

BREVES COMENTARIOS SOBRE EL CONFLICTO ENTRE LA REPÚBLICA ARGENTINA Y LOS “HOLDOUTS”

Por Patricio García Moritán

1. Introducción

La República Argentina enfrenta en estos días un grave conflicto judicial con un grupo de tenedores de títulos públicos emitidos con anterioridad a la declaración de *default* de diciembre de 2001, que no ingresaron al proceso de reestructuración llevado adelante en 2005 y 2010. En el marco de ese conflicto, un Juez de Distrito de Nueva York dictó sentencia ordenando a la Argentina el pago total de esos títulos y, ante la negativa argentina el mismo juez emitió una nueva orden dirigida al Bank of New York (hoy Bank of New York Mellon) para que, en su carácter de “agente fiduciario” de la reestructuración, se abstenga de distribuir los fondos transferidos por la Argentina para el pago de los intereses de los bonos emitidos en el marco del proceso de renegociación de deuda soberana argentina de los años 2005 y 2010, correspondientes al vencimiento de junio de 2014.

A partir de dicha orden judicial, estos tenedores de títulos públicos argentinos no percibieron los intereses respectivos (que, sin embargo, fueron transferidos por la Argentina) y, en un caso sin precedentes, el país ingresó en un gravísimo estado de incertidumbre respecto del escenario económico, actual y futuro.

A continuación se realizarán unos breves comentarios sobre los antecedentes del caso y las alternativas de solución existentes. Sin embargo, ciertamente la vertiginosidad de los eventos hará que la actualidad y vigencia de estos comentarios sea una incógnita (una más que se acumula a los propios interrogantes de esta compleja temática).

2. Un poco de historia

En diciembre de 2001, en el marco de una gravísima crisis económica, política y social, la Argentina declaró el *default* de su deuda externa.

El estado de default se extendió hasta comienzos de 2005. Naturalmente, en ese marco, los bonos nacionales eran calificados como “bonos distressed” y, por lo tanto, cotizaban a un valor muy inferior al nominal, lo que provocó un mercado atractivo para los “fondos especulativos”. En definitiva, dado que las economías nacionales no pueden quebrar (en sentido estricto), un título que cotiza bajo en algún momento subirá, si se aguarda con suficiente paciencia.

El 12 de enero de 2005, la Argentina comenzó un proceso de reestructuración de su deuda *defaulteada*. Ese día realizó una “oferta de canje” (de los “títulos elegibles”, en default) que perseguía, principalmente, la salida del estado de cesación de pago, y la puesta en orden de la deuda, reemplazando los 152 títulos públicos existentes en ese momento por sólo 11 (todo esto, claro, si todos los bonos aceptaban al canje, cosa que no ocurrió). Esa reestructuración de la deuda implicaba una quita de aproximadamente el 65%.

El proceso de canje iniciado en 2005 alcanzó al 76% de la deuda. Como se explicará, en 2010 se llevó a cabo una segunda etapa y los tenedores de título que ingresaron al canje representan desde 2010 aproximadamente el 93% de la deuda defaulteada.

Como se advierte, aproximadamente el 7% de los tenedores de títulos públicos optaron por no ingresar al canje y prefirieron “aguardar afuera” con el objetivo de perseguir el cobro total del título a través de una sentencia judicial (en adelante, los denominaremos “Holdouts”). Dentro de ese 7% se encuentra un grupo de tenedores representativos del 1%, liderados por “fondos especulativos” (NML Capital y Aurelius) que adquirieron los títulos públicos en un valor muy inferior al nominal y optaron por no ingresar al canje con el objetivo de perseguir el cobro total de los títulos por vía judicial. Este 1% de la deuda (aproximadamente unos U\$S 1.600 millones), inició la acción cuyas consecuencias motivan este comentario.

