

15 de mayo de 2020

ACOTACIONES SOBRE CUESTIONES LEGALES DE LA DEUDA PÚBLICA
ARGENTINA (RUFO, CAC, ETC.)

La refinanciación de la deuda argentina ha vuelto a poner sobre el tapete algunas interesantes cuestiones legales.

Los gobiernos financian sus operaciones a través de varios mecanismos que, genéricamente, pueden clasificarse dentro de tres grandes categorías: los impuestos y rentas fiscales, la política monetaria y el endeudamiento estatal. Sobre este último queremos hacer algunos comentarios.

El endeudamiento puede ser clasificado según varios criterios: el plazo de las deudas (corto, mediano o largo); la moneda en las que está denominada; los tipos de instrumentos que se usan para reflejar el crédito de los acreedores; el sistema legal que se aplique a las obligaciones, etc. Sólo nos referiremos a la clasificación que cabe hacer en función de los aspectos legales del asunto.

Quizás la clasificación más sencilla sea la resultante de distinguir entre los acreedores residentes en el exterior o en el país. Otra es la de catalogar la deuda según la moneda de pago. Normalmente, un acreedor ubicado fuera de la Argentina no usa ni necesita pesos, por lo que el domicilio del acreedor generalmente también determina la moneda en la que está denominada la deuda. Una excepción somos los propios argentinos, que solemos usar la moneda extranjera para transacciones corrientes, debido a la cons-

tante devaluación de la divisa argentina. Eso lleva a la curiosa situación de que existan obligaciones hacia residentes argentinos pagaderas en moneda no argentina.

La legislación aplicable que rige cuestiones tales como el lugar de pago, las condiciones que debe reunir un pago para ser considerado íntegro y, en general, los derechos de acreedores y deudores está, en gran medida, establecida por el lugar de pago. No tendría sentido que una obligación pagadera en la Argentina estuviera regida por el derecho inglés, por ejemplo, o viceversa.

Los tribunales competentes, a su vez, son designados en función de la ley elegida. Tampoco tendría sentido que una obligación regida por el derecho neoyorquino, por ejemplo, fuera analizada por un juez argentino.

Todo esto intenta dejar en claro que todas estas cuestiones están íntimamente relacionadas. Hay, por lo demás, otros temas que demuestran que las decisiones acerca de la ley y los tribunales elegidos no son libradas al azar: en efecto, la selección del lugar de pago en la Argentina, con su correlato de

ley argentina y tribunales argentinos implica que ciertas “soluciones” típicamente locales puedan ser aplicadas al momento de intentar cobrar.

Entre esas “soluciones” está el permitir que una obligación en dólares pueda descargarse en pesos a una tasa de cambio irreal, o que el Estado goce de prerrogativas que le permitan “reperfilar” unilateralmente sus obligaciones antes de cancelarlas, o que se sancione un nuevo impuesto al acreedor antes de pagarle, o eximir al Estado del pago de las sentencias judiciales dictadas en su contra, o convencer a un juez de que condenar al Estado a pagar lo que debe equivale a traición a la patria.

Todo eso hace que una obligación regida por el derecho argentino carezca de previsibilidad, mal que les pese a quienes aborrecen estas “violaciones a la soberanía”. Aquí también se produce el fenómeno del “flight to quality”, según el cual los inversores huyen del riesgo y migran en busca de alternativas más tranquilizadoras. Al natural riesgo de insolvencia no hay por qué agregarle el riesgo de la incertidumbre.

En el camino, hemos revestido a nuestras leyes y a nuestros jueces de un nada recomendable manto de excesiva docilidad.

No es ésta una costumbre exclusivamente argentina: en 2011, Grecia impuso una modificación *retroactiva* de los términos de emisión de sus papeles de deuda *regidos por el derecho griego*.

Es por esto que los acreedores prefieren que *los términos y condiciones del endeudamiento público no estén regidos por las leyes o sujetos a los tribunales del propio deudor*. (A partir de esa modificación compulsiva de los bonos

griegos, las sucesivas emisiones de ese país debieron registrarse por el derecho inglés)¹.

Alrededor de treinta años atrás, la Argentina se financiaba en moneda extranjera por medio de contratos de préstamo celebrados con bancos o grupos de bancos comerciales internacionales. Aunque esos contratos eran firmados a veces por la República Argentina, otras por el Banco Central y aun por empresas y reparticiones estatales con capacidad legal para endeudarse a título individual, todas esas deudas terminaban reflejándose como un pasivo estatal unificado, a pesar de la teórica separación de patrimonios entre la administración central, el Banco Central y los restantes deudores del sector público.

Refinanciar esos contratos implicaba negociar individualmente con cada banco acreedor y con las instituciones financieras a la que los acreedores iniciales hubieran cedido sus créditos. Pero las crisis internacionales y los cambios sustanciales operados en los mercados de capitales, amén de sucesivas crisis internacionales) llevaron a la banca comercial a abandonar el negocio de financiar a entes soberanos (un fenómeno llamado “des-intermediación”).

Así, los grandes préstamos sindicados fueron desplazados por emisiones de bonos; esto es, los entes soberanos se endeudaron emitiendo títulos de crédito circulatorios, fraccionarios, de fácil negociación y colocación en el mercado de capitales y cotizables en bolsas. De este modo, los acreedores ahora se cuentan por cientos de miles: desde jubilados que invierten en bonos parte de sus ahorros (como pasó con miles de italianos que invirtieron en los

¹ Nuestra “Ley Cerrojo” (ley 26017 de febrero de 2005) pretendió agregar presión a los tenedores de bonos argentinos impagos para forzarlos a canjearlos por nuevos.

desafortunados *tango bonds* argentinos) a gigantescos fondos de inversión que mantienen en cartera cientos de millones de dólares en papeles de deuda.

