

SESIONES ORDINARIAS

2013

ORDEN DEL DÍA N° 2357

COMISIONES DE FINANZAS Y DE PRESUPUESTO
Y HACIENDA

Impreso el día 11 de septiembre de 2013

Término del artículo 113: 20 de septiembre de 2013

SUMARIO: **Proceso** de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago. Autorización al Poder Ejecutivo para llevar adelante las acciones necesarias para la conclusión del mismo. (30-S.-2013.)

- I. **Dictamen de mayoría.**
- II. **Dictamen de minoría.**
- III. **Dictamen de minoría.**
- IV. **Dictamen de minoría.**
- V. **Dictamen de minoría.**

I

Dictamen de mayoría*Honorable Cámara:*

Las comisiones de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda han considerado el proyecto de ley en revisión mediante el cual se autoriza al Poder Ejecutivo para llevar adelante todas las acciones necesarias para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago; y, por las razones expuestas en el informe que se acompaña y las que dará el miembro informante, aconsejan su sanción.

Sala de las comisiones, 10 de septiembre de 2013.

Carlos S. Heller. – Roberto J. Feletti. – Rodolfo Yarade. – Eric Calcagno y Maillmann. – María L. Alonso. – José R. Uñac. – Oscar E. N. Albrieu. – Andrés R. Arregui. – Raúl E. Barrandeguy. – Luis E. Basterra. – Nora E. Bedano. – María E. Bernal. – Rosana A. Bertone. – Isaac B. Bromberg. – Daniel A. Brue. – Jorge A. Cejas. – María E. P. Chieno. – Marcos Cleri. – Alfredo C. Dato. – Omar C. Félix. – Anabel Fernández Sagasti. – María T. García. – Daniel Germano. – Leonardo Grosso. – Pablo F. J. Kosiner. – Carlos M. Kunkel. – Ermindo

E. M. Llanos. – Inés B. Lotto. – Mario A. Metaza. – Carlos J. Moreno. – Juan M. Pais. – Julia A. Perié. – Rubén A. Rivarola. – Javier H. Tineo. – Héctor D. Tomas. – José A. Villa. – Rubén D. Yazbek. – Alex R. Ziegler.

En disidencia parcial:

Eduardo P. Amadeo. – Gustavo A. H. Ferrari. – Julián M. Obiglio. – Federico Pinedo. – Alberto J. Triaca.

Buenos Aires, 4 de septiembre de 2013.

Al señor presidente de la Honorable Cámara de Diputados de la Nación.

Tengo el honor de dirigirme al señor presidente, a fin de comunicarle que el Honorable Senado, en la fecha, ha sancionado el siguiente proyecto de ley que paso en revisión a esa Honorable Cámara:

PROYECTO DE LEY

El Senado y Cámara de Diputados,...

Artículo 1° – Autorízase al Poder Ejecutivo nacional, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, a realizar todos aquellos actos necesarios para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos que fueran elegibles para el canje dispuesto en el decreto 1.735 del 9 de diciembre de 2004 y sus normas complementarias que no hubiesen sido presentados al mismo ni al canje dispuesto por el decreto 563 de fecha 26 de abril de 2010, en los términos del artículo 65 de la ley 24.156, de administración financiera y de los sistemas de control del sector público nacional y sus modificatorias, con el fin de adecuar los servicios de dicha deuda a las posibilidades de pago del Estado nacional en el mediano y largo plazo.

Art. 2° – Los términos y condiciones financieros que se ofrezcan no podrán ser mejores que los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración de deuda dispuesta por el decreto 563/10.

Art. 3° – Exceptúase a los títulos de deuda pública que se emitan como consecuencia de lo dispuesto en la presente ley, de lo dispuesto en los artículos 7° y 10 de la ley 23.928 y sus modificaciones, de corresponder.

Art. 4° – Los tenedores de títulos públicos que fueran elegibles para el canje dispuesto en el decreto 1.735/04 y sus normas complementarias que deseen participar de cualquier operación de reestructuración que se realice en el marco de lo dispuesto en la presente ley, deberán renunciar a todos los derechos que les correspondan en virtud de los referidos títulos, inclusive a aquellos derechos que hubieran sido reconocidos por cualquier sentencia judicial o administrativa, laudo arbitral o decisión de cualquier otra autoridad, y renunciar y liberar a la República Argentina de cualquier acción judicial, administrativa, arbitral o de cualquier otro tipo, iniciada o que pudiere iniciarse en el futuro con relación a los referidos títulos o a las obligaciones de la República Argentina que surjan de los mismos, incluyendo cualquier acción destinada a percibir servicios de capital o intereses de dichos títulos.

Prohíbese ofrecer a los tenedores de deuda pública que hubieran iniciado acciones judiciales, administrativas, arbitrales o de cualquier otro tipo un trato más favorable que a aquellos que no lo hubieran hecho.

Art. 5° – El Ministerio de Economía y Finanzas Públicas informará trimestralmente al Honorable Congreso de la Nación los resultados de lo dispuesto en la presente.

Art. 6° – Los bonos del Estado nacional elegibles de acuerdo a lo dispuesto por el decreto 1.735/04, depositados por cualquier causa o título a la orden de tribunales de cualquier instancia, competencia y jurisdicción, cuyos titulares no hubieran adherido al canje dispuesto por el decreto antes citado o el dispuesto por el decreto 563/10, o no hubieran manifestado, en forma expresa, en las respectivas actuaciones judiciales, su voluntad de no adherir a los mismos, quedarán reemplazados, de pleno derecho, por los “Bonos de la República Argentina a la Par en Pesos Step Up 2038”, en las condiciones establecidas para la asignación, liquidación y emisión de tales bonos por el decreto 1.735/04 y sus normas complementarias.

Facúltase al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas a dictar las normas complementarias que fueren necesarias para instrumentar el reemplazo dispuesto en el presente artículo.

Art. 7° – Suspéndese la vigencia de los artículos 2°, 3° y 4° de la ley 26.017 hasta tanto el Congreso de la Nación declare terminado el proceso de reestructuración de los títulos públicos alcanzados por la referida norma.

Art. 8° – La presente ley entrará en vigencia el día de su publicación en el Boletín Oficial.

Art. 9° – Comuníquese al Poder Ejecutivo.
Saludo a usted muy atentamente.

ANÍBAL FERNÁNDEZ.
Juan Estrada.

Fundamentos de la disidencia parcial de los señores diputados Julián M. Obiglio y Alberto J. Triaca

Señor presidente:

Tenemos el agrado de dirigirnos a vuestra honorabilidad a fin de fundar nuestra disidencia parcial al dictamen de mayoría del proyecto de ley basado en el expediente 30-S.-13 (C.D.-54/13) (4/9/2013) venido en revisión del Honorable Senado de la Nación mediante el cual se autoriza al Poder Ejecutivo para llevar adelante todas las acciones necesarias para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago.

Votamos a favor porque no le negaremos al Poder Ejecutivo una herramienta que precisa para solucionar los errores que ha cometido en la administración de la deuda que no ha ingresado al canje. El gobierno nacional es el responsable político del proceso de negociación y debe contar con los elementos necesarios que le permitan cuidar el patrimonio de todos los ciudadanos argentinos.

Ahora bien, se deben señalar algunos aspectos que nos parecen relevantes para fundar nuestro voto en disidencia.

En primer lugar, siendo el Congreso el autorizado constitucionalmente para disponer el endeudamiento de la Nación, delegar en el Poder Ejecutivo la realización de las correctas diligencias para solucionar definitivamente el problema de la deuda, no quiere decir que se le otorga “vía libre” para obrar sin parámetros ni limitaciones. Los señores ministros y secretarios de Estado encargados de este proceso de canje deben explicar previamente su estrategia y luego rendir cuentas de lo realizado ante el Congreso de la Nación. El gobierno nacional no puede continuar actuando con la discrecionalidad que lo hizo hasta ahora. Consideramos necesario por lo tanto que se conforme una comisión especial de seguimiento, dentro del ámbito del Honorable Congreso de la Nación para que, con la reserva y confidencialidad que el caso requiere, establezcan relaciones directas con los responsables de la estrategia judicial del Poder Ejecutivo nacional.

Continuando con el análisis concreto de la propuesta del Poder Ejecutivo, la previsión contenida en el artículo 4° ya estaba en la ley anterior de reapertura del canje, pero creemos que la realidad es muy diferente.

La imposibilidad de ofrecer un trato más favorable nunca podría ser una señal de que habría un eventual incumplimiento de fallos judiciales. El argumento de la igualdad de condiciones para todos los bonistas, que

podría verse violentado en el caso de ofrecerse en esta instancia algo mejor a los que accionaron judicialmente frente a los que aceptaron el canje o para el caso de tener que pagar conforme la sentencia, ya fue rechazado por los tribunales de EE.UU.

Sugerimos así suprimir el último párrafo para poder darle mayor libertad de acción al Poder Ejecutivo nacional en el cuidado del interés nacional.

No puede el nuevo proyecto ignorar la existencia de fallos en dos instancias en Nueva York y que estamos pendientes de la aceptación del caso por la Corte Suprema de EE.UU. Por ello corresponde colocar las argumentaciones del gobierno en su respectivo lugar: ha sido nuestro país el que voluntariamente se sometió a dichos tribunales, y es nuestro deber dar señales que indiquen que estamos dispuestos a cumplir nuestras obligaciones y las resoluciones que en definitiva dicten los magistrados competentes.

Por último, y más allá de la reapertura del canje, deberíamos estar trabajando en ordenar las cuentas fiscales y la economía nacional, deteniendo el despilfarro populista, el endeudamiento por emisión monetaria, y el déficit fiscal. La inflación y la falta de confianza causados por el gobierno están ahogando a la sociedad argentina. Lo que necesitan los mercados son buenas señales ya que un país carente de capital como lo es el nuestro –y una de las razones por las que pagamos altas tasas de interés– debe dar señales de estabilidad y certidumbre en el largo y mediano plano. No es una adecuada solución pedirle prestado al Banco Central, al Banco Nación o a la ANSES.

En definitiva, debemos ser muy cautos y dar una solución concreta a este problema, no es posible que los ciudadanos y las empresas de nuestro país obtengan financiamiento genuino barato si el Estado no lo consigue. De la única manera que vamos a lograrlo es si accedemos a los mercados de capitales con productos confiables. ¿Cómo? Generando confianza. No hay soluciones mágicas y menos con discursos antiimperialistas o antimercado.

Es por ello que hemos firmado en disidencia parcial.

Julián M. Obiglio. – Alberto J. Triaca.

INFORME

Honorable Cámara:

Las comisiones de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda han considerado el proyecto de ley en revisión mediante el cual se autoriza al Poder Ejecutivo para llevar adelante todas las acciones necesarias para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago; y, han creído conveniente darle su acuerdo favorable, en virtud de la importancia del tema tratado.

Carlos S. Heller.

II

Dictamen de minoría

Honorable Cámara:

Las comisiones de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda han considerado el mensaje del Poder Ejecutivo 1.241 y proyecto de ley que lo acompaña registrado bajo expediente 30-S.-13, tendiente a autorizar al Poder Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, para llevar adelante las acciones necesarias para conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago en el mediano y largo plazo; y por las razones expuestas en el informe que se acompaña y las que dará el miembro informante, aconsejan la sanción del siguiente

PROYECTO DE LEY

El Senado y Cámara de Diputados,...

Artículo 1° – Autorízase al Poder Ejecutivo nacional, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, a realizar todos aquellos actos necesarios para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos que fueran elegibles para el canje dispuesto en el decreto 1.735 del 9 de diciembre de 2004 y sus normas complementarias que no hubiesen sido presentados al mismo ni al canje dispuesto por el decreto 563 de fecha 26 de abril de 2010, en los términos del artículo 65 de la ley 24.156, de administración financiera y de los sistemas de control del sector público nacional y sus modificatorias, con el fin de adecuar los servicios de dicha deuda a las posibilidades de pago del Estado nacional en el mediano y largo plazo.

Art. 2° – Los términos y condiciones financieros que se ofrezcan no podrán ser mejores que los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración de deuda dispuesta por el decreto 563/10.

Art. 3° – Exceptúase a los títulos de deuda pública que se emitan como consecuencia de lo dispuesto en la presente ley, de lo dispuesto en los artículos 7° y 10 de la ley 23.928 y sus modificaciones, de corresponder.

Art. 4° – Los tenedores de títulos públicos que fueran elegibles para el canje dispuesto en el decreto 1.735/04 y sus normas complementarias que deseen participar de cualquier operación de reestructuración que se realice en el marco de lo dispuesto en la presente ley, deberán renunciar a todos los derechos que les correspondan en virtud de los referidos títulos, inclusive a aquellos derechos que hubieran sido reconocidos por cualquier sentencia judicial o administrativa, laudo arbitral o decisión de cualquier otra autoridad, y renunciar y liberar a la República Argentina de cualquier acción judicial, administrativa, arbitral o de cualquier otro tipo, iniciada o que pudiese iniciarse en el futuro con relación a los referidos títulos o a las obligaciones de la República Argentina que surjan de los mismos, incluyendo cualquier acción destinada a percibir servicios de capital o intereses de dichos títulos.

