanto, se cambiarían pasivos de U\$S 81.800 millones por otros de 38.500 millones o U\$S 41.800 millones, dependiendo de la aceptación.

Más allá de la mejora en el monto del canje, se mantuvieron los tres instrumentos anunciados en Dubai: Par, cuasi-Par y *Discount*, los cuales se emitirían con fecha de 31 de Diciembre de 2003 y devengarían intereses a partir de ese momento. Esa fecha de emisión permitiría asignar pagos de intereses inmediatamente después de realizarse el canje. Así, este aporte de dinero en efectivo funcionaría como un atractivo para inducir a los tenedores a participar de la oferta. Se anunció que los títulos Par y *Discount* podrían ser emitidos, en función de cual fuera la moneda de origen del instrumento a canjear, en pesos ajustados por CER (Coeficiente de Estabilización de

(51) DAMILL, Mario, FRENKEL, Roberto y RAPETTI, Martín, Loc. Cit., pág. 38.

Referencia), dólares norteamericanos, euros y yenes. La emisión del cuasi-Par, en cambio, se fijó exclusivamente en pesos ajustados por CER. (Ver Anexo III).

El bono Par reconocería el valor nominal original del título en *default*, tendría un plazo de treinta y cinco años y tasas de interés fijas en dólares que se elevarían de 1,33% anual durante los primeros cinco años, hasta 5,25% en los diez últimos. El *Discount* aplicaría una quita del 66,3% sobre el valor nominal original, a treinta años y rendiría un interés fijo creciente, parte del cual se capitalizaría durante los diez primeros años. El Cuasi-Par fue pensado de acuerdo a las necesidades de los tenedores institucionales locales e implicaba una quita del 30,1%. Se emitiría a un período de cuarenta y dos años, con una tasa de interés fija en pesos de 3,31%, con capitalización de intereses durante los diez primeros años.

En el anuncio de Junio se detallaron también las características de los cupones ligados al crecimiento del PIB. Consistía en emitir unidades en igual cantidad al monto del capital efectivamente canjeado, que podrían cotizar separadamente una vez transcurridos seis meses desde la finalización del canje. La posesión de cada unidad brindaría el derecho a recibir una renta proporcional del 5% del excedente del PIB observado respecto del “PIB base”, siempre y cuando el primero hubiera crecido más de 3% durante el último año. El “PIB base” se definió como aquel que incorpora un ritmo de crecimiento anual promedio de alrededor de 3%, usando como punto de partida el PIB de 2004.⁽⁵²⁾ Se trataba de una novedosa alternativa para atraer a inversores, mayoristas y minoristas. Sin embargo, analistas y managers de Wall Street consideraban que el cupón no resultaría tentador porque el mercado no lo entendería y no estaría dispuesto a asociarse a un país con demasiados sobresaltos en su ciclo económico. (Ver Anexo IV).

Asimismo, se agregó un mecanismo que, años más tarde, complicaría las chances de un rápido arreglo con aquellos acreedores en

(52) *Ibidem*, pág. 40.

desacuerdo con la propuesta. Se trataba de la cláusula del “acreedor más favorecido”, (denominada RUFO, por sus siglas en inglés), la cual garantizaba a quienes habían entrado en el canje original (en caso de una futura reapertura de la oferta), recibir el mismo trato respecto a los que ingresaran después. Es decir, si Argentina ofreciera comprar, canjear o enmendar cualquier bono elegible que no hubiese participado del canje, hasta Diciembre de 2014, los poseedores de bonos canjeados tendrían la opción de participar en dicha operación en base al monto de deuda elegible que tenían originariamente.

Para garantizar la consistencia financiera de la oferta, el gobierno anunció como medida su compromiso a mantener una meta de superávit primario de 2,7 puntos del PIB durante los primeros cinco años, para luego descender hasta estabilizarla en torno a 2,3 puntos desde 2014 en adelante. Con este programa y un supuesto de crecimiento promedio del 3,3%, las proyecciones indicaban que el esfuerzo fiscal permitiría hacer frente al pago de intereses, pero dejaba al margen una porción relevante de los vencimientos de capital, para los que deberían conseguirse fuentes de financiamiento.

Inmediatamente después del anuncio de Junio, las organizaciones de tenedores de bonos salieron a rechazar abiertamente la propuesta, argumentando que el país debía pagar mucho más de lo ofrecido. Los análisis financieros mostraban que el valor de la nueva deuda ofrecida implicaba una quita en valor presente del orden del 73 al 80%. Este nivel de quita era considerado inaceptable por los participantes del mercado. Era crucial en estos cálculos la tasa de descuento empleada. La mayoría de los analistas consideraba razonable utilizar el rendimiento de activos de países emergentes de riesgo “similar”, situado en ese momento en torno al 12-14%.

Hacia finales de 2004, la evolución de los mercados internacionales de capital empezó a jugar inesperadamente a favor de la oferta argentina. La liquidez mundial incentivó el deseo por mayor riesgo, derivando en una

creciente demanda de deuda emergente y en una reducción del riesgo soberano de los países en desarrollo. En este nuevo contexto, el canje comenzó a lucir más atractivo. Si se calculaba con una tasa de descuento acorde a las nuevas condiciones financieras (alrededor de 10%, como la deuda de Brasil), el valor presente implicaba una quita aproximada del 70%, equiparándose al precio de mercado de los títulos en *default*.

La mejora del ambiente financiero no evitó la continuación de las presiones sobre Argentina para mejorar su oferta; pero sí logró que el gobierno lanzara el canje prácticamente sin introducir cambios en la propuesta anunciada en 2004. Para ejercer presión sobre los tenedores, el gobierno sugirió conformarse con una aceptación del 50% en adelante, y advirtió que ésta era la única oferta y quien no adhiriera, se quedaría con “papeles sin valor”.

Más aún, con el fin de librarse de la presión de los acreedores para introducir mejoras, el gobierno “renunció” a la potestad de intervenir sobre los lineamientos de la oferta en curso, a través de la denominada “Ley Cerrojo”, rápidamente aprobada por el Congreso, la cual impedía al Poder Ejecutivo realizar cambios a la propuesta. Por lo tanto, para introducir modificaciones, éstas deberían ser administradas por el Congreso, o bien éste debería devolver la potestad al gobierno para que las ejecute.

