

DE HOLDOUTS Y OTROS DEMONIOS

POR RODRIGO OLIVARES CAMINAL (1)

“Vamos a hacer la quita de deuda más grande de la historia”
Néstor Kirchner

“Honraremos la deuda sobre la sed y el hambre de los argentinos”
Nicolás Avellaneda

SUMARIO: I. Introducción. — II. El Exit Consent y los Blocking Holdings. — III. Los Holdouts y los Fondos Buitre. — IV. El Caso Elliot Associates y la Cláusula Pari Passu. — V. LNC LLP.Vs. Nicaragua y la nueva legislación belga. — VI. El embargo de los holdouts contra el derecho que tiene la república Argentina sobre los bonos del canje. — VII. La ‘cláusula del acreedor más favorecido’. — VIII. La ley 26.017 (“Ley Cerrojo”) y FMI. — IX. Algunas reflexiones finales.

I. Introducción

El 23 de diciembre del 2001, en un acontecimiento tristemente célebre, el Congreso de la Nación reunido en Asamblea aplaudía de pie el anuncio realizado por el entonces Presidente de la Nación, quien declaró la moratoria de la deuda pública Argentina. El mensaje enviado a aquellos inversores que habían decidido invertir en títulos de deuda de la República Argentina se alejaba mucho del de un Estado de derecho.

Especial para La Ley. Derechos reservados (ley 11.723).

(1) El autor desea agradecer al Lic. Lucio Castro por su ayuda para el análisis y obtención de ciertos datos económicos. Cualquier error es atribuible al autor.

(2) Principalmente en Italia (15,6%), Suiza (10,3%), Estados Unidos (9,1%), Alemania (5,1%), Japón (3,1%), Reino Unido (1,1%), Holanda (1%) y Luxem-

Cabe mencionar que un 38,4% del total de la deuda en *default* se encontraba en manos de personas físicas y jurídicas domiciliadas en la República Argentina y el resto se encontraba atomizado en el resto del mundo (2). Asimismo, un 43,5% del total de la deuda estaba en manos de inversores minoristas mientras que el 56,5% restante se encontraba en manos de inversores institucionales (3).

El Gobierno le dio marco legal al estado de cesación de pagos o *default* a través de la Resolu-

burgo (0,8%). Ver Informe preparado por la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y la Producción titulado “Lineamientos de la Reestructuración de Deuda Soberana” de fecha 22 de septiembre del 2003, ps 23-24.

(3) Ver Informe preparado por la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y la Producción titulado “Lineamientos de la Reestructuración de Deuda Soberana”, ps. 23-24, de fecha 22 de septiembre del 2003.

ción del Ministerio de Economía N° 73/2002 del 25 de abril del 2002 (Adla, LXII-C, 3041). Esta resolución dispuso el diferimiento de los pagos de los servicios de la deuda pública del Gobierno Nacional hasta el 31 de diciembre de 2002 o hasta que se complete la refinanciación de los mismos.

Para salir de la situación de cesación de pagos, el dec. 1735/04 (Adla, LXV-A, 137) dispuso la reestructuración de la deuda del Estado Nacional instrumentada en los bonos cuyo pago fue objeto de diferimiento según lo dispuesto en el art. 59 de la ley 25.827 (Adla, LXIV-A, 44). La reestructuración se llevaría a cabo mediante una operación de canje nacional e internacional de los títulos de deuda pública por nuevos instrumentos representativos que serán emitidos.

El 13 de enero del 2005, la República Argentina hizo público luego de 36 meses en default, a través de la res. 20/05 del Ministerio de Economía el prospecto y su suplemento con los términos y condiciones de la oferta de canje. La operación de canje se llevó a cabo entre el 14 de enero y el 25 de febrero del 2005, con un resultado de 76.17%

(4) Los títulos elegibles se encuentran enumerados en el Anexo A (p. 128) del Suplemento de Prospecto del 27 de diciembre del 2004 que fuera publicado como Anexo I de la Resolución N° 20 del Ministerio de Economía de fecha 13 de enero del 2005. Cabe destacar que ley 25.827 en su art. 60 establece cuáles son los instrumentos de deuda que se encuentran exceptuados del canje. En pocas palabras, la deuda excluida del canje es aquella emitida con posterioridad al 31/12/01 y la deuda de los Organismos Financieros Internacionales (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, etc.) y préstamos bilaterales (Club de París).

(5) Ver el comunicado de prensa del Ministerio de Economía de fecha 18 de marzo del 2005 titulado "La Argentina Anuncia el Resultado Exitoso de la Oferta de Canje"

(6) GARCIA HAMILTON J. (h), OLIVARES CAMINAL R. y ZENARRUZA, Octavio M. "Reestructuración de la Deuda Argentina: 66% (el número mágico)", LA LEY, 2004-D, 1393.