INFORME

Prohíbese ofrecer a los tenedores de deuda pública que hubieran iniciado acciones judiciales, administrativas, arbitrales o de cualquier otro tipo un trato más favorable que a aquellos que no lo hubieran hecho.

Art. 5° – El Ministerio de Economía y Finanzas Públicas informará trimestralmente al Honorable Congreso de la Nación los resultados de lo dispuesto en la presente.

Art. 6° – Los bonos del Estado nacional elegibles de acuerdo a lo dispuesto por el decreto 1.735/04, depositados por cualquier causa o título a la orden de tribunales de cualquier instancia, competencia y jurisdicción, cuyos titulares no hubieran adherido al canje dispuesto por el decreto antes citado o el dispuesto por el Decreto N° 563/10, o no hubieran manifestado, en forma expresa, en las respectivas actuaciones judiciales, su voluntad de no adherir a los mismos, quedarán reemplazados, de pleno derecho, por los “Bonos de la República Argentina a la Par en Pesos STEP UP 2038”, en las condiciones establecidas para la asignación, liquidación y emisión de tales bonos por el decreto 1.735/04 y sus normas complementarias.

Facúltase al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas a dictar las normas complementarias que fueren necesarias para instrumentar el reemplazo dispuesto en el presente artículo.

Art. 7° – Deróguese la ley 26.017, permitiendo, en lo sucesivo, la incorporación de cualquier acreedor al proceso de reestructuración de los títulos públicos alcanzados por el artículo 1° de la presente.

Art. 8° – Comuníquese al Poder Ejecutivo nacional. Sala de las comisiones, 10 de septiembre de 2013.

*Miguel Á. Bazze. – Atilio F. S. Benedetti.
– Ricardo Buryaile. – Jorge O. Chemes.
– Luis Á. Giubergia. – Luis F. Sacca. –
Enrique A. Vaquié.*

III

Dictamen de minoría

Honorable Cámara:

Las comisiones de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda han tomado en consideración el expediente 30-S.-2013 proyecto de ley en revisión mediante el cual se autoriza al Poder Ejecutivo para llevar adelante todas las acciones necesarias para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago; y, por las razones expuestas en el informe que se acompaña y las que dará el miembro informante, aconseja su rechazo.

Sala de las comisiones, 10 de septiembre de 2013.

*Gurmensindo F. Alonso. – Alicia M. Ciciliani.
– Gerardo F. Milman. – Graciela S. Villata.*

Honorable Cámara:

Las comisiones de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda han tomado en consideración el expediente 30-S.-2013, proyecto de ley en revisión mediante el cual se autoriza al Poder Ejecutivo para llevar adelante todas las acciones necesarias para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago, y, luego de un profundo estudio aconsejan su rechazo.

El proyecto en revisión es una iniciativa del Poder Ejecutivo nacional, que tres años después del último canje de deuda busca una tardía solución a una situación que con sentencia de los tribunales, consentidos por este gobierno, confirman la postura de estos fondos buitres.

La primera vez que fue abordada la estrategia del canje de deuda por este gobierno fue con el decreto 1.735 de 2004; el gobierno de Kirchner formalizó la mayor operación de canje de títulos de deuda pública de la Argentina.

La deuda elegible era de 82.000 millones de dólares de los cuales aceptaron entrar al canje tenedores de bonos por valor de 62.000 millones de dólares, mientras que 19.500 millones de dólares quedaron afuera.

Especialistas entienden que la operación de canje se partió de tres concepciones favorables a los acreedores de títulos públicos:

1. La primera concesión fue la renuncia del gobierno argentino a cualquier objeción sobre la legitimación de las acreencias, es decir, sobre la validez de los bonos en *default* que iban a ser reestructurados, pese a las irregularidades de arrastre de gran parte de los bonos negociados.

2. La segunda concesión fue no haber desdoblado las renegociaciones de dichas deudas sino haberlas unificado en una sola gran operación de consolidación de pasivos, con lo cual se pusieron en pie de igualdad títulos legalmente perfectos y títulos objetables sino que se mezclaron distintos tipos de acreedores y orígenes de los bonos en *default*.

3. La tercera concesión fue no haber realizado un censo de acreedores, que permitiera individualizar a todos y cada uno de los tenedores de bonos, en el cual quedara además constancia del precio real de compra de los títulos reclamados, lo que le habría dado al gobierno argentino la posibilidad de discutir sobre la base de los importes de adquisición efectivamente abonados por los reclamantes, sentando así una base de equidad en el criterio de quitas.

A los fines de instrumentar la operación de canje el gobierno emitió tres tipos de bonos, cuyas características principales son las siguientes:

Bonos Par: son bonos sin descuentos, es decir, que se canjearon por los bonos viejos en *default* al mismo valor nominal. Tienen plazo de 35 años y comienzan

la amortización del capital desde 2029. Pagan una tasa de interés (cupón) creciente, que va aproximadamente del 1 % anual al 5 % en dólares.

Bonos con descuento: son bonos con quita del 66 % en relación al valor nominal de los bonos viejos que se rescataron. Tienen un plazo de 30 años y amortizan capital desde 2024. Devengan intereses del 8 % anual (aproximadamente) en dólares, de los cuales capitalizan una parte durante los 10 primeros años.

Bonos Cuasipar: Estos bonos fueron emitidos a una relación de canje de casi 70 %, esto es reconociendo a los acreedores el valor de 70 por cada 100 dólares. Tienen un plazo de 42 años y amortizan capital desde 2036. Devengan intereses a una tasa del 3 % (aproximadamente) anual, que se capitaliza durante el primer decenio y están todos expresados en pesos indexados por inflación.

Por ese entonces, el gobierno pagó al FMI, lo cual fue presentado como un paso hacia la liberación o independencia de nuestro país. Siendo la táctica del gobierno presentar sus derrotas o claudicaciones como supuestas victorias.

El gobierno en lugar de seguir esperando los vencimientos respectivos, la administración adelantó los pagos de capital para cancelar anticipadamente la totalidad de la deuda con el Fondo (aunque sin desafiliarse del organismo), y para ello utiliza el 37 % de las reservas internacionales del BCRA (u\$s 9.800 millones).

La ley 26.017 tuvo tratamiento parlamentario durante el período de sesiones extraordinarias (3 de febrero de 2005) y en circunstancias particulares del país.

En oportunidad del tratamiento en el Senado de la Nación, el senador Capitanich (miembro informante) decía:

“[...] Creo que resulta muy conveniente remarcar al mundo que ésta es la única, total y definitiva oferta de la Argentina. Porque no podemos hacer un esfuerzo cuando nuestro país tiene cerca del 46 por ciento de la población bajo el nivel de pobreza, cuando tenemos el 16 por ciento de nuestra población con índices claros de indigencia, cuando tenemos 1.300.000 viviendas con marcado déficit habitacional, cuando tenemos claramente cerca del 33 por ciento de la población con necesidades básicas insatisfechas en muchas provincias del Norte argentino, cuando tenemos un país con un déficit extraordinario de inversión pública que se calcula en valores presentes, para los próximos veinte años, equivalente a 75 mil millones de pesos.”

“La decisión del presidente Kirchner, instrumentada por su ministro de Economía Roberto Lavagna, es la de que la Argentina no va a afectar más del 3 por ciento de su superávit respecto del producto interno bruto. Ése es el superávit apropiable para la cancelación de los servicios de deuda pública de capital e intereses. Y de esa oferta no nos podemos mover. Cualquier incremento de recursos destinado a solventar estos servicios de deuda pública probablemente condicione el cumplimiento futuro de nuestro país.”

“Y lo mejor que podemos hacer como argentinos es asumir solamente los compromisos que podamos cumplir.”

Desde el gobierno nacional, en dicha oportunidad, no se señaló a la par que el pago de la deuda es dinero que no va a salud o es dinero que hay que restarlo a la educación. El pago de la deuda externa es dinero que se transforma en una sangría para todos los argentinos. Es decir que en cada una de estas negociaciones están en juego muchas cosas, pero sobre todo, está en juego el futuro del país.

Hay toda una parte fundamental de la deuda externa a la que deberíamos referirnos, que se señala en aquella denuncia de Alejandro Olmos, con relación a la legitimidad o ilegitimidad de la deuda.

En este sentido, tenemos que seguir diciendo que todavía estamos en mora en la constitución de la comisión investigadora, tema vinculado con el oficio del juez Ballesteros, que plantea que el Congreso se involucre en el análisis de la génesis de la deuda externa de la República Argentina.

En este contexto, sólo pasaron unos años y en noviembre de 2009 el Poder Ejecutivo remitió un proyecto de ley a través del cual se suspendió la ley cerrojo hasta el 31 de diciembre de 2010 o hasta tanto el Poder Ejecutivo nacional declare terminado el proceso de reestructuración de los títulos públicos alcanzados por la referida norma.

En el primer tratamiento del canje muchos fuimos muy prudentes en el análisis y el debate de estas circunstancias porque sabíamos la pulseada que había con los llamados “fondos buitres”.

Todos sabíamos que se trataba de la Argentina contra los especuladores internacionales.

Otro tema, no menor, es respecto a la jurisdicción; debemos recordar los decretos que se dictaron después de la sanción de cada ley reconociendo la jurisdicción de la de Nueva York.

En el decreto 1.735/04, firmado por Néstor, dice: “Art. 3° – Autorízase, conforme resulte pertinente, la prórroga de jurisdicción a favor de los tribunales estatales y federales ubicados en la ciudad de Nueva York –Estados Unidos de América–; 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 –Japón–, 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 Economía y Producción suscriba, en los términos y condiciones de las emisiones de instrumentos de deuda pública nacional en el marco del presente decreto”.

Y en el decreto 563/10, firmado por Cristina (además por Aníbal y Amado), que dice: “Art. 2° – Dispónese la emisión, por hasta las sumas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 1° del presente

decreto, en una o varias series de los instrumentos denominados “Bonos Internacionales de la República Argentina”, “Bonos de la República Argentina” y “Bonos Internacionales Globales de la República Argentina en Dólares Estadounidenses 8,75 % 2017” cuyas condiciones financieras obran en el anexo III del presente decreto y de la segunda serie de los instrumentos derivados denominados “Valor negociable vinculado al PBI” en dólares estadounidenses, cuya ley aplicable es la de la ciudad de Nueva York –Estados Unidos de América– y cuyas condiciones financieras se detallan en el anexo IV al presente decreto [...]”.

Al parecer toma vigencia un viejo refrán que dice: “no hay dos sin tres”. Para este caso significaría que lo que se pensaba cerrado por el año 2005 vuelve como la tercera parte de la operación canje del gobierno kirchnerista.

En esta tercera parte, producto del proceso judicial que se lleva a cabo en los EE.UU., distintos especialistas; ex funcionarios públicos y políticos se han expresado a favor de esta nueva apertura del canje.

Al respecto surge un interrogante: ¿por qué no se pone el mismo énfasis en analizar la deuda y su legalidad?; tampoco en los controles respecto a porque se endeuda el país; cuál es la utilidad de los fondos obtenidos y la capacidad de pago de nuestro país.

Respecto a algunos especialistas que siempre hablan sobre la deuda encontramos que Alejandro Olmos decía que el tema de la deuda no es solo cuestión de nombre o de conductas ilícitas, sino también de políticas económicas que se nos imponen desde los centros del poder, y a las que nadie ha tenido el valor de enfrentarse.

Olmos en su libro, señala algunos casos en los cuales funcionarios provenían de un “elenco estable” de técnicos a los que siempre recurrieron los gobiernos y que no tiene la menor intención de ejecutar planes distintos a los que se estructuran en los centros de poder.

Destacando Olmos, que el error sustancial de cualquiera de las negociaciones que se encararon fue considerar la legitimidad de los reclamos, sin examinar en cada caso si la exigencia respondía a un crédito, o a cifras irregulares, producto de las habituales alquimias financieras usadas por los acreedores.

Fue Raúl Scalabrini Ortiz quien advirtió en 1938 sobre las alquimias de los economistas para justificar aquello que carece de toda fundamentación, utilizando diversos malabarismos dialécticos y recurriendo a singulares ficciones numéricas para demostrar lo indemostrable.

Sin entrar en las “alquimias de los economistas”, se puede observar que la deuda pública creció. Si observamos los informes del Ministerio de Economía, el boletín fiscal del cuarto trimestre del año 2005 (ya consumada la primera operación canje) señalaba que la deuda pública bruta al 31/12/2005 (excluida la deuda pública no presentada en el canje) era de 128,6 miles de millones de dólares equivalente a 391 miles de millones de pesos.

En el informe disponible del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, indica que la deuda pública bruta asciende al 30/6/2012 a los u\$s 182.741 millones equivalente a \$ 827.269 millones.

En el último informe disponible, indica que la deuda pública bruta asciende al 31/12/12 a los u\$s 197.464 millones, 44,9 % del PBI. Tal solo en 6 meses la deuda pública subió un 8 %.