En consecuencia, el 14 de Enero de 2005, comenzó el canje. Semanas después se daba por cerrada la operación de reestructuración. El 3 de marzo de 2005, el país anunció un grado de aceptación del 76,15% de la deuda en *default*. Esto significaba que se retirarían U\$S 62.300 millones de viejos bonos y se darían a cambio unos U\$S 35.300 de nuevos instrumentos junto con unidades ligadas al PIB por un valor de aproximadamente U\$S 62.300 millones. La emisión se realizaría por el monto máximo de títulos Par

y Cuasi-Par (U\$S 15.000 millones y U\$S 8.330 millones, respectivamente) y unos U\$S 11.900 millones de bonos *Discount*.⁽⁵³⁾

El gobierno se mostró muy satisfecho por el resultado del canje, ya que la operación permitió reducir de manera significativa el total de deuda pública y moderar la exposición de las finanzas públicas al riesgo cambiario, pues alrededor del 44% de los nuevos títulos fue emitido en moneda local.

4.2.3- La propuesta de 2010

El 15 de Abril del año 2010, el gobierno lanzó una segunda oferta de canje de deuda en *default* para aquéllos bonistas no adherentes a la reestructuración del 2005. Para ello, fue necesaria la suspensión de forma temporal de la “Ley Cerrojo”, que le impedía al Poder Ejecutivo reabrir el canje.

Se buscaba terminar con los procedimientos legales existentes contra el país respecto de los títulos en *default*. Justamente, en la invitación se estableció, como condición para la participación, que los tenedores se comprometieran a terminar con cualquier demanda administrativa, litigiosa o arbitral en contra de la Argentina. A su vez, los términos y condiciones financieros contenidos en la oferta, no podían ser iguales ni mejores a los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración del año 2005.

Por otro lado, en virtud de la cláusula “Derechos Respecto de Futuras Ofertas” (RUFO, en inglés), contenida en los títulos emitidos en el marco de la reestructuración del año 2005, se ofreció a los tenedores de Bonos Par 2005, Descuento 2005 y Cuasi-Par 2005 el derecho a participar de la oferta de canje.

El monto de los títulos elegibles anteriores a 2005 ascendía a U\$S 18.300 millones, incluyendo U\$S 17.600 millones de capital y U\$S 700 millones de intereses devengados e impagos hasta el 31 de diciembre de 2001. Este monto de los títulos elegibles reconocía el valor residual (valor

(53) *Ibídem*, pág. 42.

nominal menos las amortizaciones) al 31 de Diciembre de 2001, e incluía los intereses devengados e impagos hasta esa misma fecha. El tenedor no recibiría pago alguno por cualquier período posterior al 31 de Diciembre de 2001, respecto de los intereses devengados e impagos sobre los títulos anteriores a 2005 ofrecidos.

Se dividió a los bonistas en dos categorías: por un lado, los “Tenedores Mayoristas”, que eran grandes acreedores institucionales como bancos y fondos de inversión, y por el otro, los “Tenedores Minoristas”, aquellos con acreencias de hasta U\$S 50.000 o su equivalente en otras monedas (euros, pesos argentinos o yenes).

Para los inversores institucionales se ofreció un bono *Discount* equivalente al 33,7% del monto elegible –con una quita del 66,3%–, con un cupón de PBI para los años futuros bajo la relación “uno a uno”, es decir, por cada dólar de deuda recibirían además un dólar de cupón. Para los intereses devengados desde el 31 de diciembre de 2003, se entregaría un bono denominado Global 2017, con una tasa del 8,75% anual y jurisdicción de Nueva York, lo que constituiría la primera emisión de deuda bajo legislación extranjera desde la salida del *default*. El monto máximo de la emisión no superaría los u\$s1.800 millones.⁽⁵⁴⁾

Para los inversores minoristas, concentrados principalmente en Alemania e Italia, se dispuso un bono Par, reconociendo la totalidad del monto elegible (sin quita), la entrega de cupones vinculados al PBI en las mismas condiciones que los acreedores institucionales y, por último, un pago en efectivo por los intereses devengados desde 2005, como importante incentivo para atraer a estos acreedores. Este pago sería por aproximadamente U\$S 160 millones.

Además, se estableció para ambas categorías, no incluir en la oferta los pagos atrasados del cupón vinculado al PBI, efectuados desde el

(54) Cómo fue la reestructuración del 2010, en Internet: www.infobae.com, (consultado en Junio de 2015).

2006, justificando esta medida como una forma de diferenciar entre quienes en 2005 "creyeron en el país" y quienes recién en 2010 entrarían al canje.

Asimismo, las comisiones a los bancos intermediarios en la operación, correrían por cuenta de los bonistas debido a que se trataba de una oferta y no de una licitación.

Finalmente, la apertura formal del canje se realizó el 26 de Abril de 2010, con un plazo inicial de un mes de duración para que los acreedores manifiesten, en el respectivo registro, su adhesión para intercambiar sus bonos defaulteados. No obstante, se extendió por unos meses el período para realizar las presentaciones de títulos elegibles.

Esta propuesta se desarrolló en un contexto internacional con turbulencias, en donde Europa vivía una crisis económica y regional sin precedentes. Si bien esta situación inestable podría haber condicionado la operación, o incluso, haberla hecho fracasar, no influyó de manera determinante.

Se obtuvo un nivel de adhesión de aproximadamente U\$S 12.200 millones, lo que implicaba un 67% de aceptación, equivalente a un 16,3% de la deuda original en *default*. A su vez, alrededor de U\$S 10.200 millones optaron por el Bono *Discount* y otros U\$S 2.000 millones por el Par.⁽⁵⁵⁾

Por lo tanto, si se suman estos resultados a aquellos derivados del canje efectuado en 2005 (76,1% de adhesión), puede afirmarse que cerca del 92,4% de la deuda declarada en *default* en 2001 ha sido regularizada y reestructurada.

Sin embargo, el 7,6% restante, constituido por diversos acreedores mayoristas, minoristas y fondos buitre, denominados en su conjunto como acreedores *holdouts* por haberse quedado afuera de las dos ofertas realizadas por Argentina, impide que la cuestión relativa al *default* de 2001

(55) GOGLIORMELLA, Christian y MALIC, Estanislao, La deuda pública en Argentina: un análisis del canje del año 2005, en "Estudios de Economía Política y Sistema Mundial", (Mayo/Agosto 2013), Año 6, Número 18.

sea solucionada por el país en forma total y definitiva. Además, de ese porcentaje de deuda no renegociada, sólo una parte menor (1%), corresponde a los fondos buitres que litigaron contra el país en las cortes norteamericanas, ganando el mencionado “juicio del siglo” sobre la cláusula *pari passu* o tratamiento igualitario.

CONCLUSION

La irresponsable actitud de los gobiernos argentinos para cubrir déficits y no mostrar signos de debilidad, los llevó a endeudarse hasta niveles superiores a su capacidad de pago, emitiendo gran cantidad de deuda para atender sus necesidades financieras. Es decir, tomar deudas para pagar deudas. Estos desequilibrios macroeconómicos generaron una severa crisis política, económica y social, finalizando con la declaración en cesación de pagos del año 2001. Luego de la recuperación económica de los años posteriores, Argentina logró reestructurar la deuda en *default*, obteniendo un nivel final de adhesión del 92,4%, a través de los canjes de 2005 y 2010, quedando sin acordar el porcentaje restante.