(7) La mayoría de los bonos de la República Argentina se encuentran sujetos a la ley del Estado de Nueva York o a la ley inglesa y es en los prospectos y sus suplementos en donde se establecen las condiciones para reformar los términos y condiciones de los mismos. Si bien estas condiciones pueden variar de acuerdo a cada prospecto, los prospectos sujetos a la ley de Nueva York y a la ley de Inglaterra han incorporado particularidades de cada uno de esos sistemas

de aceptación del monto elegible total (aproximadamente US\$ 62.300 millones).

La República Argentina canjeó ciento cincuenta y dos series de bonos sujetos a ocho legislaciones diferentes por un monto elegible agregado (que representa el valor nominal e intereses vencidos e impagos) de aproximadamente US\$ 81.800 millones (4), por un total de once series de Títulos Par, Títulos Cuasipar y Títulos Discount y cinco series de Unidades Ligadas al Producto Bruto Interno (PBI) (5).

II. El Exit Consent y los Blocking Holdings

El *exit consent* es la técnica por medio de la cual los tenedores de bonos en *default* aceptantes de la propuesta de canje, al momento de aceptar dicha propuesta, prestan su consentimiento para modificar ciertos términos contractuales de los bonos a ser reestructurados (6). Utilizando el *exit consent*, el canje de deuda se encuentra condicionado a un mínimo de aceptación y la modificación de los términos contractuales de los bonos en *default* se realiza una vez que se haya obtenido la mayoría requerida (7).

legales que usualmente son aplicables a las colocaciones de deuda de empresas privadas. Los bonos sujetos a ley de Alemania es asimilable a la de Nueva York y la de Japón a la ley inglesa.

Las condiciones para reformar los términos y condiciones de los bonos que se encuentran sujetos a la ley de Nueva York son las siguientes: (a) quórum del 51% y 25% en segunda convocatoria, del valor nominal de la serie; y (b) para modificar las condiciones de pago (e.g. monto de la deuda, interés aplicable, fecha de amortización, moneda de pago, condiciones para reformar los títulos, etc.), se requiere el voto favorable del 100% del valor nominal de la serie; y, (c) para reformar cualquier otro término de los bonos que no implique modificar las condiciones de pago se requiere el voto favorable de 66 2/3 del valor nominal de la serie.

Las condiciones para reformar los bonos que se encuentran sujetos a la ley de Inglaterra son las siguientes: (a) las resoluciones se adoptan por simple mayoría del valor nominal de la serie; (b) el quórum para reformar las condiciones de pago es de 2 o más personas que representen el 75% del valor nominal de la serie; y, (c) el quórum para modificar cualquier término del prospecto que no afecte las condiciones de pago es de 2 o más personas que representen una mayoría simple del valor nominal de la serie (ver GARCIA HAMILTON J. (h), OLIVARES CAMINAL R. y ZENARRUZA, Octavio M., "Reestructuración de la Deuda Argentina: 66% (el número mágico)", LA LEY, 2004-D, 1393).

A través de esta modificación, los términos de los bonos sometidos al canje se hacen menos atractivos y se fuerza a un mayor número de bonistas a aceptar la oferta realizada ya que caso contrario su bono quedaría sin algunas de las garantías contractuales que originalmente tenía (e.g. se elimina: (i) la provisión que restringe comprar bonos en el mercado secundario (8) mientras se encontrare en *default*; (ii) la cláusula de incumplimiento cruzado de obligaciones (*cross default clause*) por medio de la cual el incumplimiento de otras obligaciones hace presuponer el incumplimiento de las obligaciones asumidas en los bonos; (iii) la cláusula por medio de la cual no se permite realizar gravámenes adicionales sobre los bienes que garantizan el cumplimiento de la obligación (*negative pledge clause*); (iv) la cláusula que obligaba a cotizar los bonos en una Bolsa de Valores, etc.) (9).

Debido al tiempo transcurrido desde el anuncio de la moratoria y que se realizara la oferta de canje, la Argentina no pudo realizar una propuesta de canje utilizando el consentimiento de salida o *exit consent*, como se hizo en los casos de Ecuador y Uruguay (y en cierta medida en Ucrania). Esto se debió a que la demora en la instrumentación de la reestructuración de deuda por parte de la República Argentina generó el agrupamiento organizado de tenedores de bonos que se oponen a la reestructuración y contaban con una mayoría suficiente como para evitar que se reformen los términos y condiciones de los bonos en *default* (“*blocking holdings*”).