No sorprende la posición de algunos políticos, de acompañar el canje de deuda sin mayores cuestionamientos. Situación que se observa desde la vuelta de la democracia.

En 1984 el juez Anzoátegui envió un oficio al Congreso en el marco de la causa “Olmos A. s/ denuncia por defraudación a la administración pública”, manifestando que el tema de la investigación de la deuda excedía las posibilidades del juzgado, y que siendo el Parlamento el que por mandato constitucional tiene la facultad de arreglar la deuda pública, debe intervenir para llegar a un esclarecimiento definitivo del tema.

Aún seguimos sin avanzar en el esclarecimiento de la deuda, pero si hubo avances en otro sentido de la deuda, el gobierno nacional hizo del Estado un excelente pagador.

Por lo menos así lo afirmó el senador Pichetto, en el plenario de comisión realizada en el Senado de la Nación el 30/8/2013, al decir:

“No es cierto lo que dice la Cámara Federal de que la Argentina es un deudor recalcitrante. Somos pagadores permanentes. Hemos pagado permanentemente en dólares.

”Hoy en el mundo no hay ningún país que pague en efectivo, como está pagando la Argentina.

”Todos reconvierten y emiten nuevos títulos. Estamos pagando obligaciones de manera permanente.”

Así es, somos pagadores. Si hacemos un brevísimo análisis de la deuda y de la cuestión del concepto del desendeudamiento vemos que la última dictadura militar arranca con 7.800 millones de deuda que deja Isabel Martínez de Perón y que termina con 46 mil millones. Es decir que multiplican por seis la deuda externa. Luego, llega la gestión de Raúl Alfonsín y aumenta 16 mil millones la deuda externa en los casi seis años de gobierno. Después, viene el gobierno de Carlos Menem, del cual este gobierno fue parte, y que fue la época más trágica. A pesar de las privatizaciones, el endeudamiento pasa al doble. Raúl Alfonsín deja una deuda de 62 mil millones y Carlos Menem le deja una deuda al gobierno de la Alianza de 129 mil millones.

En la gestión de la Alianza y allí hay un aumento de 15 mil millones; luego Eduardo Duhalde la aumenta 8 mil millones de dólares más en el término de un año. Ya con el gobierno de Néstor Kirchner se toma la deuda con 178 mil millones de dólares y es el único que la reduce con el canje de deuda, que es el motivo central de este proyecto de ley. Allí hay una caída de 178 mil millones a 144 mil millones. Pero, posterior-

mente, ya con el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, la deuda a diciembre de 2012 llega a 198.400 millones.

Por tercera vez, lo que fueron versiones a fines del año pasado, hoy tiene forma y es el proyecto remitido por el Poder Ejecutivo nacional para una nueva apertura del canje de deuda.

Recordemos, que en la oportunidad de tratamiento de la ley 26.547 (segundo canje) el oficialismo señaló que:

“[...] a través de esta iniciativa, se está solicitando la reapertura, que no será por tiempo indefinido. Se pide solamente por el plazo de un año en términos reales; o sea, hasta diciembre de 2010; esto se establece claramente en el proyecto de ley. Además, con las modificaciones que le introdujo la Cámara de Diputados, la oferta nunca podrá ser mejor que la que se realizó en el canje anterior dispuesto por la ley 26.017 y por el decreto 1.735, de diciembre de 2004. Allí se determina claramente que aquellos acreedores o tenedores de bonos que hubiesen iniciado acciones judiciales o que tuviesen sentencia definitiva no podrán tener trato preferencial ni mejor oferta que aquellos que no la hubiesen iniciado; es decir, tendrán un trato igualitario o peor en términos de oferta. Cuando hablamos del trato o de las condiciones menos favorables, nos referimos a la tasa de interés, a la quita de capital y al plazo de repago de la deuda.”

Tengamos presente que desde el empréstito *Baring* de 1824 hasta nuestros días la cuestión de fondo de la deuda reside en la política de Estado de endeudamiento público.

La deuda es un sistema y como todo sistema tiene una lógica que lo rige. Es decir, no es una serie de elementos aislados, ni es un problema puntual sino un conjunto de elementos relacionados entre sí como proceso.

No hay solución al problema de la deuda dentro del sistema de la deuda, porque el sistema está armado para eso.

Todo individuo, y en este caso el Estado tiene siempre dos opciones de fondo: confrontar o convivir indefinidamente con sus problemas estructurales.

Si el gobierno quisiera realmente confrontar la cuestión de la deuda pública tendría que atacar simultáneamente tres temas convergentes:

a) Analizar la posible ilegitimidad de parte de la deuda pública.

b) Determinar realmente el grado de solvencia fiscal para poder responder a la deuda legítima bajo condiciones compatibles con el crecimiento económico.

c) Investigar la corresponsabilidad de los funcionarios intervinientes, y demás partícipes del endeudamiento del país.

La escasa o nula información que se le da al Congreso de la Nación, que tiene como atribución la toma de deuda y el arreglo de su pago, y que solo se recurre a

este Poder para pedir la delegación de facultades para negociar la deuda sin la intención de tocar el tema de fondo de la deuda pública y la capacidad de repago que el país tiene es una constante de la historia financiera de nuestro país.

Como hemos señalado, nuestra historia con la deuda pública, pasamos por todas las estaciones: de empezar a endeudarnos con el empréstito *Baring* en 1824, a la cancelación total de la deuda externa en la década del 40 y actualmente en los niveles de deuda.

Algunas expresiones grafican ciertos momentos de nuestra historia con la deuda, como por ejemplo: en la presidencia de Perón, se alcanzó la meta de cancelar totalmente la deuda externa.

En un discurso de 1946, decía Juan Domingo Perón:

“Tenemos, en este momento, como prioridad del Banco Central de la República Argentina 1.500 toneladas de oro que podrían representar 5.800 millones de pesos, de los cuales, la República solamente ha emitido 3.700 millones, lo que quiere significar que podríamos emitir actualmente 2.000 millones o más. Sin embargo, el Gobierno no los va a emitir porque quiere defender la moneda [...] Tal es el estado económico financiero de la Nación. Nuestra garantía oro, junto con la garantía de divisas, con relación a la circulación monetaria, está en los actuales momentos en un proporción que no conoce paralelo en toda nuestra historia económica-financiera. El respaldo llega a 151,11 por ciento [...]”.

Esta frase nos lleva a preguntarnos hoy como estamos en “respaldo” de reservas.

Al observar los balances del Banco Central de la República Argentina vemos que las reservas internacionales en relación con la circulación monetaria, en los últimos años tuvo las siguientes variaciones: En 2008-2011 era del 143 %; en el año 2008-2012 pasó al 106 % y este año se encuentra en el 83 %.

Todo lo expresado hasta ahora, nos hace preguntarnos como vino variando la deuda pública, a saber:

–Al 31/12/2003 en u\$s 178.820 millones.

–Al 31/12/2006 en u\$s 136.725 millones, más un total de deuda remanente del canje en u\$s 26.076 millones.

–Al 31/12/2011 en u\$s 178.962 millones, más un total de deuda no ingresada al canje en u\$s 11.177 millones.

–Al 31/12/2012 en u\$s 197.463 millones, más un total de deuda no ingresada al canje en u\$s 11.481 millones.

Si bien la deuda pública fue incrementándose, lo que cambió en estos últimos años es su estructura o composición, así es, que al 31/12/2012 los mayores acreedores del Estado son los organismos públicos, tales como: el Banco Central de la República Argentina; el Fondo de Garantía de Sustentabilidad - ANSES; el Banco Nación y otros. Estos acreedores poseen el 58 % del total de la deuda pública.

El resto de la deuda se distribuye en un 12,8 % los organismos multilaterales y bilaterales y el 29,1 % en el sector privado.

Finalmente, debemos manifestar que el pago de la deuda externa es dinero que se transforma en un gran sacrificio de todos los argentinos. En cada una de estas negociaciones están en juego muchas cosas.

No querer debatir la legitimidad de la deuda y solo creer en honrar la deuda con más deuda o con los ahorros de los argentinos representados en las reservas del Banco Central de la República Argentina, es poner en juego el futuro de nuestro país.

Por lo hasta aquí señalado y los argumentos que expondrá el miembro informante, es que rechazamos el proyecto de ley.

Gerardo F. Milman.

IV

Dictamen de minoría

Honorable Cámara:

La comisiones de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda han tomado en consideración el mensaje 1.241/13 y proyecto de ley, tendiente a autorizar al Poder Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, para llevar adelante las acciones necesarias para conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago en el mediano y largo plazo; y por las razones expuestas en el informe que se acompaña y las que dará el miembro informante, aconsejan la sanción del siguiente

PROYECTO DE LEY

El Senado y Cámara de Diputados,...

Artículo 1° – Autorízase al Poder Ejecutivo nacional, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, a realizar todos aquellos actos necesarios para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos que fueran elegibles para el canje dispuesto en el decreto 1.735 del 9 de diciembre de 2004 y sus normas complementarias que no hubiesen sido presentados al mismo, ni al canje dispuesto por el decreto 563 de fecha 26 de abril de 2010, en los términos del artículo 65 de la ley 24.156, de administración financiera y de los sistemas de control del sector público nacional y sus modificatorias, con el fin de adecuar los servicios de dicha deuda a las posibilidades de pago del Estado nacional en el mediano y largo plazo.

Art. 2° – Los términos y condiciones financieras que se ofrezcan no podrán ser iguales ni mejores que los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración de deuda dispuesta por el decreto 536/10.

Art. 3° – Prohíbese la ampliación de la emisión de los instrumentos derivados denominados “valor negociable vinculado al PBI” con las condiciones financieras

que se detallan en el anexo V del decreto 1.375/04 y cualquier otro instrumento de características similares.

Art. 4° – Exceptúase a los títulos de deuda pública que se emitan como consecuencia de lo dispuesto en la presente ley, de lo dispuesto en los artículos 7° y 10 de la ley 23.928 y sus modificaciones, de corresponder.

Art. 5° – Los tenedores de títulos públicos que fueran elegibles para el canje dispuesto en el decreto 1.735/04 y sus normas complementarias que deseen participar de cualquier operación de reestructuración que se realice en el marco de lo dispuesto en la presente ley, deberán renunciar a todos los derechos que les correspondan en virtud de los referidos títulos, inclusive a aquellos derechos que hubieran sido reconocidos por cualquier sentencia judicial o administrativa, laudo arbitral o decisión de cualquier otra autoridad, y renunciar y liberar a la República Argentina de cualquier acción judicial, administrativa, arbitral o de cualquier otro tipo, iniciada o que pudiere iniciarse en el futuro con relación a los referidos títulos o a las obligaciones de la República Argentina que surjan de los mismos, incluyendo cualquier acción destinada a percibir servicios de capital o intereses de dichos títulos. La República Argentina también deberá ser liberada de enfrentar gastos y costas surgidos de las acciones judiciales, administrativas, arbitrales o de cualquier otro tipo.

Prohíbese ofrecer a los tenedores de deuda pública que hubieran iniciado acciones judiciales, administrativas, arbitrales o cualquier otro tipo un trato más favorable que a aquellos que no lo hubieran hecho.

Art. 6° – El Ministerio de Economía y Finanzas Públicas informará trimestralmente a las comisiones de Finanzas y Presupuesto y Hacienda de la Cámara de Diputados de la Nación y a las comisiones de Economía Nacional e Inversión y Presupuesto y Hacienda del Senado de la Nación, los resultados de lo dispuesto en la presente, con el avance de las tratativas y los acuerdos a los que se arribe durante el proceso de negociación, y una vez finalizado el mismo debe remitir información sobre los efectos del canje y los nuevos niveles de deuda y reducción de la misma.

Art. 7° – Los bonos del Estado nacional elegibles de acuerdo a lo dispuesto por el decreto 1.735/04, depositados por cualquier causa o título a la orden de tribunales de cualquier instancia, competencia y jurisdicción, cuyos titulares no hubieran adherido al canje dispuesto por el decreto antes citado, o el dispuesto por el decreto 563/10, o no hubieran manifestado, en forma expresa, en las respectivas actuaciones judiciales, su voluntad de no adherir a los mismos, quedarán reemplazados, de pleno derecho, por los “Bonos de la República Argentina a la Par en Pesos STEP UP 2038”, en las condiciones establecidas para la asignación, liquidación, y emisión de tales bonos por el decreto 1.735/04 y sus normas complementarias.

Facúltase al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas a dictar las normas complementarias que fueren

necesarias para instrumentar el reemplazo dispuesto en el presente artículo.

Art. 8° – Suspéndase la vigencia de los artículos 2° y 4° de la ley 26.017 hasta el 30 de junio de 2015 o hasta tanto el Poder Ejecutivo nacional, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas declare terminado el proceso de reestructuración de los títulos públicos alcanzados por la referida norma, lo que ocurra primero.

Art. 9° – La presente ley entrará en vigencia el día de su publicación en el Boletín Oficial.

Art. 10. – Comuníquese al Poder Ejecutivo.

Sala de las comisiones, 10 de septiembre de 2013.

Adolfo de Prat Gay.