De ese 7,6%, una pequeña parte (alrededor del 1%) corresponde a los denominados “fondos buitres”, reducido grupo especulativo tendiente a dificultar los procesos de reestructuración de deuda soberana, comprando títulos (en *default* o próximo a ello) a precios muy bajos para luego iniciar acciones judiciales reclamando el pago del valor nominal total más los intereses devengados. En el juicio ganado contra Argentina, consideramos que el fallo del juez Griesa es muy discutible, especialmente por su interpretación de la cláusula *pari passu* favoreciendo a esos agentes económicos.

El sistema financiero internacional carece de un marco legal para las reestructuraciones que sea equitativo para las partes. Existen pocas herramientas eficaces para hacer frente a posibles problemas de acción colectiva, que intentan debilitar los acuerdos aceptados por el deudor y una mayoría calificada. Los acreedores disidentes, pueden ser capaces de utilizar la amenaza de litigio para tratar de evitar las condiciones acordadas por la mayoría. Por ello, es imprescindible para los soberanos discutir acerca de cómo mejorar los procesos de reestructuración.

En este trabajo se ha presentado un posible enfoque. Si bien, incluir cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos de emisión, podría

solucionar gran parte del problema, dada la dificultad en su formulación, aceptación y alcance, sigue siendo una propuesta vaga. En cambio, la creación de un marco legal internacional permitiría a una mayoría calificada de los acreedores soberanos, aprobar un acuerdo de reestructuración que sea vinculante para la minoría disidente. De esta forma, se facilitaría el proceso de negociación tratando a todos los acreedores de manera justa e igualitaria, actuando de manera previsible.

El mecanismo planteado se basa en los principios de los regímenes de concursos privados, que proporcionan las siguientes tres características fundamentales para proteger los bienes del deudor y garantizar la capacidad de pagar a sus acreedores: 1) la suspensión de litigios iniciados después de la cesación de pagos, 2) mecanismos que protejan los intereses generales de los acreedores durante el proceso de negociación y 3) el otorgamiento de incentivos para obtener financiación privada. Además, consideramos de gran utilidad la existencia de un foro o una corte internacional de quiebras que supervise el proceso de verificación de las reclamaciones y resuelva cualquier eventual disputa.

Sin embargo, reconocemos la complejidad de implementar este marco, principalmente, por el rechazo de los grandes centros financieros del mundo sumado al fuerte poder de lobby de los fondos especulativos en contra de estas propuestas. Por lo tanto, es necesario un acuerdo generalizado entre los países para dar comienzo a este proyecto.

Finalmente, dejando de lado el punto de vista jurídico, estos aportes de nada servirán si no se actúa con mayor diligencia, con gobernantes capaces de gestionar un país de forma eficaz, eficiente y sustentable. En otras palabras, antes de pedir prestado o emitir deudas, es necesario un análisis crítico de la capacidad de endeudamiento, la finalidad de los recursos y elegir la alternativa más eficiente en pos del beneficio de la sociedad.

ANEXO

ANEXO I

Fallo del juez Thomas Griesa, Noviembre de 2012

TRIBUNAL DE DISTRITO DE LOS ESTADOS UNIDOS / DISTRITO
SUR DE NUEVA YORK

NML CAPITAL, LTD., Demandante, Contra REPÚBLICA
ARGENTINA, Demandado

OPINION

El 5 de marzo de 2012, este tribunal firmó una orden aplazando la vigencia de la Orden del 23 de febrero de 2012 hasta la apelación de Argentina. Específicamente, el aplazamiento debía permanecer en vigor hasta que el Tribunal de Apelaciones emitiera su mandato decidiendo sobre la apelación de Argentina. Sin embargo, la Orden del 5 de marzo de 2012 contenía la siguiente cláusula en el párrafo 2:

2. Con el fin de garantizar los derechos de los Demandantes mientras esté pendiente la apelación de la República de las Órdenes del 23 de febrero de 2012 ante el Segundo Circuito, se ordena que, mientras esté pendiente la apelación ante el Segundo Circuito, la República no realice ninguna acción para evadir las directivas de las Órdenes del 23 de febrero de 2012 en el caso de que fueran confirmadas, para dejarlas sin efecto en el caso de que fueran confirmadas o para limitar la capacidad del Tribunal para supervisar el cumplimiento de las Órdenes del 23 de febrero de 2012 en el caso de que fueran confirmadas, incluyendo sin limitación, la modificación o enmienda de los procesos o mecanismos específicos de transferencia por medio de los cuales realiza pagos sobre los Bonos del Canje, sin la autorización previa del Tribunal.

Finalmente, el párrafo 4 y último de la Orden del 5 de marzo de 2012 disponía:

4. Este tribunal conservará su jurisdicción para supervisar y hacer cumplir esta ORDEN y, notificando a las partes, modificarla, enmendarla o

ampliarla como lo exija la justicia para cumplir con sus propósitos de imparcialidad y tomar en cuenta los cambios materiales de las circunstancias, incluido cualquier incumplimiento por parte de la República del Párrafo (2) de la presente.

La Orden del 23 de febrero de 2012 fue confirmada por el Tribunal de Apelaciones el 26 de octubre de 2012, sujeta a devolución al Tribunal de Distrito para aclaración de dos preguntas específicas. El Tribunal de Distrito en el día de la fecha presentará una opinión en respuesta a las preguntas planteadas por el Tribunal de Apelaciones. El asunto ahora volverá al Tribunal de Apelaciones para tratar las respuestas del Tribunal de Distrito a las preguntas formuladas. Luego de ello, el Tribunal de Apelaciones dictará un fallo definitivo. Sin embargo, debe aclararse que las preguntas planteadas al Tribunal de Distrito no afectaron el fallo básico del Tribunal de Apelaciones de que no puede haber pagos de Argentina a los bonistas del canje sin un pago adecuado a los demandantes.

En estas circunstancias, el Tribunal de Distrito comúnmente dejaría en vigencia el Aplazamiento del 5 de marzo de 2012 hasta que el Tribunal de Apelaciones hubiese terminado su labor. Sin embargo, se ha presentado una circunstancia fuera de lo común que claramente exige una medida judicial, y esa medida ahora sólo puede ser tomada por el Tribunal de Distrito, donde al presente se halla la causa.