La utilización de la técnica del *exit consent*, le hubiera permitido a la Argentina incrementar el

número de participantes reformando los términos de la oferta de canje (sin modificar las condiciones de pago), desanimando a aquellos que decidieron no participar (10). Ecuador y Uruguay utilizaron el *exit consent* y obtuvieron una participación del 97% y 93%, respectivamente. Ucrania que utilizó una técnica parecida al *exit consent* con el otorgamiento de mandatos irrevocables obtuvo un 95% de participación. Tal como mencionáramos precedentemente la Argentina obtuvo un 76,17% de aceptación. Si bien con el grado de participación se podría decir que se hubiera obtenido el porcentaje de 66 2/3 requerido para reformar los términos de los bonos bajo ley de Nueva York, ello no implica que al desagregar cada una de las series también se hubiera podido lograr el porcentaje requerido.

III. Los Holdouts y los Fondos Buitre

Los acreedores de un Estado soberano pueden ser divididos en dos grandes categorías, acreedores oficiales (los organismos financieros internacionales y aquellos países que realizan préstamos bilaterales) y los acreedores privados. Estos últimos, a su vez pueden ser subdivididos en acreedores institucionales o sofisticados (fondos de inversión, fondos buitres, compañías de seguros, fondos de jubilaciones y pensiones, etc.) y minoristas o particulares. En el marco de una reestructuración de deuda soberana, la oferta de canje se extiende a los acreedores privados.

A los acreedores que no participan del canje de deuda se los suele llamar *holdouts*. Entre los *hold-*

(8) Se entiende por mercados secundarios a aquellos en los que se negocian activos financieros ya colocados, permitiendo dotar de liquidez a las inversiones y eventualmente lograr una desinversión. Ver PAOLANTONIO, M., “Operaciones Financieras Internacionales”, p. 15, Ed. Rubinzal-Culzoni, 2002.

(9) El caso líder en materia de *exit consents* en colocaciones privadas de deuda en los Estados Unidos es *Katz v. Oak Industries Inc.* 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986) donde se reconoce la legitimidad de la técnica del *exit consent*. Posteriormente las cortes de Nueva York reconocieron la legalidad del *exit consent* en numerosos fallos tales como *Unigard Sec. Ins. Co., Inc. v. North Rivers Ins. Co.*, 4F 3d 1049, 1079 (2d Cir. 1993). En este último fallo el Tribunal reconoce la procedencia del argumento que señala que el hecho que los redactores de los términos y condiciones de los bonos emitidos con posterioridad a *Oak Industries* no han introducido cambios en las cláusulas contractuales típicas de toda emisión de bonos a fin de limitar contractualmente la utilización del *exit consent*, lo cual

otorga mayores argumentos para sostener la legitimidad de la técnica del *exit consent* (ver GARCIA HAMILTON J. (h), OLIVARES CAMINAL R. y ZENARRUZA, Octavio M., “Reestructuración de la Deuda Argentina: 66% (el número mágico)”, LA LEY, 2004-D, 1393).

(10) Cabe destacar que el 15 de noviembre del 2004 la Argentina presentó un escrito (Memorandum of Law) en un Juzgado de Nueva York ante el cual tramitaban los autos “Silvia Seijas, Heather M. Munton and Thomas L. Pico Estrada vs. The Republic of Argentina (04 Civ. 400) en donde la República Argentina confirmó que no utilizaría el *exit consent* (“[el requerimiento de los actores] se basa en su incorrecta especulación de que la oferta de canje que aún no fue anunciada incluirá el “*exit consent*” lo que de alguna forma les ocasionará un daño irreparable. Si los actores hubieran esperado el lanzamiento de la oferta el 29 de noviembre (la que no cerrará hasta el 2005) se hubieran dado cuenta que la República ha confirmado públicamente: que la oferta de canje no contendrá *exit consent*”).

outs pueden encontrarse diferentes tipos de acreedores pero principalmente se trata de fondos buitres o *vulture funds* y acreedores minoristas.

Los *vulture funds* cumplen un papel muy importante en los mercados financieros internacionales comprando deuda en *default* para satisfacer la necesidad de liquidez del vendedor. Obviamente, a fin de asumir el riesgo que implica adquirir deuda en *default* la deuda es adquirida con un importante descuento sobre el valor nominal. El fondo buitre apuesta a poder recuperar judicialmente el valor nominal de la deuda no sólo para cubrir los gastos asociados al recupero sino para además obtener una ganancia adicional ya que ese es su fuente de ganancias. Es un negocio que además de ser fundamental para los mercados financieros, se ajusta a derecho. Por ejemplo, un *vulture fund* que hubiese comprado bonos en *default* de la República Argentina a mitad del 2002 —cuando los bonos cotizaban en los mercados secundarios a 0,20% ó menos de su valor nominal— y al momento del canje hubiera optado por los bonos en pesos a un valor de 35 a 37 centavos, hubiese obtenido una ganancia anual del 25% (11). Es así como muchos de los acreedores italianos de la República Argentina descargaron su deuda en los fondos buitres (12).