INFORME

Honorable Cámara:

Introducción

El Poder Ejecutivo nacional ha remitido al Honorable Congreso de la Nación el mensaje 1.241/13, un proyecto de ley proponiendo una nueva modificación de la Ley Cerrojo (ley 26.107), en respuesta a los juicios que la Argentina enfrenta en los tribunales de Nueva York respecto a los bonos en cesación de pagos que no ingresaron a ninguno de los dos canjes de los años 2005 y 2010.

Argentina anunció la cesación de pagos de deuda soberana más grande de la historia el 23 de diciembre de 2001. Más de 10 años han pasado, durante los cuales en reiteradas ocasiones se nos dijo una y otra vez, que el problema de la deuda se había solucionado. La primera vez que se nos dijo esto fue en el año 2005, año en que se realizó el primer canje de deuda con una aceptación del 76,15 %. Después de ese canje se dijo que Argentina no iba a volver a reabrir el canje de bonos que permanecían en cesación de pagos y que ese canje había tenido una quita del 75 % (la más importante de la historia). Ambas afirmaciones fueron falsas.

Para reforzar la idea de que la Argentina no iba a reabrir el canje se sancionó la Ley Cerrojo (ley 26.017), prohibiendo al Estado nacional “efectuar cualquier tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada”. Pasaron pocos años para que la afirmación de que no se iba a reabrir el canje fuera desmentida y se levantara la prohibición de reabrir el canje. En 2009 se envió al Congreso Nacional una ley para suspender temporalmente la prohibición de la Ley Cerrojo y poder así realizar un segundo canje de deuda. Con este segundo canje el nivel de aceptación pasó a ser del 92 %. Nuevamente dejando un remanente de bonos no ingresado a ninguno de los dos canjes por 11.189 millones de dólares, se nos volvió a decir que el tema de la deuda estaba terminado, pero este nuevo proyecto del Poder

Ejecutivo nacional confirma que con la estrategia adoptada hasta hoy no se ha solucionado el problema.

Pero la afirmación que reviste un mayor grado de falsedad y que más complica a la defensa de la República Argentina en los tribunales de Nueva York es la afirmación de la quita “histórica”. El relato político de la quita histórica del 75 % es uno de los principales argumentos judiciales y económicos de los bonistas que no ingresaron al canje para justificar su reclamo. Es el gobierno argentino con el relato de la quita histórica quien le da a los bonistas su argumento más fuerte para reclamar no al gobierno nacional sino a la República Argentina.

Sin embargo, cuando comparamos la quita con otras reestructuraciones de deuda de otros países emergentes la última reestructuración de la deuda argentina es modesta, en el mejor de los casos. En el primer canje en 2005 Argentina canjeó bonos por un valor de u\$s 78.000 millones (incluyendo capital e intereses vencidos y no pagados) por u\$s 700 millones en efectivo y u\$s 35.300 millones en nuevos bonos de plazo más largo. A primera vista esto parece una quita del 54 %, similar al promedio de reestructuraciones de deudas de otros mercados emergentes. De hecho, esta es exactamente la misma reducción que obtuvo Grecia en la reciente (e insuficiente) renegociación de su deuda.

Pero a diferencia de otras experiencias en el mundo, Argentina también ofreció un gran y jugoso “bonus” a aquellos bonistas que ingresaron al canje: un dividendo anual atado a la performance del PBI, lo que pasó a ser conocido como “cupón del PBI”. El crítico rol del cupón del PBI no debe ignorarse a la hora de juzgar si la renegociación de la deuda fue justa o no. Este instrumento hizo que el canje fuera muy caro para la Argentina desde el momento en que se cerró, resultando en una pesada carga financiera de largo plazo conforme se van acumulando los pagos del cupón del PBI. Consecuentemente, esto redujo las pérdidas de los bonistas que aceptaron el canje.

A lo largo de esta fundamentación mostraremos que la Argentina no realizó una “quita histórica” de la deuda cuando estaba en una crisis económica grave y que ello obedece fundamentalmente a la inclusión del cupón del PBI, el cual es excluido permanentemente de todas las estimaciones de costos para la Argentina. Más bien, hizo una oferta extremadamente generosa, aun cuando entonces ni los bonistas ni los ciudadanos vieron con claridad cuán beneficiosa era. Pero ya ha pasado suficiente tiempo y se ha acumulado suficiente evidencia como para ignorar esta realidad.

Tampoco la Argentina cuenta con recursos abundantes como sugieren los acreedores. En efecto, los acreedores litigantes frecuentemente sugieren que el Banco Central de nuestro país cuenta con suficientes reservas para afrontar cualquier pago. Esto también es inexacto. Mientras que la administración Kirchner aprovechó las reservas del Banco Central para pagar

deuda soberana por u\$s 70.023 millones,¹ estas reservas del Banco Central no son inagotables y se compran con emisión monetaria. La inflación en la Argentina ya excede el 25% anual. El cepo cambiario ratifica también que, en todo caso, las reservas de la Argentina son escasas, no abundantes.

El gobierno que dijo que nunca iba a pagar ahora dice que quiere intentarlo por tercera vez. Dudamos de la eficacia de esta herramienta dada la sentencia casi firme de los tribunales de Nueva York. Pero si el gobierno cree que la necesita, no se la vamos a impedir. Eso sí: exigimos condiciones mucho más estrechas que las que propone el Poder Ejecutivo nacional. Frente a la negativa del gobierno de incorporar estas condiciones es que presentamos este dictamen cuyas principales diferencias con la propuesta del Poder Ejecutivo nacional son las siguientes:

- En primer lugar apuntamos a establecer una fecha límite a la delegación solicitada por el Poder Ejecutivo nacional, estableciendo el 30 de junio de 2015 como tope para que el gobierno realice el o los canjes de bonos que requiera para que la próxima administración no herede este problema.
- En segundo lugar consideramos que no podemos seguir cometiendo el error de emitir cupones del PBI. Como veremos más adelante ese error ya le costó a la Argentina unos 10.000 millones de dólares. Es inaceptable seguir repitiendo este error con quienes ya le dijeron que no a la Argentina en dos oportunidades.
- En tercer lugar, y en línea con el punto anterior, consideramos que en el artículo 2° debe decir que las condiciones no pueden ser mejores, ni iguales que aquellas ofrecidas a los que ya entraron en los canjes anteriores.
- En cuarto lugar, consideramos que no se debe suspender la vigencia del artículo 3° de la ley 26.017. No es momento de negociar con los fondos buitres.
- Finalmente, incorporamos un detalle más taxativo de los deberes de informar del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas incorporando los resultados de lo dispuesto por este proyecto, con el avance de las tratativas y los acuerdos a los que se arrije durante el proceso de negociación, y una vez finalizado el mismo debe remitir información sobre los efectos del canje y los nuevos niveles de deuda y reducción de la misma. Asimismo se extiende el deber de informar a las comisiones de Finanzas y Presupuesto y Hacienda de la Cámara de Diputados de la Nación y a las comisiones de Economía

Nacional e Inversión y Presupuesto y Hacienda del Senado de la Nación.

Adicionalmente, consideramos que es necesario que el gobierno nacional deje de lado el relato épico de la “quita histórica” destinado únicamente a la tribuna local y funcional a los argumentos jurídicos de los bonistas que hoy le están haciendo juicio a la Argentina. El argumento de la “quita histórica” no le hace honor a la verdad y no favorece en nada la defensa de los intereses de nuestro país.

Sin embargo, respecto de lo mencionado en el párrafo precedente, hay que reconocer un cambio de estrategia en la presentación de la defensa argentina ante la corte el 29 de marzo del corriente año. Respecto del relato de la quita histórica se empezó a dejar de lado. En ese escrito la defensa de la República Argentina hizo una oferta a la que estaría dispuesta a canjear los bonos y entre sus argumentos mostró cómo el cupón del PBI fue usado para eliminar la quita. E incluso en la nota al pie de la página 6 reconoce que el tope de 48 centavos por cada dólar canjeado era asegurar que los pagos de la nueva deuda no superen el monto de deuda original.² En otras palabras, el objetivo de este tope de 48 centavos por cada dólar ingresado al canje era evitar que la quita fuese negativa.

Consideramos que hay un problema en el manejo de los tiempos judiciales, ya que esta apertura hubiera mostrado buena voluntad de parte de la Argentina de haberse presentado previa a la sentencia de primera y segunda instancia en las cortes de Nueva York. Hoy esta propuesta de apertura de otro canje voluntario parece tardía.

Como ya mencionamos en las condiciones de nuestro dictamen, el cupón del PBI fue uno de los errores más grandes de la estrategia de deuda planteada en 2004 y efectivizada en el canje de 2005. Más adelante desarrollaremos el porqué de que este instrumento no debería volver a emitirse.

El camino hacia el canje de 2005

El canje de deuda comenzó a gestarse en septiembre de 2003. En una primera oferta, hoy poco recordada, que se realizó en la ciudad de Dubai, donde se propusieron condiciones muy duras de negociación. Se partió de un escenario base donde el principal bono ofrecido, el bono Discount, tenía quitas nominales del 75 %, cupones de interés crecientes que iban del 1 % al 5 % y un plazo total de 32 años. Se ofreció también un bono sin quita nominal Par, con tasas fija del 1,5 % y con un plazo total de 42 años, y otro bono Cuasipar con quita

¹ Al 31 de agosto de 2013 según el balance semenal del Banco Central de la República Argentina, considerando solo letras intransferibles (u\$s 42.907 millones) y adelantos transitorios (u\$s 4 27.116 millones)

² Total payments on GDP Units are subject to a cap originally set at 0.48, measured per unit of currency of GDP Unit (for a detailed explanation of the calculation of payments on GDP Units see Annex A). The purpose of the cap is to ensure that Argentina does not make payments on the performing debt in excess of the amount originally loaned to Argentina.

nominal del 30 %, una tasa fija de 2 % y un plazo de 42 años. Esta primera oferta no ofrecía el cupón del PBI.

De esa oferta de Dubai sólo quedó el relato de que la reestructuración argentina tuvo la quita de deuda del 75 %, “la más importante de la historia”. Ese relato de una quita del 75 % fue diluyéndose con el paso del tiempo, con los regalos que se fueron incorporando en la oferta a los bonistas y que devinieron en una quita sustancialmente menor.

La segunda propuesta fue hecha casi un año después en junio de 2004, ya incorporando muchas de las características de la propuesta final. En esta propuesta se acortaron los plazos de los bonos, se aumentaron sustancialmente las tasas, se mantuvieron los niveles de quita nominal del 75 % y se incluyó por primera vez el denominado cupón del PBI. También se incluyó por primera vez una cláusula que establecía que si la aceptación superaba el 70 % se mejorarían las condiciones de emisión, aumentando la disponibilidad de bonos Par. Estos bonos, por no tener quita nominal, eran muy demandados por los bonistas minoristas.

La última oferta fue presentada el 12 de enero de 2005. Los cambios finales fueron la baja en los niveles de quita nominal en el bono Discount, que en la versión final del canje terminó con una quita nominal del 66,3 % y con un cupón de interés de 8,28 % (con una porción que se capitalizaba los primeros años). Estos cambios redujeron sustancialmente la dureza de la oferta inicial de Dubai, principalmente mediante la incorporación del denominado cupón del PBI.

El canje 2005

El monto de deuda elegible³ a canjear era de 81,8 mil millones de dólares, de los cuales 2,1 mil millones correspondían a intereses que no se habían pagado previamente al anuncio de la cesación de pagos. Ese monto elegible no contaba los intereses caídos⁴ de los bonos en cesación de pagos.

El canje ofrecía cambiar 152 bonos por 3 tipos de bonos nuevos (Par, Discount y Cuasipar), a emitirse en 4 monedas diferentes (pesos, dólares, euros y yenes), y se ofreció la posibilidad de 4 legislaciones (Argentina, Nueva York, Reino Unido y Japón) a fin de diferenciar tenedores locales de extranjeros. Los 3 tipos de bonos eran entregados junto con un instrumento adicional

llamado Unidad Ligada al Crecimiento del PBI o cupón del PBI.

Uno de los incentivos para mejorar la oferta para los bonistas fue cambiar la fecha de emisión de los bonos. En vez de emitirse en alguna fecha próxima al momento en que se realizó el canje (primer semestre de 2005) se emitieron con fecha 31 de diciembre de 2003. Con este cambio, la oferta generaba que los cupones de interés entre el 31 de diciembre de 2003 y junio de 2005 fuesen pagados en efectivo. Esto generó un atractivo adicional de la oferta de aproximadamente 700 millones de dólares en efectivo para tentar a más bonistas a ingresar al canje.

Otro atractivo adicional fue la incorporación de dos escenarios de oferta. Bajo el primer escenario se planteó que si la oferta finalizaba con una aceptación menor al 70 % se ofrecerían bonos Par (sin quita de capital) por 10.000 millones de dólares. En el segundo escenario, si la aceptación era mayor al 70 %, se ofrecerían bonos Par por 15.000 millones de dólares. Esta concesión iba direccionada hacia los bonistas minoristas, que eran los que mostraban más predilección por los bonos sin quita nominal.