Desde el momento del fallo del Tribunal de Apelaciones del 26 de octubre de 2012, los más altos funcionarios de Argentina declararon que Argentina pagaría a los bonistas del canje pero no pagaría un solo dólar a los tenedores de los bonos FAA originales. La presidente Cristina Kirchner efectuó esa declaración. El ministro de Economía Lorenzino declaró que, pese a cualquier fallo de cualquier jurisdicción, Argentina no pagaría a los bonistas FAA.

El 9 de noviembre de 2012, el tribunal se reunió con los abogados y preguntó al letrado de Argentina si los informes de prensa con las

declaraciones anteriores eran correctos. Como respuesta, el abogado pasó a otros temas, dando a entender que los informes no eran desmentidos. En la reunión del 9 de noviembre de 2012, el tribunal recordó a todas las partes interesadas que Argentina está sometida a la jurisdicción de los tribunales federales de Nueva York, a lo que Argentina dio su consentimiento. En los últimos diez años, Argentina repetidas veces sometió los asuntos al Tribunal de Distrito y el Tribunal de Apelaciones y recibió un tratamiento indudablemente imparcial, dado que Argentina se impuso en la mayoría de las cuestiones. El tribunal luego exhortó a que el gobierno argentino abandonara esas amenazas poco atinadas de desobedecer los actuales fallos judiciales y declaró que cualquier incumplimiento de los fallos de los tribunales no sólo sería ilegal sino que constituiría el peor tipo de irresponsabilidad en el trato con el poder judicial.

Esto no detuvo a los más altos funcionarios argentinos, quienes hasta el presente continúan con sus incendiarias declaraciones de que los fallos del tribunal no serán obedecidos.

Esas declaraciones son una violación del párrafo 2 de la Orden de Aplazamiento del 5 de marzo de 2012. En ese párrafo, se prohíbe que Argentina, durante la apelación, tome medida alguna que eluda la Orden del 23 de febrero de 2012 en el caso de que fuera confirmada, y además se le prohíbe tomar cualquier medida que limite la capacidad del tribunal para supervisar el cumplimiento de la Orden del 23 de febrero de 2012 en el caso de que fuera confirmada. Conforme al párrafo 4 de la Orden de Aplazamiento, el Tribunal mantiene la jurisdicción para ocuparse del cambio material de las circunstancias, incluido cualquier incumplimiento del párrafo 2 por parte de Argentina.

Podría argumentarse que las declaraciones de los altos funcionarios argentinos no constituyen literalmente el tipo de “acción” a que hace referencia el párrafo 2. Pero la cuestión esencial va más allá de esto.

Sin duda, se presenta una circunstancia fuera de lo común del carácter más grave con las continuas declaraciones de la presidente de Argentina y los miembros de gabinete de que Argentina no respetará ni cumplirá los fallos actuales del Tribunal de Distrito y el Tribunal de Apelaciones en el litigio del que Argentina es parte.

Es la opinión del Tribunal de Distrito que esas amenazas de incumplimiento no pueden desoírse y que es necesario tomar medidas.

Después de la debida reflexión, el tribunal ha resuelto que deben tomarse las siguientes medidas. El tribunal considera que la Orden respecto de los Pagos Tasables debe entrar en vigencia lo antes posible. Cuanto menos tiempo se dé a Argentina para idear medios de evasión, más seguridad hay de que no se realizará tal evasión. Por lo tanto, la cláusula de la Orden del 5 de marzo de 2012 que aplaza el cumplimiento de la Orden del 23 de febrero de 2012 es anulada y se dispone que la Orden del 23 de febrero de 2012, ahora algo modificada, se cumpla sin dilación. Esto significa que la Orden del 23 de febrero de 2012 será aplicable a los pagos de intereses efectuados a los bonistas en diciembre de 2012. Para evitar confusiones y dar un tiempo razonable para arreglar la mecánica, el tribunal especifica que el pago de intereses en cuestión será el del 15 de diciembre de 2012. Al abogado de Argentina se le ordena consultar con el abogado de los demandantes para determinar la suma exacta que se pagará a los demandantes y otras mecánicas.

Dado que el Tribunal de Apelaciones no ha dado la palabra final sobre el tema del cálculo de los pagos a los demandantes, tal pago se efectuará en una cuenta custodia, para que pueda realizarse cualquier ajuste que exija el fallo definitivo del Tribunal de Apelaciones. El Tribunal consultará con los abogados cuál será la institución o parte que tendrá la cuenta custodia.

Copias de esta opinión, junto con copias de la Orden Enmendada del 23 de febrero de 2012, que llevará la fecha de hoy, se entregarán

prontamente a las partes involucradas en los pagos a los bonistas del canje, quienes serán notificados de que los pagos de intereses del 15 de diciembre de 2012 debidos a los bonistas del canje no pueden efectuarse a menos que Argentina certifique que realizará el pago debido a favor de los demandantes en la cuenta custodia, ya sea por anticipado o coincidiendo con cualquier pago a los bonistas del canje.

La Orden Enmendada del 23 de febrero de 2012 se emitirá hoy. Se denominará "Orden Enmendada del 23 de febrero de 2012" y llevará la fecha de hoy, 21 de noviembre de 2012.

Fechado: Nueva York, Estados Unidos
21 de Noviembre de 2012

Thomas P. Griesa

Juez de Distrito de los EE.UU.

TRADUCCIÓN: Elisa Carnelli

ANEXO II

Decreto N° 1735/04 – Primer canje de deuda

BUENOS AIRES, 9 DIC 2004

VISTO el Expediente N° S01:0328792/2004 del Registro del MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION, las Leyes Nros. 11.672, Complementaria Permanente de Presupuesto (t.o 1999), 24.156, 25.565, 25.725, y 25.827, el Decreto N° 256 de fecha 6 de febrero de 2002 y el Decreto N° 1733 del 9 de diciembre de 2004, y

CONSIDERANDO:

Que por el Artículo 75 de la CONSTITUCION NACIONAL le corresponden, entre otras, las siguientes atribuciones al HONORABLE CONGRESO DE LA NACION: contraer empréstitos sobre el crédito de la Nación, arreglar el pago de la deuda interior y exterior de la Nación, y fijar anualmente el presupuesto general de gastos y cálculo de recursos de la Administración Nacional.

Que el Artículo 76 de la CONSTITUCION NACIONAL prohíbe la delegación legislativa en el PODER EJECUTIVO NACIONAL, salvo en materias determinadas de administración o de emergencia pública, con plazo fijado para su ejercicio y dentro de las bases de la delegación que el HONORABLE CONGRESO DE LA NACION establezca.