IV. El Caso Elliot Associates y la Cláusula *Pari Passu*

Los *vulture funds* que no han participado en reestructuraciones de deuda son los que han tomado notoriedad por sus intentos judiciales de recuperar su crédito y por ello se ha asociado a los *holdouts* con los *vulture funds* pese a que no necesariamente sean lo mismo. El caso más notorio de un *holdout* y a su vez *vulture fund* es "*Elliot Associates L.P. vs. la República del Perú y el Banco de la Nación del Perú*" (13). En este caso *Elliot Associates L.P. (Elliot)* (14), un fondo buitre, había comprado deuda en *default* en el mercado secundario

a un precio muy por debajo de su valor nominal. *Elliot* pagó US\$ 11,4 millones por bonos con un valor nominal de US\$ 20,7 millones. Luego de exigir el pago y ante la negativa del deudor, *Elliot* demandó el cobro de su acreencia ante los tribunales de Nueva York. A fines del 2000, como consecuencia del proceso judicial tanto Perú como el Banco de la Nación del Perú tenían órdenes de embargo en los Estados Unidos. Ante la falta de activos embargables en los Estados Unidos, *Elliot* recurrió a los tribunales de Alemania, Holanda, Bélgica, Inglaterra, Luxemburgo y Canadá.

Contemporáneamente con las demandas entabladas por *Elliot*, Perú debía hacer efectivo el pago de los intereses de los nuevos títulos resultantes de la reestructuración (en la cual *Elliot* había decidido no participar). Las condiciones de pago establecían que los fondos del pago de los intereses se debían transferir al Agente Fiscal (*Chase Manhattan Bank*) quién debía realizar el pago a través de *Depositary Trust Company* (DTC) en Nueva York, Euroclear en Bruselas y Clearstream en Luxemburgo. En Bruselas, *Elliot* obtuvo una sentencia desfavorable en primera instancia y apeló. En segunda instancia, la Cámara de Apelaciones le otorgó una medida precautoria que forzó a Perú a negociar un acuerdo con *Elliot* ya que caso contrario entraría en cesación de pagos de los nuevos bonos emitidos con motivo de la oferta de canje. El fundamento de la Cámara de Apelaciones para dictar la medida cautelar radicaba en que el pago a ciertos acreedores perjudicaría el trato equitativo debido a todos los acreedores en virtud de la cláusula *pari passu* incluida en los bonos. La cláusula *pari passu* —una cláusula standard incluida en la mayoría de los títulos de deuda, incluyendo los nuevos bonos ofrecidos por la Argentina (15)— consiste en el compromiso del deudor con su acreedor de mantener la obligación de pago con el mismo privilegio que el resto de sus deudas que no cuenten con un privilegio especial. Es decir, es la obligación del deudor de dar a todos los acreedores un trato equivalen-

(11) Ver el artículo publicado en la revista *The Economist* bajo el título "A Victory by Default" del 3 de marzo del 2005.

(12) Al respecto ver el artículo publicado en *InfoBae* el 2 de febrero del 2005 titulado "Los italianos ya vendieron 40% de los bonos en Default".

(13) 948 F. Supp. 1203, S.D.N.Y. del 13 de diciembre de 1996; 961 F. Supp. 83, S.D.N.Y. del 28 de abril de 1997; 12 F. Supp. 2d. 328, S.D.N.Y. del 6 de agosto de 1998; 194 F. 3d. 363, 2nd. Cir. (N.Y.) del 30 de octubre

de 1999; y, 194 F.D.R. 116, 54 Fed. R. Evid. Serv. 1023, S.D.N.Y. del 1 de junio del 2000.

(14) El análisis de este caso se basa en un trabajo del mismo autor, OLIVARES-CAMINAL, R. bajo el título "Reestructuración de Deuda: La Cláusula del Acreedor Más Favorecido", LA LEY, 2005/02/03, p. 1.

(15) Suplemento de Prospecto del 27 de diciembre del 2004, ps. 28, 29 y 84, publicado como Anexo I de la Resolución N° 20 del Ministerio de Economía de fecha 13 de enero del 2005.

te. Finalmente, gracias al acuerdo celebrado, *Elliot* obtuvo una ganancia de más de un 400% ya que la suma finalmente abonada por el Gobierno peruano fue de US\$ 58,45 millones (16).