Finalmente el incentivo más importante de todos fue el cupón del PBI. Este derivado financiero tenía un antecedente en un instrumento similar emitido por Bulgaria en los noventa. Su estructura de pagos está vinculada al desenvolvimiento de la economía argentina: si el crecimiento de la Argentina es mayor que un sendero de crecimiento teórico indicado en el prospecto de emisión y si el nivel del PBI era mayor que el nivel del PBI teórico del prospecto, entonces el instrumento realiza un pago. Ese pago estaba dado por el 5 % de la brecha entre el PBI real de la economía y el PBI del prospecto.

La complejidad del instrumento y la incapacidad de los funcionarios para explicarlo provocaron que a este título prácticamente no se le asignara valor. En 2004 los bonistas lo valoraron en 1 centavo⁵ por cada dólar presentado al canje. Sin embargo, ese instrumento valuado en 1 centavo comprometía a la Argentina a realizar pagos por hasta 48 centavos por cada dólar ingresado al canje. Cuando traducimos el valor individual de cada cupón al total de la deuda elegible, la Argentina ofrecía un compromiso de pago de hasta 39.000 millones de dólares, equivalente al 48 % del valor nominal de los bonos en cesación de pagos.

Fue un compromiso muy caro para la Argentina, que redujo sustancialmente el nivel de quita y que, al no ser comprendido por los bonistas, no mejoró el nivel de aceptación. A la fecha este instrumento le ha significado

³ La deuda elegible era la deuda que estaba en condiciones de presentarse al canje. El gobierno no admitió el ingreso al canje de los intereses devengados y no pagados durante el *default*. Sólo admitió el capital defaulteado y los intereses devengados hasta diciembre de 2001 que no habían sido pagados previamente al anuncio de la cesación de pagos.

⁴ Este último es un punto importante de aclarar, ya que en los fallos de los jueces de Nueva York se da una igualdad de trato al capital vencido no pagado, al capital por pagar y a los intereses vencidos no pagados. La Argentina en los canjes de 2005 y 2010 no le ha asignado a los PDI (*past due interest*) o intereses vencidos no pagados el trato de “capital”.

⁵ En operaciones “when and if” se negociaron los cupones en estos valores. Durante los primeros 180 días de cotización de los bonos emitidos en el canje 2005, los bonos cotizaban en forma conjunta con los cupones (*attached*), de esta forma no se podía ver el escaso valor que le asignaron los bonistas a estos instrumentos.

El valor de mercado era de u\$s 1 por cada u\$s 48 a pagar durante la vida del cupón del PBI.

a la Argentina erogaciones de aproximadamente 10.000 millones de dólares.

Debe señalarse que la coyuntura internacional durante el proceso de canje de la deuda fue muy favorable por tres razones fundamentales:

a) las bajas tasas de interés en el mercado internacional y la falta de opciones rentables para los tenedores de títulos. Mientras que en el anuncio del *default* argentino la prima de riesgo que pagaban en promedio los países emergentes era de 800 puntos básicos sobre el financiamiento del tesoro norteamericano, en el momento del canje esta brecha ya se había reducido a menos de 400 puntos básicos.

b) los abiertos cuestionamientos a las políticas del FMI, tanto dentro como fuera del organismo, que facilitaron las negociaciones sin su intervención.

c) la aceptación de las mejores condiciones macroeconómicas que se habían generado al salir de la regla de convertibilidad.

Características del Bono Par

Moneda de Emisión	Dólar	Euro	Pesos
Quita Nominal (%)		0,00%	
Intereses Año 1 a 5	1,33%	1,20%	0,63%
Intereses Año 6 a 15	2,50%	2,26%	1,18%
Intereses Año 16 a 25	3,75%	3,38%	1,77%
Intereses Año 26 a 35	5,25%	4,74%	2,48%
Amortización	19 cuotas semestrales e iguales comenzando el 30-Septiembre-2029 y una cuota final el 31 de Diciembre de 2038		
Fecha de vencimiento	31-dic-38		
Ajuste de Capital			CER

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

Los bonos Par se asignaron a los acreedores minoristas dando prioridad por el orden en el que entraban al canje y poniendo un límite de canje de hasta u\$ 50.000 o su equivalente en otras monedas.

Bono Cuasipar

El bono Cuasipar estuvo diseñado para inversores institucionales locales (las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones - AFJP). El bono tenía como característica distintiva que no pagaba intereses durante los primeros 10 años, lo cual lo hacía poco atractivo para casi todos los bonistas. Durante este

En este marco, los bonistas recibirían nuevos bonos, unidades vinculadas al PBI y efectivo, en el caso que correspondiere. A continuación se detallan las condiciones de los instrumentos emitidos:

Bono Par

El bono Par tenía un diseño pensado para los acreedores minoristas. Su principal característica era que no tenían quita nominal de capital, lo que llevó a que se ofrecieran sólo 10.000 millones de dólares en el caso en que la participación fuese menor al 70 % y 15.000 millones de dólares en el caso que fuese superior al 70 %.

Los cupones eran crecientes, en el caso del bono Par en dólares se partía de cupones de 1,33 %, para pasar a 2,5 % a partir del año 6 y llegando a cupones de 5,25 % a partir del año 26. Esto generaba un escaso peso de los servicios de deuda en los primeros años.

período los intereses de 3,31 % anual eran capitalizados, por lo que este bono sólo podía ser aceptado por institucionales que tuviesen un horizonte de inversión de largo plazo. El interés de las AFJP por el bono Cuasipar residía en que en ese entonces el gobierno les permitió contabilizarlos en la cuenta de inversión a valor nominal, para no reflejar las pérdidas sufridas por ingresar al canje. Esta contabilidad creativa fue la principal razón por la cual las AFJP aceptaron este bono, y esta contabilidad creativa se mantiene para los bonos que hoy integran el FGS y siguen contabilizándose de la misma manera.

Características del Bono Cuasipar

Moneda de Emisión	Dólar		Euro		Pesos	
Quita Nominal (%)	66,30%					
	Paga	Capitaliza	Paga	Capitaliza	Paga	Capitaliza
Intereses Año 1 a 5	3,97%	4,31%	3,75%	4,07%	2,79%	3,04%
Intereses Año 6 a 10	5,77%	2,51%	5,45%	2,37%	4,06%	1,77%
Intereses Año 11 a 30	8,28%	0,00%	7,82%	0,00%	5,83%	0,00%
Amortización	20 cuotas semestrales e iguales comenzando el 30-Junio-2024					
Fecha de vencimiento	31-dic-33					
Ajuste de Capital						CER

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

Adicionalmente el bono tenía una quita nominal del 30,1 %, un plazo de gracia del capital de 32 años y un plazo total de 42 años. Sólo fue ofrecido en pesos ajustados por CER y con legislación argentina.

Bono Discount

El bono Discount estaba destinado a los inversores institucionales. Este bono tenía una mayor quita de capital (66,3 %) pero un cupón de interés mayor

(8,28 %) y un plazo de vencimiento mucho más corto que los otros dos bonos.

Para evitar una fuerte carga de intereses en los primeros años se dividió los intereses en dos partes, una parte que se pagaba en efectivo y una parte que se capitalizaba. En los primeros 5 años se capitalizaba más de lo que se pagaba en efectivo. Para los 5 años siguientes la parte pagada en efectivo aumentaba, para empezar a pagar únicamente en efectivo a partir del año 11.

Características del Bono Discount

Moneda de Emisión	Dólar		Euro		Pesos	
Quita Nominal (%)	66,30%					
	Paga	Capitaliza	Paga	Capitaliza	Paga	Capitaliza
Intereses Año 1 a 5	3,97%	4,31%	3,75%	4,07%	2,79%	3,04%
Intereses Año 6 a 10	5,77%	2,51%	5,45%	2,37%	4,06%	1,77%
Intereses Año 11 a 30	8,28%	0,00%	7,82%	0,00%	5,83%	0,00%
Amortización	20 cuotas semestrales e iguales comenzando el 30-Junio-2024					
Fecha de vencimiento	31-dic-33					
Ajuste de Capital						CER

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

Unidades ligadas al PBI o “Cupón PBI”

El cupón del PBI fue una de las últimas incorporaciones a la oferta de canje del año 2004-2005. La idea del instrumento era premiar a los bonistas que ingresaran al canje con un cupón que reportara una renta extra en el caso de que la economía argentina creciera.

Las condiciones de pago establecidas sobre estos valores negociables vinculados al PBI indican que la Argentina debe pagar los cupones entre 2005 y 2034, o hasta el año en el que se alcance el límite máximo. El pago de esos cupones, respecto de cualquier año de referencia, sucede únicamente si se cumplen simultáneamente estas condiciones:

- I. Para el año de referencia, el PBI real efectivo debe superar el PBI real del prospecto de emisión (llamado “caso de base”);
- II. Para el año de referencia, el crecimiento anual del PBI real efectivo debe superar la tasa de crecimiento indicada para ese año en el caso base del prospecto de emisión;⁶ y;
- III. Que no se haya alcanzado el tope de pagos a realizar por cupón.

Resumiendo: el cupón del PBI paga siempre que: la economía argentina muestre un nivel de PBI real mayor al PBI del prospecto de emisión (punto 1), que el crecimiento del PBI real sea mayor al crecimiento del PBI real del prospecto de emisión (punto 2) y que

los pagos acumulados no superen el tope (punto 3, desarrollado abajo).

El cupón paga un monto equivalente al 5 % de la diferencia entre nivel del PBI real observado y el nivel de PBI indicado en el prospecto de emisión, lo que recibe el nombre de “PBI en exceso”. Esto implica que el pago del cupón está asociado no sólo con el crecimiento del año anterior sino también con el crecimiento acumulado en todos los años previos. Cada año que se crece por encima de la condición del prospecto el nivel de PBI observado se aleja más del nivel de PBI del prospecto, por lo que el 5 % de esa diferencia es cada vez mayor. Por el contrario, cuando se crece por debajo, se achica esa brecha y disminuyen los pagos futuros.

En el gráfico siguiente puede apreciarse cómo los pagos del cupón del PBI no se hacen en función del crecimiento del año anterior, sino más bien por el crecimiento acumulado en los años anteriores por varias fallas en el diseño del instrumento que desarrollaremos en el punto siguiente (ver en página siguiente).

Desde su emisión el cupón del PBI ya ha generado erogaciones por unos u\$s 10.000 millones y restarían por pagarse u\$s 16.000 millones de no mediar una recompra anticipada.

Déficits en el diseño de los cupones

Se advierte de inmediato el riesgo de que, al momento de realizar la presentación de la oferta de canje, se subestimara el crecimiento de la economía durante los primeros años del esquema. Algunos años de crecimiento fuerte consecutivos alejarían mucho el nivel de PBI realizado del PBI del prospecto, y determinarían pagos por el cupón muy pesados, aun cuando posterior-

⁶ La tasa de crecimiento anualizada es de 3,09 %, pero ligeramente superior durante los años posteriores a 2005: 3,6 % y 3,4 % en 2006 y 2007, 3,3 % hasta 2012, 3,2 % en 2013 y 3,0 % en adelante.



mente la economía retomara el sendero de crecimiento de tendencia del 3% anual. En el peor de los casos para la Argentina, los tenedores de cupones no cobrarían nada, y la quita sobre los títulos originales sería del 54 %. En el mejor de los casos, la quita se reduciría a cero.

Como se mencionó previamente en la introducción en la presentación de la defensa argentina ante la Corte el 29 de marzo del corriente año el relato de la quita histórica se empezó a dejar de lado. En ese escrito la defensa argentina hizo una oferta a la que estaría dispuesto a canjear los bonos y entre sus argumentos mostró cómo el cupón del PBI fue usado para eliminar la quita. E incluso en la nota al pie de la página 6 reconoce que el tope de 48 centavos por cada dólar canjeados era asegurar que los pagos de la nueva deuda no superen el monto de deuda original. En otras palabras, el objetivo de este tope de 48 centavos por cada dólar ingresado al canje era evitar que la quita sea negativa.

El escrito mencionado en el párrafo anterior sostiene:

“Los pagos totales en los cupones del PBI están sujetos a un tope de 48 centavos, medidos por unidad de moneda de Cupón de PBI [...] El propósito de este tope es asegurar que la Argentina no haga pagos de su deuda presentada al canje en exceso al monto originalmente prestado a la Argentina”.

Esto quiere decir que el escrito reconoce que el cupón del PBI no sólo neutralizaba parte de la quita, sino que el tope de 48 centavos por cada dólar fue incluido para evitar que se pague por la nueva deuda más de lo que se debía bajo las condiciones de la vieja en cesación de pagos. En otras palabras, evitar que la quita fuera negativa.

El riesgo de que la quita se redujera a cero por vía del cupón operó por varios canales distintos. El primero

fue la subestimación del punto de partida del año 2004 que fue determinado como el año base.

En segundo lugar, de más relevante de ellos en aquel momento es que se “regaló” a los bonistas la totalidad de lo que se conoce como la “brecha del producto”. Se sabía que la economía, a principios de 2005, tenía una gran cantidad de recursos ociosos y que crecería fuertemente para ocuparlos. El no tener en cuenta esta realidad implicó que, de entrada, el escenario base del prospecto estaba subestimado, con efectos para todos los años posteriores.