3. Las claves de la historia

Una de las claves de la historia aparece a raíz de uno de los “anzuelos” utilizados por el Estado nacional en la oferta de canje de 2005. Para tentar a los tenedores de bonos *defaulteados* y lograr que estos acepten los nuevos bonos (con una importante quita), **una de las garantías contractuales que se otorgó fue la inclusión de la cláusula RUFO (“*right upon future offers*”), que estableció –en sustancial síntesis– que cualquier mejora que la Argentina ofreciera “voluntariamente” a los acreedores que no ingresaron al canje (los Holdouts) desde la fecha de canje y hasta el 31 de diciembre de 2014, se aplicaría a los tenedores de bonos canjeados en 2005 que así lo exigieran dentro de los 30 días (Dto. 1735/04, Anexo III, pto. V).**

Como complemento, el Congreso Nacional sancionó la Ley N° 26.071 el 9 de febrero de 2005 (en adelante la “Ley Cerrojo”) que confirmó el proceso de reestructuración y dispuso las siguientes prohibiciones (i) prohibió al Poder Ejecutivo reabrir el canje (art. 2, Ley Cerrojo); y (ii) prohibió al Estado nacional efectuar cualquier tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada respecto de los bonos elegibles para el canje que hubieran optado por aguardar afuera (art. 3, Ley Cerrojo).

A través de estas cláusulas legales se intentó imprimir seriedad a la oferta y generar los incentivos suficientes para que ingrese la mayor cantidad de papeles defaulteados. En este trabajo no entraremos a evaluar si era necesario incluir estas condiciones para poder lograr el canje o para lograrlo al mejor “precio posible” (recuérdese que en 2005 se logró el canje del 76% de la deuda), **pero lo que no existen dudas –desde nuestro punto de vista– es que ellas condicionaron el comportamiento argentino en los años siguientes.**

Cabe advertir que mientras que la modificación de la cláusula RUFO requería del consentimiento de la contraparte, las condiciones legales antes descriptas –sin embargo– podían ser alteradas unilateralmente. Así, las prohibiciones de la Ley Cerrojo fueron suspendidas por Ley N° 26.547 habilitando la reapertura del canje durante el año 2010 (oportunidad en la que, como se dijo, se alcanzó el 93% de canje de deuda) y, luego, fueron suspendidas nuevamente a través de la Ley N° 26.886 desde septiembre de 2013 y “*hasta tanto el Congreso de la Nación declare terminado el proceso de reestructuración*” (remarcamos que esta suspensión fue sancionada inmediatamente después de que, como se verá, la Cámara de Apelaciones de Nueva York confirmara la resolución del Juez Griesa).

En esta segunda suspensión se estableció -en resumida síntesis- que (i) no se podía ofrecer a los Holdouts mejores condiciones a las ofrecidas en el canje de 2005 y 2010, y (ii) dispuso que aquellos

que quisieran ingresar en la operación de canje en esta oportunidad debían renunciar a todos los derechos que le corresponden en virtud de los títulos canjeables, incluso los que hubieran sido reconocidos mediante sentencia judiciales.

4. El pleito judicial y la sentencia

En el marco jurídico descripto, frente a la demanda judicial liderada por los “fondos especulativos”, **la Argentina no tenía posibilidades de negociar una cancelación de la deuda en mejores condiciones que la que se había otorgado a los bonos que ingresaron al canje porque ello hubiera implicado activar la cláusula RUFO**. Asimismo, salvo durante 2010 y a partir de septiembre de 2013 (períodos en que se dispuso la suspensión de la Ley Cerrojo), el Poder Ejecutivo tenía una prohibición legal expresa que le impedía realizar cualquier transacción judicial o extrajudicial.

Ahora bien, debemos hacer algunas aclaraciones: (i) en primer lugar, aun con las limitaciones descriptas existían otras opciones de negociación que podrían haber conducido a un destino diferente; y (ii) además, una cosa es tener limitaciones para negociar y otra muy distinta es incurrir en deslices dialécticos contra todos los involucrados en el pleito, incluidos los magistrados.