V. LNC LLP vs. Nicaragua y la nueva legislación belga

Durante el 2003, LNC LLP, al igual que en el caso *Elliot*, obtuvo en los Tribunales de Estados Unidos de América un fallo obligando al Estado de Nicaragua a hacer efectivo el pago de US\$ 87.000.000 por préstamos comerciales incumplidos en la década del '80 (17). LNC decidió iniciar las actuaciones en lugar de aceptar la reestructuración propuesta por el Estado en cuestión.

A los efectos de ejecutar la sentencia, *LNC LLP* se presentó ante los tribunales de Bruselas. Al igual que el fondo *Elliot*, *LNC LLP* obtuvo en primera instancia una orden prohibiendo el pago de los intereses de los “bonos indemnificatorios” emitidos en la citada. La prohibición de pago recayó sobre el agente fiscal (*Deutsche Bank AG*) y Euroclear. Este fallo fue apelado y la Corte de Apelaciones de Bruselas resolvió revertir lo resuelto en primera instancia (18).

Si bien parecería que el fallo revierte el criterio del caso *Elliot*, sería prematuro suponer esto ya que al Corte de apelaciones no consideró en forma directa el tema de la cláusula *pari passu* como se hizo en el caso *Elliot*. Hasta ahora se ha restado importancia a lo resuelto por los tribunales belgas ya que han resuelto cuestiones sujetas a la ley del Estado de Nueva York, no siendo especialistas en dicha ley. En el 2003, en el marco de la reestructuración de la deuda de la República Argentina, un juez del Estado de Nueva York —por primera vez—

tuvo la posibilidad de dictar una sentencia sobre el alcance de la cláusula *pari passu*, cuestión que finalmente no se produjo. La interpretación jurisprudencial del alcance de esta cláusula es un tema que aún se encuentra pendiente (19).

No obstante ello, cabe aclarar que actualmente en Bélgica se encuentra en vigencia la ley 4765 [C-2004/03482] que fuera sancionada en noviembre y entró en vigencia en diciembre del 2004. Esta ley protege el flujo de fondos a través de Euroclear. No obstante ello, los acreedores podrían recurrir a alguna otra jurisdicción o estrategia para forzar un acuerdo.

VI. El embargo de los holdouts contra el derecho que tiene la República Argentina sobre los bonos del canje

Un claro ejemplo de lo mencionado en el punto precedente es el reciente embargo que fuera trabado contra los bonos de la República Argentina de aquellos acreedores que aceptaron la oferta de canje de deuda.

Técnicamente hablando, el embargo no fue trabado contra los bonos ya que la República Argentina no tiene la titularidad de los mismos hasta que se practique la liquidación del canje. El embargo fue trabado sobre el derecho futuro que tiene la Argentina de recibir esos bonos (20) el que estaba previsto materializarse el 1 de abril del 2005 y fue pospuesto hasta que se resuelva el levantamiento del embargo. Si bien el Juez de Primera Instancia ordenó el levantamiento de dicha medida, la misma se encuentra en suspenso hasta que la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de los Estados Unidos resuelva la apelación planteada por los acreedores (21).

(16) Para mayor abundamiento sobre el caso *Elliot*, ver LOPEZ SANDOVAL, Eduardo Luis, “Sovereign Debt Restructuring: Should We Be Worried About Elliot?”, Harvard Law School, Seminario de Derecho Financiero Internacional, mayo 2002; y NOLAN, J., “Emerging Market Debt & Vulture Hedge Funds: Free-Ridership, Legal & Market Remedies”, Financial Policy Forum, Derivatives Study Center, septiembre 2001.

(17) Ver J. GARCIA HAMILTON (h), J.; OLIVARES CAMINAL R. y ZENARRUZA, Octavio M., “Reestructuración de la Deuda Argentina: 66% (el número mágico)”, LA LEY, 2004-D, 1393.

(18) Ver Cour D’Appel de Bruselas (Neuvième Chambre) en el caso “Republique du Nicaragua con-

tre LNC Investments LLC et Euroclear”, Caso No. 2003/KR/334, del 19 de marzo del 2004.

(19) Sobre la interpretación doctrinaria de esta cláusula, ver: BUCHHEIT Lee y PAM, Jeremmiah, “The Pari passu Clause in Sovereign Debt Instruments”, Emory Law Journal No. 53 y Phillip Wood, “Pari passu Clauses - What Do They Mean?”, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, Volúmen 18, No. 10, páginas 371-374.

(20) Conforme el art. 5201(b) del Código de Procedimiento Civil del Estado de Nueva York.

(21) Al momento de escribir este artículo aún se encuentra pendiente la resolución por parte de la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito.