Mientras que la refinanciación de un préstamo bancario era sencilla, dado el número relativamente limitado de acreedores, renegociar los términos y condiciones de una emisión de bonos, en la medida que requería el consentimiento unánime de cientos o miles de tenedores) era una tarea casi imposible. Eso llevó a que, con el correr del tiempo (sobre todo a partir del *default* argentino de 2001) y con el argumento de facilitar acuerdos entre deudores morosos y acreedores nerviosos, surgieran cláusulas que permiten, una vez alcanzadas ciertas mayorías, imponer *a todos los tenedores*, hayan prestado su conformidad o no, *la modificación de las condiciones de emisión*. A estas cláusulas se las llama “collective action clauses” o CACs.

Como ocurre en cualquier cómputo, determinar qué es una “mayoría” o un porcentaje determinado exige conocer la base sobre la cual se los calcula. Una mayoría entre cien participantes es, claramente, 51, así como el 75% es 75. Pero ¿cuál es la mayoría o el 80% de un grupo “de más o menos 100 participantes, aproximadamente”? Imposible saberlo. Por eso, la reciente oferta de canje presentada por la Argentina para refinanciar sus bonos emitidos en 2005 y 2016 en la que el deudor se arroga el derecho de determinar sobre qué base habrán de computarse las mayorías para modificar términos y condiciones ofrece un flanco demasiado riesgoso para ser fácilmente aceptable.

Obviamente, cuanto más fácil sea modificar las condiciones originales de emisión de un bono, más costará colocarlo en el mercado, por lo que el emisor deberá subir

la tasa de interés ofrecida para atraer inversores.

Cuando el emisor de bonos enfrenta dificultades financieras y necesita modificar los términos y condiciones originales de una emisión, debe ofrecer a los bonistas canjear los títulos originales por otros nuevos. Para ello efectúa una oferta al mercado. En función del éxito de la oferta (es decir, cuando alcanza los niveles de aprobación establecidos en la respectiva CAC) podrá efectuar la modificación propuesta.

Un modo de incentivar la aceptación del canje es asegurar a quienes lo consientan que, si en el futuro, para lograr mayores adhesiones, se otorgaran ventajas adicionales, quienes ya lo hayan aceptado también se beneficiarán. La cláusula por la que se otorga ese derecho a compartir futuros beneficios o mejoras de los términos y condiciones se llama RUFO (por la sigla en inglés de la expresión “right upon future offers”).

Claro que, como en todo contrato, la redacción es importante. Si bien el efecto genérico de la cláusula RUFO es evidente, la “letra chica” es esencial. En efecto: la mejora de los términos y condiciones de un bono puede ser consecuencia de un intento del deudor de atraer a más bonistas a participar del canje (lo que constituiría una mejora “voluntaria”) pero... ¿qué pasa si esa mejora no es voluntaria sino consecuencia de una orden judicial?

Este debate ocurrió en 2014, en ocasión de otro canje de bonos entre la Argentina y sus acreedores, cuando el país sostuvo que pagar a quienes lo vencieron en un pleito implicaba mejorar la situación de quienes habían aceptado un canje anterior y violar la cláusula RUFO de bonos emitidos en 2005 y 2010.

Mientras las operaciones entre los entes soberanos y los bancos comerciales se efectuaron en un mercado desregulado y sometido a sus propios usos y costumbres, las emisiones de bonos, por el contrario, están sujetas a recaudos estrictos antes de que esos papeles puedan ser públicamente ofrecidos.

En los Estados Unidos, por ejemplo, desde 1933 existen requisitos estrictos acerca de la información que los emisores de bonos deben poner a disposición de los posibles inversores. Y las sanciones por “macanear” son estrictas... Ahora bien: si la manera de conducir la economía y las finanzas de la Argentina tiene un evidente error de diseño que la lleva con desgastante periodicidad a enfrentar a sus acreedores en ásperas, caras y desagradables negociaciones, pero ningún cambio al respecto ha sido propuesto ni está en los planes de los gobernantes, ¿no debería ser informado a los acreedores, para que vayan sabiendo que en tres, cinco,

diez o doce años la historia volverá a repetirse?

Toda actitud de un deudor (quienquiera sea, público o privado) que haga dudar de su capacidad para conducir sus propios negocios y honrar sus deudas sólo tiene por efecto hacer que su crédito futuro, si existe, sea más difícil de obtener y, seguramente, más caro. El rechazo consciente a tomar las medidas necesarias (y conocidas) para no recaer en la repetitiva insolvencia estatal ¿no debería ser explícitamente formulado, para que al menos el firmante de un prospecto asuma formalmente sus consecuencias?

Todas estas vicisitudes y discusiones (para nada bizantinas, puesto que debe asumirse que se conducen en buena fe) involucran “el hambre y la sed de los argentinos”, como bien dijo el presidente Avellaneda ante el Congreso el 1 de mayo de 1876.

* * *

Esta nota ha sido preparada por Juan Javier Negri. Para más información sobre este tema pueden comunicarse con el teléfono (54-11) 5556-8000 o por correo electrónico a np@negri.com.ar.

**Este artículo es un servicio de Negri & Pueyrredon Abogados a sus clientes y amigos.
No tiene por objeto prestar asesoramiento legal sobre tema alguno.**