Entre esos deslices dialécticos, quizás los más llamativos fueron las manifestaciones públicas de los integrantes del gobierno acerca de que no se abonaría suma alguna a los Holdouts y que tampoco se realizaría ofrecimiento en condiciones diferentes de las de la oferta de canje (incluso más, el propio Juez Griesa y los integrantes de la Cámara de Apelaciones de Nueva York remarcaron en sus decisiones las manifestaciones de la Presidente Cristina Fernández de Kirchner y del Ministro Lorenzino en el sentido de que a los Holdouts no se les pagaría suma alguna). Se trata, sin margen de dudas, de un error estratégico notable. Es que desconoce que la manifestación pública de un funcionario, es una declaración institucional, con indudables consecuencias jurídicas. Además, acaso, ¿habrán presumido que, ante la negativa de pago, estos actores financieros abandonarían sus pretensiones y desistirían de sus acciones judiciales?

Es posible que la estrategia argentina haya asumido (i) que no obtendría una sentencia desfavorable; o (ii) que eventualmente esa resolución no llegaría antes de la fecha de vencimiento de la cláusula RUFO (esto es, 31 de diciembre de 2014).

Sin embargo, la sentencia de primera instancia ordenando el pago total de los bonos llegó en febrero de 2012. Esa resolución fue confirmada por la Cámara en agosto de 2013 y, finalmente, la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos se negó a recibir el caso el 12 de junio de 2014. Así, la resolución definitiva de la cuestión, en la última instancia judicial estadounidense (la Corte Suprema), llegó varios meses antes de la fecha en que quedaba sin efecto la cláusula RUFO.

Quedará para otro trabajo el análisis sobre la justicia intrínseca de la decisión del Juez Griesa (porque merecería una atención más detenida y profunda sobre la razonabilidad o no de aplicar la cláusula *pari passu* al caso concreto y los gravísimos efectos que esa decisión podría tener sobre futuros procesos de reestructuración de deudas soberanas), pero lo cierto es que la legitimidad formal es incuestionable desde que la Argentina se sometió voluntariamente a la jurisdicción de Nueva York y en ella ha transitado todas las instancias posibles.

Lamentablemente, en todas ellas los resultados fueron desfavorables a los intereses nacionales.

5. La posición de la República Argentina frente a la sentencia

Frente a la confirmación de la sentencia, como es público y notorio, la Argentina se negó a cumplirla. Para ello invocó primero que el pago ordenado gatillaría la cláusula RUFO. Luego, sostuvo públicamente que el país no podía pagar como consecuencia de la Ley Cerrojo.

5.1 El argumento de la Ley Cerrojo

En cuanto al argumento de la Ley Cerrojo, si bien ella estableció la prohibición de ofrecer mejores condiciones a las del canje de 2005 y 2010, lo cierto es que no nos encontraríamos ante un ofrecimiento, sino ante una sentencia judicial. En tal sentido, entendemos que las limitaciones que allí se establecen no contemplan una prohibición al pago de una sentencia judicial, atento a que una prohibición de esa naturaleza difícilmente superaría un test de constitucionalidad.

De cualquier modo, aún cuando esa prohibición tuviera los alcances invocados, tal prohibición podría adecuarse a través de una nueva ley, tal como se ha hecho en dos oportunidades con la prohibición de reabrir el canje.

5.2 El argumento de la Cláusula RUFO

En lo que respecta al argumento de la cláusula RUFO la situación es más compleja, porque ella no puede adecuarse unilateralmente.

En cuanto a la duda sobre si el pago de una sentencia activa dicha cláusula, existen –al menos– dos posiciones difundidas sobre la cuestión. Una posición -que compartimos- hace una lectura literal de la norma e interpreta que no existirían razones para creer que el cumplimiento de una orden judicial definitiva que ordena coactivamente el pago de los bonos de los Holdouts podría activar la cláusula RUFO, porque no existiría en tal caso un “ofrecimiento voluntario” en los términos del punto V del Anexo III del Decreto N° 1735/04.