Que el HONORABLE CONGRESO DE LA NACION, mediante la ley N° 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional, reguló, en su Título III, el sistema de crédito público, estableciéndose en su Artículo 65 que el PODER EJECUTIVO NACIONAL podrá realizar operaciones de crédito público para reestructurar la deuda pública mediante su consolidación, conversión o

renegociación, en la medida que ello implique un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales.

Que mediante el Decreto Nº 256 de fecha 6 de febrero de 2002 se facultó al entonces MINISTERIO DE ECONOMIA a desarrollar las gestiones y acciones necesarias para reestructurar las obligaciones de la deuda del Gobierno Nacional.

Que por las Leyes Nros. 25.565, 25.725 y 25.827 de Presupuesto de los Ejercicios 2002, 2003 y del presente ejercicio fiscal, respectivamente, se dispone el diferimiento del pago de las obligaciones resultantes de los títulos representativos de la deuda pública nacional allí identificados y se autoriza al PODER EJECUTIVO NACIONAL, a través del MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION, a reestructurar dicha deuda en los términos del Artículo 65 de la Ley Nº 24.156, a fin de adecuar los servicios de la misma a las posibilidades de pago del ESTADO NACIONAL; debiendo informar en forma trimestral al HONORABLE CONGRESO DE LA NACION el avance de las negociaciones y de los acuerdos a los que se arribe, información que ha sido regularmente proporcionada.

Que a partir del mes de mayo de 2002, el entonces MINISTERIO DE ECONOMIA, actual MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION, comenzó la etapa de contactos con los tenedores de instrumentos de la deuda pública nacional cuyos pagos se encuentran diferidos.

Que frente a las políticas de sobreendeudamiento anteriormente seguidas en materia de manejo de la deuda soberana, se han elaborado los lineamientos para una propuesta de reestructuración de la deuda pública con vencimientos impagos, en función de la imposibilidad del ESTADO NACIONAL de atender la misma en sus actuales términos contractuales.

Que a fin de consolidar la situación financiera del ESTADO NACIONAL y de normalizar las relaciones con los acreedores, es necesario implementar la mencionada operación de reestructuración.

Que, por lo expresado precedentemente, resulta necesario aprobar la operación de canje de deuda para los instrumentos representativos de deuda del ESTADO NACIONAL comprendidos en el Artículo 59 de la Ley N° 25.827 y el mecanismo pertinente para llevar a cabo la misma.

Que, en tal sentido, se ha delineado un conjunto de nuevos instrumentos representativos de la deuda pública nacional en PESOS, DOLARES ESTADOUNIDENSES, EUROS y YENES JAPONESES, juntamente con un instrumento derivado vinculado al crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI), denominado Valor Negociable Vinculado al PBI, para entregar en canje de los instrumentos representativos de la deuda del ESTADO NACIONAL cuyos pagos se encuentran diferidos, los que se ajustan a lo establecido en el Artículo 16 de la Ley N° 11.672, Complementaria Permanente de Presupuesto (t.o. 1999), el Artículo 65 de la Ley N° 24.156 y el Artículo 62 de la Ley N° 25.827.

Que dadas las características de la operación de reestructuración y el tenor de los bonos a emitir, mediante el Decreto N° 1733 del 9 de diciembre de 2004, se exceptuó a los mismos de lo dispuesto en los artículos 7° y 10 de la Ley N° 23.928 y sus modificaciones.

Que estos nuevos instrumentos están diseñados para reducir de manera drástica la combinación de número de bonos, de monedas extranjeras y de jurisdicciones legales respecto a los hoy existentes en la deuda a reestructurar.

Que ello redundará en reducir impactos negativos en cuestiones fiscales y económico financieras para la REPUBLICA ARGENTINA.

Que la entrega del instrumento derivado vinculado al Producto Bruto Interno (PBI) constituye una forma de compatibilizar intereses de los tenedores con el objetivo central de la política económica actual, cual es la consolidación del crecimiento económico, factor determinante, a su vez, de la capacidad de pago de la REPUBLICA ARGENTINA.

Que se ha evaluado la capacidad de pago del ESTADO NACIONAL frente a las obligaciones resultantes del canje de deuda pública que se aprueba mediante el presente decreto.

Que los términos y condiciones de los instrumentos de la deuda pública que se contempla retirar como consecuencia del canje, poseen cláusulas de prórroga de jurisdicción a favor de tribunales extranjeros y, con ciertas limitaciones, de renuncia a invocar la inmunidad soberana y la inembargabilidad de los bienes del ESTADO NACIONAL, lo cual resulta de práctica habitual en el mercado financiero internacional, en materia de endeudamiento de países.

Que el Artículo 16 de la Ley Nº 11.672, Complementaria Permanente de Presupuesto (t.o. 1999) faculta al PODER EJECUTIVO NACIONAL a someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA DE LA HAYA.

Que por las razones antes expresadas, resulta necesario que los nuevos instrumentos de la deuda pública nacional contemplen, asimismo, cláusulas de prórroga de jurisdicción y de renuncia a invocar la inmunidad soberana y la inembargabilidad de los bienes del ESTADO NACIONAL a favor de tribunales extranjeros ubicados en las ciudades de NUEVA YORK —ESTADOS UNIDOS DE AMERICA—, LONDRES —REINO UNIDO DE GRAN BRETAÑA E IRLANDA DEL NORTE — y TOKIO —JAPON—.

Que en función a lo expresado en los considerandos precedentes, resulta necesario aprobar la documentación para llevar a cabo la operación de reestructuración de la deuda soberana cuyos servicios se encuentran diferidos.

Que, asimismo, corresponde disponer la emisión de los nuevos instrumentos representativos de la deuda pública del ESTADO NACIONAL a ser entregados en canje por los instrumentos de la deuda pública nacional comprendidos en el Artículo 59 de la Ley Nº 25.827.

Que por otra parte, el Artículo 42 de la Ley Nº 11.672, Complementaria Permanente de Presupuesto (t.o. 1999) establece que las operaciones a las que se refiere el citado artículo, incluidas las del Artículo 65 de la Ley Nº 24.156, no estarán alcanzadas por las disposiciones del Capítulo VI —de las Contrataciones— del Decreto-Ley Nº 23.354 del 31 de diciembre de 1956, ratificado por la Ley Nº 14.467 y modificatorias.

Que el Decreto Nº 1023 del 13 de agosto de 2001, al establecer el Régimen de Contrataciones de la Administración Nacional, en su Artículo 5º inciso d) excluye a los contratos comprendidos en operaciones de crédito público dentro del citado régimen.

Que por las características de la operación bajo análisis resulta necesario aprobar el modelo de contrato de fideicomiso ("Trust Indenture") en el cual se establecen los términos y condiciones de los nuevos instrumentos y el compromiso a asumir por las partes.