Por último, relevancia para los bonos emitidos en moneda extranjera, se emitió el instrumento en un momento de tipo de cambio especialmente alto, que necesariamente se apreciaría con el tiempo y aceleró los pagos de los cupones emitidos en moneda extranjera. Estos dos factores eran de realización prácticamente certera al momento de la presentación del canje.

Problema del cupón #1: la subestimación del punto de partida

El prospecto subestimó el punto de partida, ya que se subestimó el nivel de “crecimiento” que se observaría como mera consecuencia de la recuperación del nivel de actividad económica en el año base. Como se ha visto, un incremento en algún momento de la diferencia entre el PBI realizado y el del prospecto genera, a mismo sendero de crecimiento⁷ posterior, mayores pagos para todos los años subsiguientes. Por lo tanto, esta subestimación de los niveles de producto reales que se producirían para los años 2004 (por la subestimación

⁷ Por “sendero de crecimiento” nos referimos en este texto a las tasas de crecimiento anuales sucesivas del PBI, que en el caso del prospecto están establecidas en 4,3 %, 3,6 %, 3,4 %, 3,3 %.

del PBI de ese año) y siguientes inmediatos (por no considerar el cierre de la brecha del producto) elevó los pagos a realizarse en cada año de vigencia del cupón de manera significativa.

El PBI real que fija el prospecto como base para 2004 está subestimado. En el prospecto el PBI para ese año es fijado en 275.276,01 millones de pesos de 1993. De acuerdo con el último dato del estimador mensual de la actividad económica del 22 de diciembre de 2004 (varios días antes de la presentación de la oferta), el PBI había superado el promedio para 2004 indicado en el prospecto (en el desestacionalizado ya realizado de los primeros 10 meses) en 0,6 %. Tanto es así que el PBI anualizado y desestacionalizado de noviembre de 2004 ya superaba el promedio del prospecto para todo 2005. Éstos eran los datos con que contaban las autoridades al momento de la presentación de la oferta. Cualquier crecimiento posterior al de noviembre de 2004, hasta diciembre de 2005, constituiría un “regalo” para los que recibieron los cupones en función de la subestimación del prospecto consciente por parte de las autoridades y financiado con el erario público.

Aunque el nivel de actividad hubiera dejado de crecer en octubre de 2004, con los datos realizados hasta el momento⁸ el PBI promedio de 2004 hubiera sido de 278.443 millones de pesos de 1993, 1,2 % arriba de lo que dice el prospecto. Para que, con los datos previos al canje, la economía hubiera llegado al nivel de 275.276,01 millones de pesos de 1993 que indica el prospecto en la página S-66 para el año 2004, la economía hubiera tenido que implotar a un ritmo anualizado del 45 % anual. Como referencia, en los dos peores meses de la historia de la economía argentina, diciembre de 2001 y enero de 2002, el ritmo de caída fue de “tan sólo” un 28 % anualizado. Además de ser absurdo el nivel de caída, hubiera sido inconsistente con el resto de los indicadores de la economía, con menos retraso en su publicación, como la recaudación impositiva, que indicaban un crecimiento sostenido lejos de la situación de apocalipsis que se planteaba implícitamente en el prospecto.

El PBI real implícito en el último comunicado del EMAE antes de la presentación del canje (del 22 de diciembre de 2004) indicaba un PBI real desestacionalizado de 285.243 millones de pesos de 1993. A pesar de la meta de crecimiento fijada en el escenario base para todo el año 2005 de 4,3 %, bastaba con que la economía creciera 0,6 % durante los dos últimos meses del año y absolutamente cero durante todo 2005 (es decir, que se produjera al mismo ritmo anualizado en diciembre de 2005 que un año antes) para que se alcanzara el promedio y umbral de pago para 2005. El promedio mensual de crecimiento durante 2004 fue de 0,7 %, por lo que alcanzar 0,6 % en un bimestre era sencillo (y de hecho se creció 2,1 % en ese bimestre).

⁸ Estamos usando los datos publicados el 22 de diciembre de 2004 que eran los conocidos por los funcionarios y no las revisiones posteriores para octubre, que son todavía superiores.

Así, aunque durante 2005 la actividad económica hubiera permanecido totalmente estática, por el arrastre estadístico del año anterior igualmente el cupón hubiera gatillado un pago. Sin embargo, el gobierno, el mercado y el mismo prospecto del canje tenían una previsión de fuerte crecimiento durante ese año. De hecho, las expectativas del mercado según el REM⁹ de la semana del 22 de diciembre de 2004 era que en 2005 se creciera un 5,7 % con un desvío de 0,84 (sobre un piso mayor que el considerado por el prospecto por la ya mencionada subestimación del nivel de 2004). A los ojos de los analistas, el prospecto lucía pesimista en cuanto a las perspectivas de crecimiento para el año siguiente. Queda claro entonces que se ha subestimado fuertemente el punto de partida y, como se ha visto, ello tendría la consecuencia de elevar los pagos futuros para todos los años posteriores.

Esta subestimación del PBI del año 2004 es tal que, aunque la economía hubiera crecido exactamente al ritmo establecido por el prospecto para cada año, igualmente hubiera pagado todos los años por la subestimación del año base. Si la base no hubiera estado subestimada y el PBI hubiera crecido exactamente a lo que indica el prospecto en todos los años, no hubiera habido pagos. Con los valores realizados de tipo de cambio y el resto de las variables, en el período hasta 2012 esta subestimación del año base representó u\$s 766 millones de regalo innecesario a los bonistas y u\$s 5.980 millones hasta 2034¹⁰, un 20 % de los pagos totales posibles antes del tope (el primer valor está incluido dentro del rango de u\$s 4.800-8.500 millones de pagos en exceso por la no consideración de la brecha del producto informada anteriormente).

Por lo tanto, el punto de partida estaba subestimado doblemente. En primer lugar, por el aumento del PBI real que tuviera consecuencia del cierre de la brecha con el PBI potencia, independientemente del crecimiento genuino de los factores productivos de la economía. En segundo lugar, por la subestimación del PBI del año 2004.

El instrumento podría haber esperado a que la Argentina terminara la recuperación en el nivel de actividad para recién a partir de ese punto realizar pagos. Pero, lejos de esa estrategia, se decidió que el cupón del PBI empezara a pagar aun antes de que el nivel de PBI potencial fuera alcanzado. Ésta es una diferencia respecto al antecedente búlgaro que sí contemplaba este detalle.

Problema del cupón #2: La subestimación del crecimiento por ignorar la brecha del producto

La cantidad de recursos ociosos de la economía argentina en el año 2004, con alto desempleo y baja utilización de la capacidad instalada, significaba que

⁹ El REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado) era una encuesta realizada por el Banco Central a las universidades, consultoras, bancos, fundaciones y centros de estudios. Fue discontinuada por las actuales autoridades.

¹⁰ Tomando un crecimiento de las variables nominales del 5 % anual entre 2013 y 2034 a los fines de realizar el cálculo.

el PBI estaba muy por debajo de su potencial. El potencial del producto de una economía está dado por el capital físico y natural del que dispone, y los recursos humanos. El producto real está dado por el grado en que se usan esos recursos disponibles. Cuando se hace un pleno empleo de los recursos disponibles, el PBI real coincide con el potencial. Cuando hay recursos ociosos, el PBI real está por poder debajo del potencial.

Aunque en condiciones normales y en el corto plazo se entiende por “crecimiento” a una variación positiva del PBI real entre dos años, en el mediano o largo plazo (horizontes como los del cupón del PBI, a 30 años) el crecimiento está dado por el crecimiento del factor capital humano (el nivel de educación de la población), el crecimiento del capital físico de la economía, el ritmo de desahorro del capital natural y el progreso tecnológico. Se entiende entonces crecimiento como el incremento en la cantidad de recursos disponibles, y no como un cambio en la intensidad de uso de unos recursos preexistentes que no varían en el tiempo. El “crecimiento” que se observe por la recuperación del nivel de actividad y uso de los factores a la salida de una crisis, si la cantidad o capacidad total de los mismos no se expande, es de corto plazo. De la misma manera, no es indicador del “crecimiento genuino” de una economía sino del nivel en que la actividad había sido impactada durante la crisis.

A fines de 2004, el “rebote” de la economía desde lo más bajo de la depresión no había finalizado: había grandes cantidades de recursos ociosos, disponibles y deseosos de producir. Aunque no hubiera en lo subsecuente un aumento en los factores de producción disponibles (lo que se entiende normalmente por crecimiento económico y que se observa en el mediano o largo plazo), de cualquier forma el PBI argentino crecería por el natural recorrido hacia el pleno empleo de los factores que todas las economías realizan luego de sufrir una crisis económica.

La Argentina ofreció pagos del cupón por todo el crecimiento del PBI que se observara desde el momento inicial. No se tuvo en cuenta que, en los primeros años, la economía cerraría la brecha respecto del producto potencial, acercándose al pleno empleo de los recursos productivos, y exhibiendo “crecimiento” en el PBI en el corto plazo no relacionado con la capacidad productiva del país. Se recompensaría a los bonistas entonces no por el crecimiento adicional de la Argentina en adelante, sino también y de manera significativa por terminar de salir de la crisis. Ése no era el objetivo declarado del instrumento. El objetivo del instrumento era premiar a quienes canjearan sus bonos por un crecimiento adicional y de naturaleza incierta por sobre lo que se consideraba la tendencia de crecimiento de largo plazo de la economía argentina, que históricamente ha sido bajo para el nivel de desarrollo del país. Lo que terminó sucediendo es que se los benefició por el crecimiento de corto plazo de la recuperación, certero y en parte ya realizado (por la subestimación del año base 2004). El impacto no fue sólo en los años posteriores a la crisis, cuando tenía lugar la recuperación: como ya se ha visto, la subestimación del nivel de PBI de los primeros años, a la misma tasa de crecimiento de largo plazo (el sendero de crecimiento), genera mayores pagos por el cupón en el futuro para todos los años restantes posteriores al cierre de la brecha del producto.

Una manera de ver la magnitud de la brecha del producto es por el método del producto tendencial. Entre 1900 y 2003 la economía argentina creció a un promedio geométrico del 2,9 % anual, mientras que el prospecto proponía una tasa de largo plazo del 3,1 %. El año 1998 fue el último pico en el nivel de actividad anterior a la crisis. Si se proyecta el PBI de ese año por la tendencia de largo plazo de la economía argentina que surge del prospecto se podrá tener una idea aproximada del crecimiento que se debería haber previsto que tendría lugar.



Se aprecia que recién en 2010 se supera el nivel de producto de tendencia. Siguiendo el esquema búlgaro, recién a partir de ese año debiera haberse pagado un porcentaje de la diferencia entre el PBI realizado y el PBI de tendencia (línea gris en el gráfico). Hasta 2010 no se hubieran realizado pagos, y los pagos correspondientes a los años 2010 y 2011 hubieran representado sólo u\$s 1.261 millones (contra los u\$s 6.164 millones que insumieron esos dos pagos y u\$s 9.787 millones el total de los cupones). Considerando esta metodología, se han pagado u\$s 8.526 millones en exceso hasta el día de la fecha. Ésta es la cota superior de pagos en exceso del cupón del PBI por no considerar la brecha del producto.

El PBI en dólares corrientes según el prospecto y las variables realizadas de ese año del índice de precios implícito del producto (IPI) y tipo de cambio de los últimos 15 días previos al canje fue de u\$s 165.299 millones. Según la tendencia de crecimiento, y usando los mismos valores de IPI y tipo de cambio, el PBI teórico debiera haber sido de u\$s 205.329 millones, es decir u\$s 40.030 millones de diferencia. Una vez cerrada la brecha, el cupón pagaría 5 % de ese monto todos los años en que el crecimiento excediera la meta de crecimiento. En la historia argentina desde 1901, se observó esa tasa de crecimiento o superior en el 55 % de los años. Por lo tanto, desde el cierre de la brecha del PBI en dólares que se produjo aproximadamente en 2008, el cupón contaría con 26 años en los que pagar según el crecimiento. Es decir que, tomando el promedio histórico de que sería esperable para el 55 % de los años, tenemos pagos por u\$s 28.621 millones sólo por el efecto de la brecha del producto por haber elegido un bajísimo punto de partida, casi equivalente al tope de pagos del cupón.

Sólo el paso del tiempo y el problema de diseño de la brecha del PBI harían desaparecer casi por completo la quita. Por supuesto, las perspectivas de crecimiento de la economía argentina son hoy mucho mejores que las que arroja el promedio histórico de los últimos 113 años, por lo que es esperable que el tope se alcance mucho antes de 2034.

Otra manera de ver la brecha del producto es analizando algunos de los principales factores productivos. La última tasa de desempleo conocida en el momento era de 17,6 %¹¹, un valor muy alto para el promedio histórico argentino, especialmente para varios segmentos del mercado laboral que en la que todavía podía bajar, y bajaría. La tasa de empleo era de 39,5 % entre 2004-I y 2004-III, mientras que 42-43 % es más representativo del “pleno empleo” de la estructura económica actual.