Otra posición entiende que podría hacerse una interpretación extensiva de esa cláusula RUFO y, consecuentemente, existiría un riesgo relativo de que se interprete que el pago de la sentencia podría dar lugar a la aplicación de dicha cláusula y, consecuentemente, todas las mejoras pagadas a los Holdouts, deberían ser pagadas también a aquellos Holdin (esto son, aquellos que accedieron al canje de 2005 y 2010).

En esta segunda interpretación se enrola el Gobierno Nacional para negarse a abonar la sentencia. Sostiene el Gobierno, en esa línea, que el riesgo de que se active la cláusula RUFO es muy grande dada la magnitud de la contingencia (esta contingencia estaría representada por la posible obligación de pagar el total de los bonos canjeados, por los valores anteriores al canje).

Es posible que la decisión de no pagar la sentencia se haya justificado, además, en la intención de no generar un antecedente que pudiera dar lugar a más sentencias desfavorables respecto de otros Holdouts. Es de reparar que la acreencia que quedó fuera del canje de 2005 y 2010 (y tampoco participa del juicio bajo comentario) ascendería a más de u\$s 15.000 millones, cuya obligación de pago provocaría gravísimas consecuencias macroeconómicas.

Cualesquiera sean las razones que motivaron la estrategia adoptada, lo llamativo es que el propio gobierno haya declamado con tanto énfasis que el cumplimiento de la sentencia provocaría la

activación de la cláusula RUFO. Ésta particular defensa deja pocas opciones argumentales a nuestro favor frente a los Holdin, para el eventual caso que fuera necesario cumplir con la sentencia.

5.3 Las consecuencias de la posición estatal

Como consecuencia del incumplimiento de la Argentina, el Juez Griesa inmovilizó los fondos transferidos para el pago de los servicios de deuda canjeada en 2005 y 2010 y, de ese modo, los tenedores de los nuevos bonos no recibieron el pago de los intereses correspondientes al vencimiento de junio de 2014 (tampoco recibieron esas sumas al vencimiento de los 30 días de gracia previstos en los documentos de renegociación, conf. *section 4.1.i* del “*Trust Indenture*” aprobado como Anexo VI del Dto. 1735/04).

Frente a esta circunstancia surgió la duda sobre si se había verificado un “evento de *default*” de la deuda canjeada en 2005 y 2010, en los términos de la *section 4.1* del “*Trust Indenture*” aprobado como Anexo VI del Dto. 1735/04. Lo que ocurre es que el evento de default se produce siempre que la Argentina “no pague” y, ciertamente, nunca se previó una solución expresa para la situación actual en la que el país transfirió el dinero al fiduciario y éste no pudo cumplir con su función, a raíz de una orden judicial.

Esta duda es difícil de responder y ciertamente da lugar a dos interpretaciones antagónicas (una literal y otra amplia). El mercado parece inclinarse a favor de una interpretación amplia, según la cual habría acaecido el evento de default. En esta interpretación, la contingencia sería la maduración de los plazos y la obligación de pago total de la deuda canjeada, con sus respectivos intereses.

Cabe remarcar que existen consecuencias indirectas que se verifican bajo cualquiera de las interpretaciones: esta dada por la erosión que sufre la ya deteriorada imagen de la Argentina frente a los mercados internacionales.

Por último, entendemos que no debería descartarse que el Juez recurra a instrumentos de coacción que pudieran encontrarse a su alcance, con el objetivo de ejecutoriar su decisión. Estas consecuencias deberían ser analizadas de cara al ordenamiento jurídico local.

5.4 Conclusiones sobre la posición estatal

Entonces, es presumible que cuando el gobierno nacional negó el pago de la sentencia invocando el riesgo de que activara la “cláusula RUFO”, ponderó un riesgo relativo de que pudiera entenderse que existió un “evento de default” y, eventualmente, contar con un plazo de 60 días adicional para remediar la situación (en ese caso, al vencimiento de ese plazo la contingencia sería pagar la deuda total posterior al proceso de canje 2005 y 2010) frente al riesgo de que frente al pago de la sentencia (i) en una acción de los Holdin se interprete que el pago activó la cláusula RUFO y consecuentemente, se ordene abonar la totalidad de la deuda previa al proceso de canje del 2005 y 2010, y (ii) además, se sienta un precedente que de lugar a nuevas sentencias que orden el pago del 100% de la acreencia de los demás Holdouts.