VII. La 'cláusula del acreedor más favorecido'

A raíz de los potenciales problemas con los *holdouts* es que se incluyó la 'cláusula del acreedor más favorecido' en el Suplemento del Prospecto (22). Esta cláusula regula la suerte de los acreedores que hayan aceptado la oferta de canje de la deuda ante la posibilidad de que con posterioridad a dicho canje, el Gobierno Nacional resuelva realizar una nueva oferta o mejorar por otros medios las condiciones de los *holdouts* para que presten su consentimiento y participen del canje de deuda. Lo que puntualmente se intenta con esta cláusula es que no se perjudique a quien decidió participar de la oferta de canje ante una posterior mejora en las condiciones.

El Gobierno Nacional en varias oportunidades (y en especial en la presentación de la oferta de canje realizada el 12 de enero del 2005) expresamente manifestó que no habrá una nueva oferta con posterioridad al lanzamiento del canje de la deuda y que la 'cláusula del acreedor más favorecido' reafirma el carácter único de la oferta. Esta cláusula será aplicable hasta el 31 de diciembre del 2014.

Por una modificación de último momento, la cláusula que pretendía otorgar mayores garantías a los acreedores produciría exactamente lo contrario (23). Este tipo de cambios, los que implican eliminar una palabra, en un complejo documento que suele ser revisado por varios profesionales no suele ser una omisión involuntaria.

VIII. La ley 26.017 ("Ley Cerrojo") y FMI

A raíz de la posible ineficacia de la 'cláusula del acreedor más favorecido' se sancionó la ley 26.017

(22) Suplemento de Prospecto del 27 de diciembre del 2004, p. 72, publicado como Anexo I de la Resolución N° 20 del Ministerio de Economía de fecha 13 de enero del 2005.

(23) En el Anexo II del dec. 1735/04, en donde se publicó la última versión del suplemento del prospecto antes de su aprobación definitiva por la Securities Exchange Commission la cláusula del acreedor más favorecido protegía a los acreedores de eventuales acuerdos celebrados con posterioridad al canje, cosa que no ocurrió en el texto definitivo del Suplemento del Prospecto publicado como Anexo I de la Resolución N° 20 del Ministerio de Economía de fecha 13 de enero del 2005 ya que la palabra "acuerdos" fue eliminada.

(24) Sancionada el 9 de febrero del 2005 y promulgada el 10 de febrero del 2005.

(Adla Bol. 3/2005, p. 1) (24), también denominada 'ley cerrojo' que impide al Poder Ejecutivo Nacional reabrir el proceso de canje o efectuar cualquier tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada, respecto de los bonos sujetos al canje. El objeto de esta ley era mandar un mensaje a los acreedores durante el proceso del canje —momento en que se sancionó y promulgó la ley— para asegurarles que sus derechos no serían vulnerados.

La sanción de la ley 26.017 si bien soluciona el problema planteado en la redacción del Suplemento del Prospecto, impide al Gobierno Nacional solucionar la exigencia del Fondo Monetario Internacional (FMI) de dar una solución a los acreedores que no participaron del canje. No dar una solución a los acreedores que no participaron del canje violaría el principio de negociación 'de buena fe' que estableció el FMI en su política de concesión de préstamos a países con atrasos (25). Cuestión que se ve agravada por la redacción del Suplemento del prospecto que expresamente estipula que "*[l]os Títulos Elegibles que no sean ofrecidos podrían permanecer en mora indefinidamente*" (26) y ante la negativa de la Argentina de volver a abrir el canje para aquellos acreedores que originalmente decidieron no participar.

IX. Algunas reflexiones finales

La posibilidad de que si se hubiera utilizado la técnica del *exit consent*, la situación de la Argentina con los *holdouts* hubiera sido diferente es un tema de suposiciones, que sólo la objetividad del tiempo va a poder dilucidar. Lo único que podría

(25) Al respecto ver: (i) Fondo Monetario Internacional, Asamblea del Directorio Ejecutivo 89/61, del 24 de mayo de 1989; (ii) Fondo Monetario Internacional, "Fund Policy on Sovereign Arrears to Private Creditors" (SM/98/8); (iii) Fondo Monetario Internacional, "The Acting Chairman's Summing Up on Fund Policy on Arrears to Private Creditors - Further Considerations" (EBM 99/64, 14 de junio de 1999); y (iv) Fondo Monetario Internacional, "Fund Policy on Lending into Arrears to Private Creditors-Further Consideration of the Good Faith Criterion", preparado por los Departamentos de Mercados de Capitales Internacionales, Política de Desarrollo y Legal (en consulta con otros departamentos), aprobado por Gerd Häusler, Timothy Geithner y François Gianviti, 30 de julio del 2002.