En el año 2004, la utilización de la capacidad instalada (UCI) en la industria promedió el 69,6 %, cuando para los años cercanos al pleno empleo industrial como 1997 o 2010 el uso de la capacidad instalada es de 76-78 %. De hecho, el último dato antes de la presentación

de la oferta de canje era de una UCI de 68,4 % en términos desestacionalizados, mientras que tan sólo cuatro meses después el indicador subía a 73 %, suba que no obedeció a una mejora en las condiciones externas sino simplemente al proceso casi ininterrumpido de recuperación de la UCI desde enero de 2002. En otros factores el uso del capital disponible era mucho menor: desde 2004 creció un 24 % la superficie cosechada.

Estas metodologías arrojan un cierre más temprano de la brecha del producto alrededor del año 2006, lo que igualmente hubiera representado pagos mucho menores que los que se terminaron realizando. Si la brecha se hubiera cerrado en ese año, con un crecimiento de tendencia como el que informa el prospecto de 3,1 % anual, los pagos acumulados por el cupón habrían representado u\$s 4.994 millones, lo que da que por omitir el cierre de la brecha se pagaron en exceso u\$s 4.792 millones. Esto debe considerarse la cota inferior de pago en exceso de los cupones por no considerar el cierre de la brecha del producto.

Problema del cupón #3: el tipo de cambio real competitivo como punto de partida

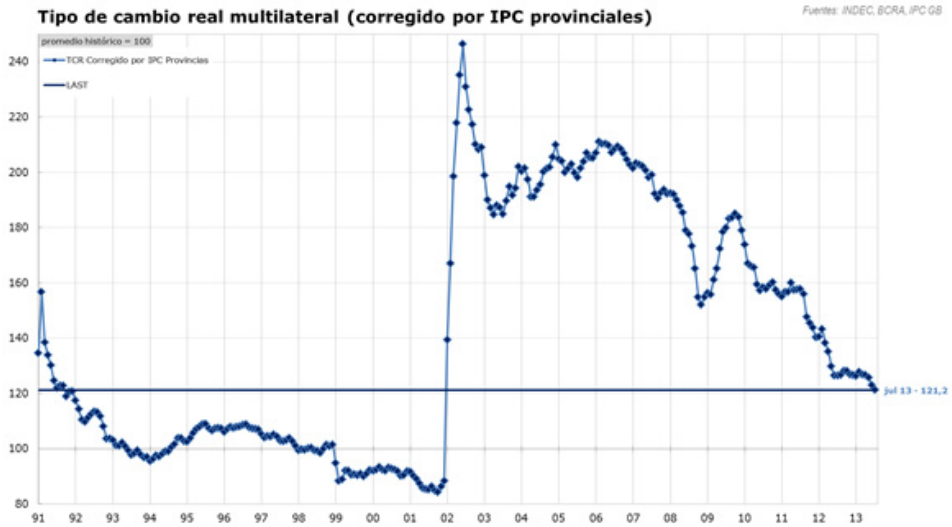
Un tercer problema de los cupones era que se partió desde un punto de origen con un tipo de cambio real sumamente competitivo y, hasta 2004, de baja inflación. De haberse realizado una correcta administración macroeconómica este punto no hubiera presentado problemas. Dado el tipo de cambio real, la brecha del producto y la tasa de inversión de la economía al momento del canje, el escenario más probable era que se generaran presiones inflacionarias de persistirse en el camino de fuertes incrementos de la demanda no acompañados por incrementos similares en la oferta. Cuando se empezó a acelerar la inflación la única respuesta desde el gobierno a este problema fue usar al dólar como ancla nominal de expectativas¹², y esto se reflejó en la apreciación cambiaria real.

Esta fuerte apreciación real ha generado un adelantamiento en los pagos en moneda extranjera. Podemos ver en el gráfico anterior cómo hasta el año 2006, mientras se mantuvo controlada la inflación y ayudó el contexto internacional, el tipo de cambio real se mantuvo estable en niveles altos. Desde ese entonces, año a año, la inflación superó a la devaluación del peso respecto a sus socios comerciales. Esto generó una fuerte apreciación del tipo de cambio real, que hizo que el PBI en dólares de la Argentina creciera mucho más que el PBI real. (Ver cuadros en página siguiente.)

Los cupones pagan según se cumplan las metas de nivel y de crecimiento del PBI real, pero los montos a pagar se determinan a partir del PBI en moneda corriente. Por lo tanto, el cupón por diseño incluyó una sensibilidad a la apreciación o depreciación real del tipo de cambio: la apreciación real acelera los pagos, la

¹¹ Corresponde al tercer trimestre, ajustada por Plan JlyJJHD.

¹² Al igual que en la tablita de Martínez de Hoz a finales de los años setenta y durante la convertibilidad de los noventa.

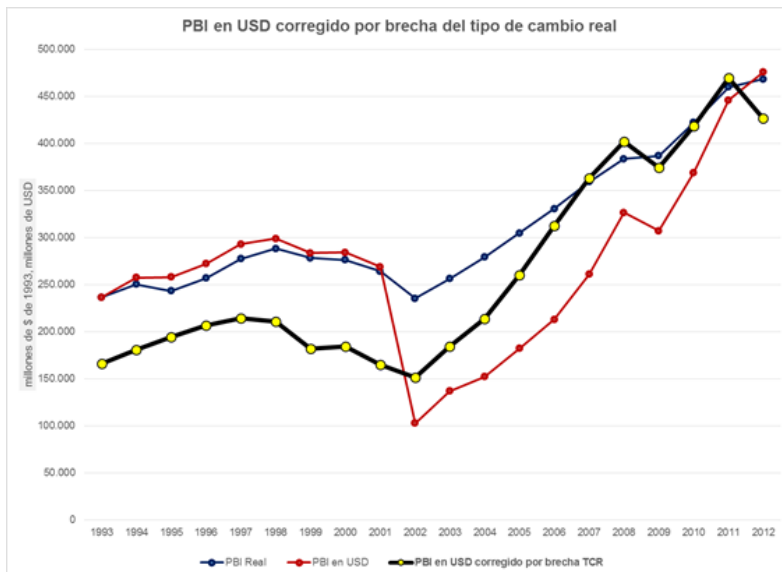
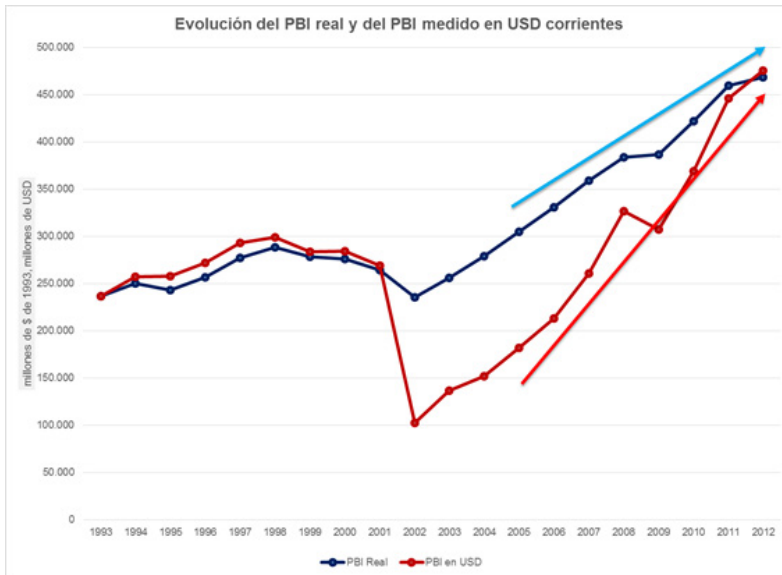


depreciación real retrasa los pagos. En el momento en que se hizo la oferta del canje el tipo de cambio estaba muy depreciado, lejos de cualquier noción de tipo de cambio de equilibrio. Lo único que podía suceder con el tipo de cambio, ausentes fuertísimos cambios en la administración de las variables macroeconómicas y de éxito incierto, era apreciarse. Esto constituye todavía otro factor más en que el cupón está lejos del objetivo declarado de compartir la bonanza de un crecimiento incierto: absolutamente todo apuntaba a una apreciación del tipo de cambio (aunque no tan rápida y en los niveles en que terminó sucediendo por la política de inflación y atraso del gobierno implementada por las autoridades). Todo esto a su vez causó que el PBI “en

exceso” valuado en dólares creciera mucho más rápido que el PBI en exceso valuado en pesos constantes, ya que el deflactor del PBI creció mucho más que la evolución del dólar, euro o yen. Por lo tanto, los tenedores de cupones de PBI en moneda extranjera los han cobrado antes, gracias a la fuerte apreciación real del tipo de cambio. (Ver cuadro en página siguiente.)

La alternativa hubiera sido la de incorporar alguna corrección por el tipo de cambio real en la valuación del producto nominal que se toma como base de cálculo de los pagos. (Ver cuadro en página siguiente.)

Aplica en este análisis todo lo señalado antes respecto a que cambios en el nivel en un año impac-



tan los pagos en años anteriores. Como las tasas de crecimiento del PBI en u\$s fueron altas, mucho más altas incluso que las altas tasas de crecimiento del PBI real, los pagos de los cupones se han adelantado hasta tal punto que es altamente probable que los cupones alcancen el límite de pagos al menos una década antes que su fecha de caducidad.

Habiendo dos factores en el diseño del instrumento que tan fuertemente subestimaron el crecimiento del PBI en dólares, el cobro de la totalidad de los pagos posibles por el mismo dejó de ser una mera posibilidad, de acuerdo con el objetivo declarado del instrumento, y se transformó en una certeza. El gobierno se comprometió a hacer pagos, sin un beneficio concreto a cambio.

Como bien lo mencionó la presidenta “son pagadores seriales”. La estructura fue tan generosa para los bonistas que participaron del canje que Argentina incluso puso un tope en los pagos acumulados que realizará sobre el cupón del PBI durante sus 30 años de vida.¹³

“El monto total a pagarse durante la vida del cupón atado al PBI, por cada unidad de cupón atado al PBI, no excederá 0,48 medido por unidad de moneda. Nos referimos a este monto como el “tope de pago del cupón atado al PBI”. Por ejemplo, si usted recibe un cupón atado al PBI en

¹³ El tope es la tercera condición que debe cumplirse para que en un año dado se gatille el pago; ver arriba.

una suma en teoría igual a u\$s 1 millón, el tope de pago para su cupón atado al PBI será igual a u\$s 480.000.

Si el tope de pago del cupón atado al PBI es alcanzado en un año previo a la expiración estipulada del cupón atado al PBI, el cupón atado al PBI será considerado como expirado en ese año.

Si, para un determinado año el pago agregado adeudado del cupón del PBI es mayor que el monto remanente del tope de pago del cupón del PBI, entonces el monto remanente por debajo del límite de ese cupón del PBI se distribuirá al tenedor del activo.”¹⁴

Esto es, cada cupón rinde, en el período de 30 años de vigencia, hasta un 48 % del valor de los títulos originalmente canjeados. Si aplicamos el tope a los bonistas ingresados al primer canje, ese tope de pago del cupón de PBI alcanzaba los u\$s 29.900 millones para ese primer canje. Si la economía crece rápidamente respecto de la meta del prospecto, o si se produce una apreciación cambiaria del producto, se aceleran los pagos de los cupones. En el caso argentino ocurrieron ambas cosas, como consecuencia de lo cual se espera actualmente que los cupones alcancen el tope (y reduzcan la quita efectuada a los bonistas que entraron al canje a cero) al menos una década antes que la expiración del instrumento en 2034.

Lo anterior es reforzado por la presentación de la oferta argentina a la Cámara de Apelaciones del 29 de marzo de 2013. En la nota al pie de la página 6 se reconoce que sin el tope del cupón la quita sería negativa, mientras que en la página 19 se reconoce que es prácticamente certero que los cupones alcancen el límite de pagos antes de que caduquen en 2035.

El riesgo asumido no fue visto en el momento como una mejora considerable de la oferta. Se comentó anteriormente que los cupones no fueron valuados correctamente por el mercado. En 2004, previo al canje, los cupones cotizaban de manera condicional en mercados de derivados a u\$s 1, con una promesa de pago de u\$s 48 a lo largo de su vida. Esto es, había indicaciones previas al canje de que los mercados no estaban valuando correctamente el instrumento. En los 180 días posteriores al canje los cupones cotizaron de manera conjunta con los bonos canjeados, por lo que no se puede conocer su valor. Durante diciembre de 2005 ya se negociaba el cupón por separado, y el emitido en dólares (TVPA) era valuado en u\$s 2,20. En diciembre de 2007 los inversores habían recibido pagos acumulados correspondientes a los años 2005 y 2006 por u\$s 1,94, recuperando casi toda la inversión y disponiendo de un remanente de u\$s 46,06 para cobrar a lo largo de la restante vida útil del instrumento. Hasta diciembre de 2012 por cada u\$s 2,20 invertidos en diciembre de 2005 se han cobrado u\$s 18,04 (un rendimiento anualizado del 35% en dólares), con un

remanente de u\$s 29,96 a cobrarse (como todo lo indica) dentro de los próximos 10 años.