Una típica ponderación de costo-beneficio.

De cualquier modo, más allá de que hoy la decisión pueda ser correcta o no, no puede dejar de remarcarse que ambos escenarios son muy nocivos para el país y esta realidad es una consecuencia de la ausencia de planificación estratégica por parte de la gestión nacional.

6. Las alternativas

Aun en la hipótesis que se considerase válida la interpretación de la Argentina sobre la amplitud de la cláusula RUFO, subsisten alternativas que debieron manejarse estratégicamente:

La primera, que los Holdin aceptaran dejar sin efecto la cláusula RUFO, aunque esta opción no parece una alternativa real a la luz de su dificultad práctica y la falta de incentivos suficientes.

La segunda, que los actores del pleito consintiesen una espera hasta la conclusión de la vigencia de la cláusula RUFO, sin embargo esta opción es hoy parece inviable frente a una sentencia judicial a su favor. No parecieran existir incentivos suficientes para que pudieran acceder a una demanda de esa naturaleza (además, como dijo el Juez Griesa en una de las últimas audiencias, el comportamiento argentino no ofrecería garantías de que, llegados a enero, no mantengan la misma posición y, por lo tanto, se verifique la misma incertidumbre, pero 6 meses más tarde).

La tercera, involucrar la participación de privados (que, por los montos involucrados, debería pensarse en un conjunto de privados sindicados), que lleven a cabo un “rescate nacional”, a través de la adquisición de los “bonos” (o, aún mejor, los “derechos litigiosos”) de titularidad de los actores en el pleito seguido contra la República Argentina. En esa calidad ocuparían la posición de actores y podrían flexibilizar sus peticiones ante el Juez Griesa y requerir una espera hasta enero de 2015.

Esta tercera alternativa, que habría sido intentada, merece los siguientes comentarios: (i) en primer lugar, esta opción del rescate privado, no descartaría el riesgo de que los tenedores de bonos canjeados en 2005 y 2010 consideraran que se trata de una construcción simulada (al menos parcialmente) con el único objetivo de burlar la cláusula RUFO (dependería de quienes llevaran a cabo el rescate y bajo qué condiciones); (ii) el Gobierno Nacional dejó sin efecto esta opción al invocar llamativamente que la Ley Cerrojo no le permitiría realizar ningún pago en mejores condiciones al canje de 2005 y 2010, lo cual frustró toda posibilidad de que un privado abone la sentencia (aprox. U\$S1.600 millones) asumiendo riesgo de sólo cobrar –en el mejor de los casos– una mínima porción de ese monto; y (iii) frente al riesgo descrito en el punto anterior, según trascendió, los privados habría requerido una garantía del “Fondo de Garantía de Depósitos” (fondo destinado a garantizar la estabilidad del sistema financiero), lo cual terminó siendo la razón invocada por el gobierno nacional para terminar de descartar esta alternativa.

Se barajaría una cuarta alternativa, consistente en instrumentar un cambio de jurisdicción de pago de los bonos canjeados en 2005 y 2010.

Habrà que ver si debemos aguardar al 1º de enero de 2015 y, eventualmente, si llegados a ese punto, el Estado Nacional paga la sentencia (en todo o en parte). Otro aspecto a observar, sería cuál es actitud que adoptarán los Holdin en ejercicio de los derechos que les reconocen los títulos y sus normas complementarias. Frente a cualquier decisión que se adopte, habrá que ver –también– qué herramientas utiliza el Juez Griesa durante todo este tiempo para forzar la ejecución de su sentencia. En el medio, nos exponemos nuevamente como un lamentable ejemplo de situaciones sin precedentes, cuyas proyecciones internas e internacionales se traducirán indefectiblemente en costos económicos concretos.