(26) Suplemento de Prospecto del 27 de diciembre del 2004, página 38, publicado como Anexo I de la Resolución N° 20 del Ministerio de Economía de fecha 13 de enero del 2005.

afirmarse por una cuestión de probabilidades es que de haberse utilizado el *exit consent* habría disminuido la cantidad de *holdouts*, ergo la cantidad de potenciales litigios. Los posibles intentos de cobro de los *holdouts*, se mantendrán latentes hasta que la Argentina llegue a un acuerdo satisfactorio con ellos.

Asimismo, son muchos los elementos que pueden ser considerados con relación al grado de aceptación, al margen de la utilización o no del *exit consent*. Entre otros se puede argumentar que la Argentina fue el país que obtuvo una mayor quita en su deuda ya que si comparamos el 75% obtenido en términos de valor nominal (66% valor neto presente) con el 40% de Ecuador o el 36% de Rusia (Ucrania, Pakistán y Uruguay no realizan quita alguna), la quita de Argentina fue mucho mayor y ello puede haber desanimado la participación de algunos acreedores que prefirieron la vía judicial para el recupero de su crédito. Asimismo puede decirse que la reestructuración de deuda de la Argentina fue la más compleja en número de series (152) y cantidad y atomización de acreedores (más de 700.000) dispersos en varios países. También, puede argumentarse que uno de los factores que influyeron en el grado de participación fue la falta de diálogo con los acreedores (27).

Adicionalmente al tema de falta de diálogo con los acreedores, cuestión que es opinable, no podemos dejar de destacar la actitud hostil del Poder Ejecutivo —que si bien es una técnica de negociación— no va a ser rápidamente olvidada en los mercados financieros internacionales. Mientras el actual Presidente se vanagloria manifestando que “[v]amos a hacer la quita de deuda más grande de la historia” (28), uno de los grandes estadistas argentinos —Carlos Pellegrini— en una situación de similares características manifestaba que “[e]l país debe mucho al extranjero y está obligado a pagar. Sé que dicen por ahí que el

gobierno no tendrá cómo hacerlo y que es mejor suspenderlo. Es un gravísimo error. El día que dejemos de pagar ese servicio no seremos nada ni nadie. Seremos una nación sin crédito y sin honra. Si la Argentina falta a sus compromisos, no se levantará ni en treinta años. Por eso me esforzaré en hacer ese servicio puntualmente, y si las rentas no alcanzan para pagarlo, aunque no se pague la administración pública, pediré autorización para vender los bienes de la Nación, y cuando no hubiese más, pondría la bandera de remate hasta en la misma Casa de Gobierno”.

Otra cuestión que podría haber sido considerada al momento de realizar la oferta de canje, a la luz de los embargos decretados en Bruselas contra los agentes financieros de la República del Perú y Nicaragua, es que en todos los nuevos bonos se reemplazó al *fiscal agent* (agente financiero) por un *trust agent* (agente fiduciario). La diferencia radica en que mientras el primero es un agente del deudor (Estado soberano), el segundo lo es de los acreedores. La utilización del *trust agent*, complicaría la línea argumental del *holdout* que quiera embargar bienes de la República Argentina.

Habiendo tenido herramientas a su alcance (*exit consent* y *trust agent*), el gobierno nacional no pudo limitar o disminuir la amenaza de los *holdouts*. Adicionalmente se emitió más deuda y se prolongó en el tiempo el *default*, factores que impactan en la calificación de riesgo de futuras emisiones y que a su vez impacta en la calificación de la deuda de las empresas privadas.

Al 31 de diciembre del 2001, el stock de deuda de la República Argentina era de US\$144.453 millones mientras que al 31 de diciembre del 2004 era de US\$191.254 millones, un incremento US\$46.801, lo que equivale a una variación de casi un 25% en tan sólo tres años (29). Este aumento en el stock de deuda se produjo mientras no se abonaba capital o

(27) Al respecto, ver la Editorial del diario británico Financial Times titulada “Argentina’s foolish debt gamble” del 14 de enero del 2005.

(28) Esta es una frase pronunciada por Néstor Kirchner en Trelew con motivo de la inauguración de una planta pesquera, tal como fuera informado por el diario Infobae el 26 de noviembre del 2004. En dicha oportunidad también exhortó a los acreedores italianos a que rectifiquen sus críticas contra la Argentina. En el mismo sentido ver las expresiones de Néstor Kirchner en la “Jornada por la Inclusión Social para una Argentina con más Trabajo” que se

realizó en Costa Salguero el 29 de noviembre del 2004. También, se puede consultar el discurso pronunciado el 1 de marzo del 2005 en la apertura de la 123 sesión ordinaria del Congreso en donde manifestó que “[s]abemos los formidables intereses que están en juego y no nos va a temblar el pulso para tomar decisiones. No debe inmiscuirse tribunal ni árbitro alguno”.