Que por todo lo expuesto, corresponde facultar al Ministro de Economía y Producción a aprobar los actos y operaciones necesarios, como así también al MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION a abonar los gastos incurridos para llevar adelante la operación de reestructuración de la deuda pública.

Que, asimismo, corresponde autorizar al Ministro de Economía y Producción o a quien éste designe, a suscribir la documentación necesaria para implementar la presente operación.

Que el BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA ha emitido su opinión sobre el impacto de la operación de canje en la balanza de pagos, manifestando que la misma no merece objeciones por parte de dicha entidad.

Que la Dirección General de Asuntos Jurídicos del MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION, la SINDICATURA GENERAL DE LA

NACION y la PROCURACION DEL TESORO DE LA NACION han tomado la intervención que les compete.

Que la presente medida se dicta en virtud de las facultades conferidas por el Artículo 99, incs. 1 y 2 de la CONSTITUCION NACIONAL y los Artículos 16 de la Ley Nº 11.672, Complementaria Permanente de Presupuesto (t.o. 1999), 65 de la Ley Nº 24.156, 62 de la Ley Nº 25.827 y 1º del Decreto Nº 1733 de fecha 9 de diciembre de 2004.

Por ello,

EL PRESIDENTE DE LA NACION ARGENTINA
DECRETA:

ARTÍCULO 1º.- Dispónese la reestructuración de la deuda del ESTADO NACIONAL, instrumentada en los bonos cuyo pago fue objeto de diferimiento según lo dispuesto en el Artículo 59 de la Ley Nº 25.827, mediante una operación de canje nacional e internacional a ser llevada a cabo con los alcances y en los términos y condiciones del presente decreto, según se detalla en el modelo de "Suplemento de Prospecto (Prospectus Supplement)", aplicable a la oferta internacional, cuya copia en idioma inglés y su traducción certificada al castellano obran como Anexo I al presente decreto, en el Procedimiento Operativo aplicable en la REPUBLICA ARGENTINA, que obra como Anexo II al presente decreto y en las Condiciones Aplicables a los Bonos emitidos bajo la ley de la REPUBLICA ARGENTINA, que obra como Anexo III al presente decreto, los que se aprueban por la presente medida y forman parte integrante de la misma.

ARTÍCULO 2º.- La operación dispuesta en virtud del artículo anterior, será llevada a cabo mediante el canje de los títulos representativos de deuda pública allí indicados, por los nuevos instrumentos representativos de deuda que serán emitidos por hasta un valor nominal máximo equivalente a DOLARES ESTADOUNIDENSES CUARENTA Y UN MIL OCHOCIENTOS MILLONES (u\$s 41.800.000.000), junto con los Valores

Negociables Vinculados al PBI adjuntos a ellos, de conformidad con lo dispuesto en el presente decreto.

ARTÍCULO 3º.- Autorízase, conforme resulte pertinente, la prórroga de jurisdicción a favor de los tribunales estaduales y federales ubicados en la ciudad de NUEVA YORK —ESTADOS UNIDOS DE AMERICA—; los tribunales ubicados en la ciudad de LONDRES —REINO UNIDO DE GRAN BRETAÑA E IRLANDA DEL NORTE—, y los tribunales ubicados en la ciudad de TOKIO —JAPON—, y la renuncia a oponer la defensa de inmunidad soberana, exclusivamente, respecto de la jurisdicción que se prorrogue, según el "Suplemento de Prospecto (Prospectus Supplement)", los contratos que el MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION suscriba, en los términos y condiciones de las emisiones de instrumentos de deuda pública nacional en el marco del presente decreto.

La REPUBLICA ARGENTINA no renuncia a inmunidad alguna respecto de la ejecución de sentencias que deriven de las cláusulas de prórroga de jurisdicción, inclusive respecto de los bienes que se detallan a continuación:

a) Los bienes con derecho a los privilegios e inmunidades establecidos en la Convención de Viena sobre Relaciones Diplomáticas de 1961.

b) Los bienes con derecho a inmunidades establecidas en la "Foreign Sovereign Immunities Act" (Ley de Inmunidades Soberanas Extranjeras) de 1976.

c) Los activos que constituyen reservas de libre disponibilidad, en virtud de los Artículos 5º y 6º de la Ley Nº 23.928 y sus modificatorias.

d) Los bienes del dominio público situados en el territorio de la REPUBLICA ARGENTINA que están comprendidos en las disposiciones de los Artículos 2337 y 2340 del Código Civil de la REPUBLICA ARGENTINA.

e) Los bienes situados dentro o fuera del territorio de la REPUBLICA ARGENTINA que están destinados al suministro de un servicio público esencial.

f) Los fondos, valores y demás medios de financiamiento afectados a la ejecución presupuestaria del Sector Público, ya sea que se trate de dinero en efectivo, depósitos en cuentas bancarias, títulos, valores emitidos, obligaciones de terceros en cartera y en general cualquier otro medio de pago que sea utilizado para atender las erogaciones previstas en el Presupuesto General de la Nación.

g) Bienes asignados a las representaciones diplomáticas o consulares de la REPUBLICA ARGENTINA y misiones gubernamentales.

h) Bienes asignados al uso militar o bajo el control de la autoridad militar o de defensa de la REPUBLICA ARGENTINA.

ARTÍCULO 4º.- Facúltase al MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION a ampliar el monto de la registración ante la "SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC)", de los ESTADOS UNIDOS DE AMERICA, por hasta un importe tal que la suma del total registrado en todas las jurisdicciones no supere el valor nominal autorizado en el Artículo 2º del presente decreto.

ARTÍCULO 5º.- Dispónese la emisión de "BONOS INTERNACIONALES DE LA REPUBLICA ARGENTINA" y "BONOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA", con el aditamento de: la moneda de denominación, la tasa de interés y el año de vencimiento, cuyas condiciones financieras se detallan en el Anexo IV que forma parte del presente decreto, cuyo valor nominal total no deberá superar el monto establecido en el Artículo 2º del presente decreto.

ARTÍCULO 6º.- Dispónese la emisión de los instrumentos derivados denominados "Valor Negociable Vinculado al PBI" con las condiciones financieras que se detallan en el Anexo V del presente decreto, referidos a un valor nocional en PESOS, equivalente al Valor Nominal Residual e

intereses devengados e impagos, hasta el 31 de diciembre de 2001, de los títulos de deuda pública alcanzados por el Artículo 59 de la Ley N° 25.827 y que efectivamente sean objeto del canje dispuesto en virtud del presente decreto.

ARTÍCULO 7º.- Apruébase el modelo de "Convenio de Fideicomiso" ("Trust Indenture") cuyo ejemplar en idioma inglés y su traducción certificada al castellano obran como Anexo VI del presente decreto y forman parte integrante del mismo.