(29) La fuente del monto de deuda es el proporcionado por el Ministerio de Economía en su informe titulado “Variación de al Deuda Pública - Diciembre 2001/ Diciembre 2003”.

interés alguno por la deuda en *default*. No sólo no se ahorro lo que no se estaba pagando por el servicio de la deuda externa sino que además se incrementó la deuda. Todo ello sin contar los costos que lleva aparejado un canje de deuda y los montos reclamados en tribunales extranjeros, los cuales se actualizan periódicamente (30). En síntesis, como se ha sostenido, “[l]a deuda ‘Lavagna’ constituye la deuda de mayor crecimiento histórico en el menor plazo de tiempo” (31).

Más allá del resultado de la reestructuración y las diferentes opiniones que puedan ser esgrimidas, existen algunos otros datos de la realidad que no pueden dejar de ser mencionados en el final de este trabajo. Si bien la Argentina en el reciente canje de deuda ha ofrecido bonos a 42 años, hay que tener presente que ninguno de los gobiernos importantes de Latinoamérica ha amortizado completamente un bono a 30 años (32). A esto hay que sumarle que la relación deuda/producto bruto interno a diciembre del 2001 era de 62,4% y post-canje es de 88% (33), pese a haber realizado

una quita del 75% del valor nominal. La relación deuda/PBI se utiliza como un indicador de la sustentabilidad de la deuda.

En este orden de ideas, un importante estudio realizado sobre el tema de deuda pública ha concluido que el *default* puede convertirse en un estilo de vida (34). Mientras más veces ocurre, el deudor en *default* tiene menos que perder y es proclive a volver a entrar en *default* (35).

Si alguien llegara a considerar que los *holdouts* pueden ser caracterizados como demonios por el papel que juegan en las reestructuraciones de deuda, estimo que no es necesario destacar que antes que ese habría otro demonio claramente identificable. La función de éste otro demonio debería ser la de poder garantizar el bienestar de la sociedad no comprometiendo el patrimonio de futuras generaciones y honrando su buen nombre, dos cuestiones que aparentemente no habrían sido tenidas en cuenta desde el 23 de diciembre del 2001 hasta la fecha. ♦

(30) Un informe de julio del 2004 estimaba en US\$ 1.020 millones el monto reclamado por el pago de bonos en *default* en tribunales de Nueva York y Europa (Frankfort, Roma, Milan, Florencia y Vicenza). Ver A. Ventura, “Encrucijada: por hechos más o menos actuales como el corralito, la pesificación y el *default*, y por otros de larga data, en la Argentina hay miles de millones en litigios”, publicado el 20 de junio del 2004, en la Nación, Sección Economía, p. 1.

(31) Ver MOLINARI, Ignacio, “La deuda ‘Lavagna’”, El Dial, agosto del 2004, disponible en <http://www.eldial.com/suplementos/economico/doctrina/ec040820-d.asp>

(32) Ver el artículo publicado en la revista The Economist bajo el título “A Victory by Default” del 3 de marzo del 2005.

(33) Para determinar la relación deuda/PBI del 2001 hemos utilizado información del FMI del stock de deuda externa en dólares estadounidenses y el producto medido en dólares estadounidenses constantes. Para determinar la relación deuda/PBI del 2004 hemos utilizado la misma fórmula que para el

2001 pero ajustando los montos proyectados por el FMI para el 2004 por la información proporcionada por el Ministerio de Economía de la Argentina para el stock de deuda post-canje, tal como surge del informe de fecha 18 de marzo del 2005 titulado “Oferta de Canje - Anuncio Final”. Es de destacar que conforme las cifras del Ministerio de Economía del informe previamente citado, la relación deuda/PBI del 2001 sería 113% y del 2004 sería 72%. La diferencia entre las cifras del Ministerio de Economía y las de este trabajo se debe a que el Ministerio utilizó un PBI calculado al tipo de cambio real del 2004 mientras que en este trabajo se utilizó el producto medido en dólares estadounidenses constantes proporcionado por el FMI, tal como fuera mencionado previamente.

(34) REINHART, Carmen M., ROGOFF Kenneth S. y SAVASTANO, Miguel A., “Debt Intolerance”, NBER Working Paper 9908, agosto 2003. Los autores de este estudio estiman que el ratio de deuda-PBI de la Argentina para que su deuda sea sostenible debe ser del 15%.

(35) Ver nota anterior.