ARTÍCULO 8º.- Facúltase al señor Ministro de Economía y Producción a realizar las modificaciones que fueran necesarias en el modelo del "Suplemento de Prospecto (Prospectus Supplement)", en el Procedimiento Operativo aplicable en la REPUBLICA ARGENTINA, y en las Condiciones Aplicables a los Bonos emitidos bajo la ley de la REPUBLICA ARGENTINA aprobados mediante el Artículo 1º del presente decreto, en el Anexo IV aprobado por el Artículo 5º del presente decreto, en el Anexo V aprobado por el artículo 6º del presente decreto y en el modelo de Convenio de Fideicomiso aprobado por el Artículo 7º del presente decreto, en la medida que dichas modificaciones no sean sustanciales con respecto a los modelos aprobados en el presente decreto.

ARTÍCULO 9º.- Facúltase al Ministro de Economía y Producción a aprobar los actos y operaciones llevados a cabo o que se efectúen en el futuro para la reestructuración de la deuda pública que se dispone en el presente decreto.

Asimismo facúltase al MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION a abonar los gastos de: registración, impresión, distribución de prospectos, traducción y otros gastos asociados que dicho Ministerio considere necesarios para la operación aprobada por el presente decreto, según los topes establecidos en el Anexo VII que forma parte integrante de la presente medida.

ARTÍCULO 10.- Autorízase al Ministro de Economía y Producción o a quien éste designe, a suscribir en forma indistinta la documentación que en lo sustancial deberá ser acorde a la que se aprueba por el presente decreto.

El MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION será la Autoridad de Aplicación del presente decreto, estando facultado para dictar las normas complementarias y/o aclaratorias correspondientes.

ARTÍCULO 11.- El presente decreto comenzará a regir a partir del día de su publicación en el Boletín Oficial.

ARTÍCULO 12.- Comuníquese, publíquese, dése a la Dirección Nacional del Registro Oficial y archívese.

Anexo III

Estructura financiera de los bonos emitidos en el canje dispuesto por Decreto N° 1735/04

Tipo de bono	Ley aplicable	Plazo	Amortización (comienza)	Vencimiento	Características
PAR U\$S	N. York	35	2029	2038	1) Cupones: 1,33% los primeros 5 años. 2,50% desde el año 6 al 15. 3,75% desde el año 16 al 25. 5,25% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales.
PAR U\$S	Argentina	35	2029	2038	1) Cupones: 1,33% los primeros 5 años. 2,50% desde el año 6 al 15. 3,75% desde el año 16 al 25. 5,25% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales.
PAR PESOS	Argentina	35	2029	2038	1) Cupones: 0,63% los primeros 5 años. 1,18% desde el año 6 al 15. 1,77% desde el año 16 al 25. 2,48% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales. 3) Capital ajustado por el CER.
PAR EUROS	Inglaterra	35	2029	2038	1) cupones: 1,20% los primeros 5 años. 2,26% desde el año 6 al 15. 3,38% desde el año 16 al 25. 4,74% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales.
PAR YENES	Japón	35	2029	2038	1) cupones: 0,24% los primeros 5 años. 0,45% desde el año 6 al 15. 0,67% desde el año 16 al 25. 0,94% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales.
DESCUENTO U\$S	N. York	30	2024	2033	1) cupones: 3,97% los primeros 5 años, capitaliza 4,31%. 5,77% desde el año 6 al 10, capitaliza 2,51%. 8,28% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales.
DESCUENTO U\$S	Argentina	30	2024	2033	1) cupones: 3,97% los primeros 5 años, capitaliza 4,31%. 5,77% desde el año 6 al 10, capitaliza 2,51%. 8,28% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales.
DESCUENTO PESOS	Argentina	30	2024	2033	1) cupones: 2,79% los primeros 5 años, capitaliza 3,04%. 4,06% desde el año 6 al 10, capitaliza 1,77%. 5,83% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales. 3) Capital ajustado por CER.
DESCUENTO EUROS	Inglaterra	30	2024	2033	1) cupones: 3,75% los primeros 5 años, capitaliza 4,07%. 5,45% desde el año 6 al 10, capitaliza 2,37%. 7,82% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales.
DESCUENTO YENES	Japón	30	2024	2033	1) cupones: 2,07% los primeros 5 años, capitaliza 2,26%. 3,02% desde el año 6 al 10, capitaliza 1,32%. 4,33% en adelante. Pagos Semestrales. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales.
CUASI-PAR PESOS	Argentina	42	2036	2045	1) Cupón: 3,31%. Capitalización los primeros 10 años, luego pago en efectivo. 2) Amortización en cuotas semestrales iguales. 3) Capital ajustado por CER.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Anexo IV - Cupones ligados al PBI

	Descripción
Cantidad emitida	Por el monto de capital de deuda elegible efectivamente canjeado, se emitirá igual cantidad de cupones vinculadas al crecimiento del PBI
Moneda de Cálculo	Pesos
Moneda de Pago	La correspondiente al bono al cual el cupón está ligado
Vencimiento	30 años
Fecha de cálculo	1º de noviembre de cada año a partir del 2006
Fecha de pago	15 de diciembre de cada año a partir del 2006
Año de referencia	El año que termina el 31 de diciembre del año anterior a la fecha de cálculo
Monto de pago	5% del excedente del PBI en el año de referencia
Excedente del PBI	La diferencia entre el PBI real y el Caso Base del PBI (en pesos corrientes) estimado en la oferta de canje para cada año hasta el 2034
Condiciones para el Pago	Para el año de referencia: 1) El PBI real debe exceder el PBI de referencia. 2) La tasa real de crecimiento debe exceder la tasa de crecimiento del caso base del PBI. 3) No superar el tope establecido: el 48% del monto nominal emitido, o sea, U\$S 29.900 millones.
Ley aplicable	La misma del bono al cual está ligado el cupón

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Pública

INDICE BIBLIOGRÁFICO

a) General:

HURTADO, Emilio H., Régimen Concursal (Ley 24522), Ediciones La Rocca, 1° Edición, (Buenos Aires, 2001).

MARTÍN, José María, Introducción a las Finanzas Públicas, Ediciones Depalma, (Buenos Aires, 1985).

ROUILLON, Adolfo, Régimen de Concursos y Quiebras Ley 24522, Editorial Astrea, 15° Edición, (Buenos Aires, 2007).

VAN NIEUWENHOVE, Pablo, Sindicatura de Concursos Mercantiles, Ediciones Depalma, (Buenos Aires, 1983).

VILLEGAS, Héctor Belisario, Curso de Finanzas, Derecho Financiero y Tributario, Editorial Astrea, 8° edición, (Buenos Aires, 2003).

b) Especial:

BOORMAN, Jack, Enfoques Alternativos para la Reestructuración, en “Crisis Financieras Internacionales – FIEL”.

DAMILL, Mario, FRENKEL, Roberto y RAPETTI, Martín, La Deuda Argentina: Historia, Default y Reestructuración, en “CEDES”, (Buenos Aires, 2005).

GOGLIORMELLA, Christian y MALIC, Estanislao, La deuda pública argentina: un análisis del canje del año 2005, en “Estudios de Economía Política y Sistema Mundial”, (Mayo/Agosto 2013), Año 6, Número 18.

KANENGUISER, Martín, El Default más Tonto de la Historia Argentina, Editorial Planeta, (Buenos Aires, 2014).

KRUEGER, Anne, A New Approach To Sovereign Debt Restructuring, en “Fondo Monetario Internacional”, (Estados Unidos, Abril 2002).

KUPELIAN, Romina y RIVAS, María Sol, Fondos Buitre: El juicio contra Argentina y la dificultad que representan en la economía mundial, en “CEFID-AR”, (Buenos Aires, Febrero 2014), Número 49.

LAUDONIA, Mara, Los buitres de la deuda, Editorial Biblos, (Buenos Aires, 2013).

MÜLLER, Alberto, Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?, en “CESPA – FACE (UBA)”, (Buenos Aires, Marzo 2013), Documento de Trabajo Número 32.

c) Otras Publicaciones:

ARGÜELLO, Jorge, Radiografía de un fondo buitre ensañado con Argentina, en Internet: www.embajadaabierta.com

BRUNO, Eugenio, Los Juicios Internacionales contra Países en Default, en Internet: www.quiebras-concursos.com.ar

CARRILLO, Cristian, Rapaces, en Internet: www.pagina12.com.ar

Cómo fue la reestructuración del 2010, en Internet: www.infobae.com

DE SAGASTIZABAL, Raúl, Argentina pelea en Nueva York el juicio del siglo, en Internet: www.rebellion.org

El rol del FMI en la Deuda Externa argentina, en Internet: www.wikipedia.org

El menú de los títulos para tentar a los holdouts, en Internet: www.pagina12.com.ar

Grado de inversión, en Internet: www.wikipedia.org

HERNANDEZ PEDRAZA, Gladys, La crisis de la deuda y los fondos buitre, en “Temas de Economía Mundial”, (La Habana, Septiembre 2014).

LAUDONIA, Mara, ONU avala elaboración de marco jurídico para procesos de reestructuración de deuda, en Internet: www.telam.com.ar

Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional (N° 24.156, t. o. 1992).

LUKIN, Tomás, La propuesta para cambiar las reglas del juego, en Internet: www.pagina12.com.ar

Pari Passu, en Internet: www.wikipedia.org

Reestructuración de deuda soberana, en internet: www.embassyofargentina.us

REINHART, Carmen, ROGOFF, Kenneth y SAVASTANO, Miguel, Debt Intolerance, en "NBER Working Paper Series", (Estados Unidos, 2003).

SASSEN, Saskia, A Short History of Vultures, en Internet: www.foreignpolicy.com

STIGLITZ, Joseph, La victoria de los buitres, en Internet: www.project-syndicate.org

-----, Por una Ley para la Deuda Soberana, en Internet: www.project-syndicate.org

ZAIAT, Alfredo, Carroñeros, en Internet: www.pagina12.com.ar

-----, Credit Default Swap, en Internet: www.pagina12.com.ar

INDICE

	<u>Pág.</u>
Prólogo	1

CAPITULO I

CONSIDERACIONES GENERALES

1.- Canjes de deuda y juicios contra Argentina	2
2.- Introducción a las Finanzas	4
2.1.- La práctica de Ahorro - Inversión	4
2.2.- Las finanzas públicas	5
3.- Actuación de los fondos de capital de riesgo	7
4.- Cesación de Pagos	11
4.1.- Teorías	11
4.2.- Presupuesto objetivo de los concursos	12
4.3.- Análisis breve de la ley 24.522	13
4.4.- Cesación de pagos de deuda soberana	15

CAPITULO II

LA DEUDA ARGENTINA

1.- El endeudamiento en los países emergentes	16
1.1.- Intolerancia a la deuda	17
2.- Evolución de la deuda externa argentina	18
3.- Los esfuerzos para evitar el <i>default</i> de 2001 y el fin del régimen de convertibilidad	20
4.- Recuperación económica y reestructuración de la deuda	23

CAPITULO III

PRINCIPALES ASPECTOS SOBRE LOS FONDOS BUITRE

1.- Conceptos y definiciones	25
2.- Antecedentes y evolución de los fondos especulativos	28
3.- Descripción de los fondos buitres más conocidos	30
3.1.- Elliott Management Corporation de Paul Singer	30

3.1.1.- Breve comparación de los casos de Argentina y Perú	35
3.2.- Dart Management de Kenneth Dart	36
3.3.- Aurelius Capital Management de Mark Brodsky	38

CAPITULO IV

EL JUICIO DEL SIGLO

1.- Consideraciones previas	41
1.1.- Cláusula <i>Pari Passu</i>	41
1.2.- Renuncia a la Inmunidad Soberana	42
2.- El origen del litigio	43
3.- El fallo del juez Griesa sobre <i>pari passu</i>	45
4.- La etapa final del juicio	48
5.- ¿ <i>Default</i> o “ <i>default técnico</i> ”?	49
6.- Consecuencias derivadas del juicio	50
6.1.- Emisión de deuda sin cláusula <i>pari passu</i>	52
6.2.- Cláusula de Acción Colectiva	53
6.3.- El proyecto presentado por Argentina en la ONU	56

CAPITULO V

NECESIDAD DE UN NUEVO MECANISMO DE REESTRUCTURACION DE DEUDA SOBERANA

1.- Descripción de la situación actual y algunas propuestas	60
2.- Análisis de las legislaciones concursales vigentes	64
3.- Características básicas para una nueva forma de reestructuración	68
4.- Aplicación Práctica	71
4.1.- Concurso preventivo de TMM SA	72
4.1.1.- Propuesta de Acuerdo	73
4.1.2.- Cómputo de Mayorías y Homologación del Acuerdo	74
4.1.3.- Aclaraciones para el cómputo de mayoría según art. 45 LCQ	75
4.2.- Cesación de pagos de deuda soberana	76
4.2.1.- “Propuesta de Dubai”	76
4.2.2.- “Propuesta de Buenos Aires”	77
4.2.3.- “Propuesta de 2010”	81

Conclusión	85
Anexo	87
Índice Bibliográfico	105