Resultados del canje de 2005

El canje terminó con una aceptación de 76,15% del monto total, quedando afuera del canje un residual de u\$s 23.381 millones de dólares. Según información de la Secretaría de Finanzas, al 30/6/2005 (fecha posterior al cierre del canje) habían quedado afuera del canje: capital no vencido por u\$s 10.713 millones, capital vencido no pagado (PDA) por u\$s 7.390 millones e intereses vencidos no pagados (PDI) por u\$s 5.277 millones, por un total de u\$s 23.381 millones.

Luego de haberse efectivizado el canje 2005, para reforzar la idea de la “quita histórica” todos los bonos que no ingresaron al canje fueron borrados de las estadísticas de deuda, para mostrar una mayor caída de la deuda pública que pasó de 189.754 millones de dólares a 126.466 millones de dólares. Gracias a esta “contabilidad creativa” en junio de 2005 se borraron de las estadísticas de deuda 25.256 millones de dólares de deuda. Estos bonos, borrados de las estadísticas, son los que litigan en Nueva York y a los que el gobierno, a pesar de no reconocerlos, les sigue ofreciendo canjes.

Cálculo de la quita del canje de 2005

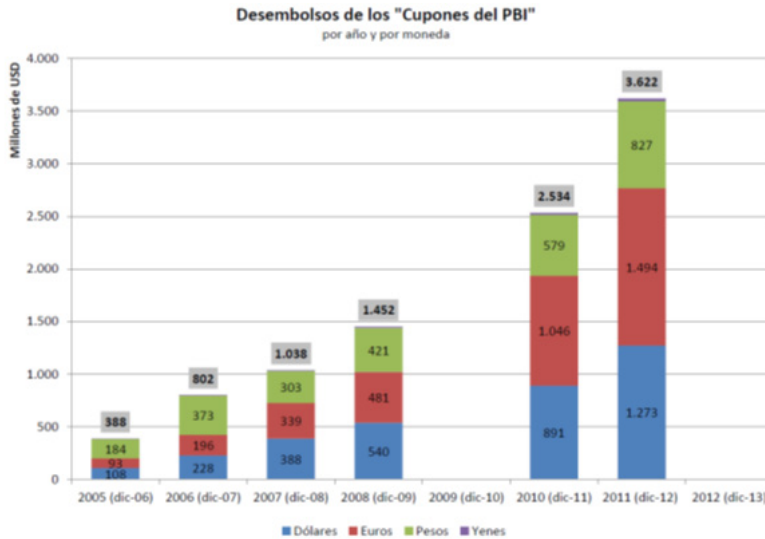
En el canje de deuda del año 2005 la Argentina tuvo un nivel de aceptación de 76,15 %. Esto posibilitó a la Argentina canjear bonos por un valor de u\$s 78.000 millones (incluyendo capital e intereses vencidos y no pagados) a cambio de u\$s 700 millones en efectivo (por el cambio de fecha de emisión de los bonos) y u\$s 35.300 millones en nuevos bonos de plazo más largo. Si sólo computáramos el efectivo y los bonos (Par, Discount y Cuasipar) a primera vista esto parece una quita de 54 %, similar al promedio de reestructuraciones de deudas de otros mercados emergentes. De hecho, ésta es exactamente la misma reducción que obtuvo Grecia en la reciente (e insuficiente) renegociación de su deuda.

A todo esto hay que sumarle el cupón del PBI por u\$s 29.900 millones, que redujo las pérdidas de los bonistas que aceptaron el canje (ver cuadro en página siguiente).

Como se puede ver en el gráfico de la página siguiente, los cupones del PBI le han significado fuertes desembolsos al Tesoro. De hecho, a la fecha han acumulado pagos por 18 centavos por cada dólar ingresado al canje, sobre un tope total de 48 centavos (un 37 % del total de pagos comprometidos). Esto implica que resta por pagar un monto equivalente a aproximadamente u\$s 16.000 millones de dólares. Entre cupones pagados, cupones por pagar y recompras de cupones¹⁵ la inclusión del cupón del PBI en ambos canjes de deuda le van a costar al Tesoro nacional desembolsos por 27.000 millones de dólares.

¹⁴ Suplemento del prospecto de emisión (Estados Unidos, 2005), página 35.

¹⁵ En los años 2006 y 2007 se hicieron recompras importantes de cupones del PBI, sobre todo de los denominados en pesos.



En el mes de diciembre de 2012 la Argentina pagó su sexta cuota (en los 8 años que transcurrieron desde el primer canje), en esta ocasión por un monto de u\$s 3.600 millones. De un total de u\$s 42.000 millones de nuevos bonos emitidos en ambas renegociaciones de deuda, estos u\$s 3.600 millones representan un bonus de 8,6 % de rendimiento anual, un dividendo que muy pocas compañías pagan en estos días. Por más que haya años como el 2013 en el que este dividendo no se va a pagar, cuando sí se pague, por construcción, el porcentaje sólo puede subir. De hecho, la estructura fue tan generosa para los bonistas que participaron del canje que la Argentina incluso puso un tope en los pagos acumulados que realizará sobre el cupón del PBI durante sus 30 años de vida que alcanzaba los u\$s 29.900 millones para el primer canje.

Por su construcción, el cupón era un pago de capital encubierto, y uno muy significativo. Así, la oferta realizada por la Argentina en 2005 implicó una reducción de deuda del 15,6 %. Este porcentaje surge de los 35.300 millones de dólares en nuevos bonos emitidos, más los 700 millones y de los pagos comprometidos del cupón del PBI de 29.900 millones, que suman un total de 65.900 millones de dólares de bonos más efectivo. Si comparamos ese monto respecto a los 78.000 millones de capital e intereses de los bonos defaulteados la quita sería de 15 %. El cupón no fue tomado en cuenta a la hora de computar la quita de deuda. Todas las estimaciones se hicieron considerando los bonos Par, Discount y Cuasipar, como si el cupón del PBI no existiera. Incluso hoy, este cupón del PBI no está computado en las estadísticas de deuda a la hora de calcular cualquier ratio de sustentabilidad de deuda.¹⁶

Si hacemos la misma cuenta considerando solamente el capital canjeado, se canjearon títulos por un valor nominal de 62.318 millones a cambio de títulos y efectivo por un valor de 65.900 millones de dólares, una quita casi inexistente.

Muy lejos de la presunta y popularmente aceptada quita del 75 %, y un esfuerzo mínimo para los bonistas teniendo en cuenta la profundidad de la crisis financiera, política, social y económica por la que atravesaba el país.

El canje de 2010

Para este nuevo canje, el monto elegible de deuda pública era de u\$s 18.300¹⁷ millones, de acuerdo a los registros vigentes de deuda al 31 de diciembre de 2001, y según los tipos de cambio existentes a diciembre de 2003.

En este nuevo canje los tenedores pudieron optar por recibir títulos Discount o títulos Par, con la siguiente combinación:

Opciones

Títulos Nuevos en la Opción Discount	Títulos Nuevos en la Opción PAR
Títulos Discount	Títulos PAR
Bonos Globales 2017	Efectivo
Títulos vinculados al PBI	Títulos vinculados al PBI

Fuente: Ministerio de Economía

Los tenedores que optaron por la opción Discount recibieron un valor nominal original de Discount equivalente al 33,7 % del monto elegible,¹⁸ mientras que

¹⁶ Al igual que los ya mencionados bonos en *default*, y las deudas contingentes pero de alta probabilidad de ocurrencia como las deudas previsionales, resarcimientos, deudas vinculadas al sector energético y otras.

¹⁷ Incluye u\$s 700 millones de intereses devengados hasta diciembre de 2001.

¹⁸ La quita nominal se vio reducida por la capitalización de intereses del bono Discount entre diciembre de 2003 y 2010.

los tenedores que eligieron la opción Par, lo recibieron por un monto equivalente al 100 % del monto elegible, por un monto máximo de u\$s 50.000 o su equivalente en otras monedas. El bono Discount estuvo acompa-

ñado por bonos Globales 2017 por un monto de 9,79 dólares por cada 100 VN, equivalente a los intereses acumulados desde el 31 de diciembre de 2003 hasta la fecha de realizarse el canje.

Resultado Canje 2010 por Moneda

En millones de U\$S y en participación sobre el total

BONO	DOLARES		EUROS	PESOS	YENES	TOTAL
	Ley NY	Ley ARG	Ley U.K.	Ley ARG	Yen	
Discounts	897	112	2.431	32	28	3.499
	13,9%	1,7%	37,8%	0,5%	0,4%	54,4%
Pares	97	71	1.808	3	10	1.989
	1,5%	1,1%	28,1%	0,0%	0,2%	30,9%
Global 17	243	30	659	9	7	949
	3,8%	0,5%	10,2%	0,1%	0,1%	14,7%
TOTAL	1.237	214	4.898	44	45	6.438

Fuente: Completion of Final Settlement

Los que optaron por los títulos Par, recibieron los intereses acumulados desde el 31 de diciembre de 2003 hasta la fecha del canje 2010, en efectivo. Si bien recibieron los cupones del PBI, no recibieron los pagos realizados hasta el 31 de diciembre de 2009; esto sumaba 7,38 dólares por cada 100 dólares de valor nominal original.

Opción Par, por cada 100 de Monto Elegible

Moneda	Valor Nominal Original de Par	Títulos Vinculados al PBI	Pago en Efectivo
USD	USD 100	USD 100	USD 9,4825
EUR	EUR 100	EUR 100	EUR 8,5600
ARS	ARS 100	ARS 100	ARS 6,1559
JPY	JPY 100	JPY 100	JPY 1,7100

No se incluyen las comisiones a pagar por los tenedores.

Fuente: Ministerio de Economía

Una diferencia respecto del canje anterior es que las comisiones las pagaron los bonistas. En el primer canje las comisiones fueron pagadas por el gobierno argentino; mientras que en este canje los bonistas pagarían una comisión de 0,4 % del monto elegible ingresado al canje.

Finalmente, si las ofertas recibidas por los títulos Par superaba el valor nominal máximo de u\$s 2.000

millones (o el equivalente en otras monedas) que puede emitir la Argentina para estos títulos, se asignaba en forma proporcional los Par entre los tenedores que hayan elegido esta opción y el remanente sería reasignado a la opción Discount.

Resultados del canje 2010

En este segundo canje, sobre un total de u\$s 18.300 millones que se ofrecieron como elegibles, ingresaron títulos cuyo valor nominal e intereses devengados al 31/12/2001 era de u\$s 12.210 millones (valor residual al 30/6/2010),¹⁹ de las cuales u\$s 9.630 son mayoristas y u\$s 2.580 son minoristas, lo que equivale a una aceptación del canje del 66,82 %.

Por otro lado, por el valor total que entró en el canje 2010 se emitió una nueva deuda equivalente a u\$s 7.200 millones, o sea, un valor equivalente a 59 % de los bonos que entraron al canje. Una quita que fue de 41 %, si no consideramos el cupón del PBI.

Podemos observar que en esta ocasión hubo una mayor demanda de bonos emitidos en euros, debido

¹⁹ Valor residual = Valor nominal + capitalizaciones (intereses + CER) - amortizaciones.

Resultado Canje 2010 por Moneda

En millones de U\$S y en participación sobre el total

BONO	DOLARES		EUROS	PESOS	YENES	TOTAL
	Ley NY	Ley ARG	Ley U.K.	Ley ARG	Yen	
Discounts	897	112	2.431	32	28	3.499
	13,9%	1,7%	37,8%	0,5%	0,4%	54,4%
Pares	97	71	1.808	3	10	1.989
	1,5%	1,1%	28,1%	0,0%	0,2%	30,9%
Global 17	243	30	659	9	7	949
	3,8%	0,5%	10,2%	0,1%	0,1%	14,7%
TOTAL	1.237	214	4.898	44	45	6.438

Fuente: Completion of Final Settlement

al gran porcentaje de italianos minoristas, que en su mayoría habían quedado fuera del canje 2010. Esto explica en parte la locación del 80 % de los bonos pares en euros.

En esta ocasión los tenedores de instrumentos emitidos en el canje 2005 también pudieron participar de la nueva oferta. Esta posibilidad existía por una cláusula del primer canje,²⁰ que establecía que si había un canje posterior los bonistas podían participar del mismo. La idea de esta cláusula era no perjudicar a los bonistas que entraran al primer canje. Si más adelante se ofrecía una nueva oferta y los bonistas consideraban que esa oferta era mejor que la primera, podían cambiar los bonos recibidos en la primera oferta, por los bonos elegidos en la segunda oferta.

Una de las particularidades de esta cláusula poco conocida del canje anterior es que 0,40 % (u\$S 223 millones) decidieron canjear los bonos que recibieron en el canje anterior por los bonos emitidos en este nuevo canje. Esta cláusula seguirá vigente hasta diciembre de 2014 y mantiene una crucial importancia de por qué este nuevo canje permitiría a los bonistas que entraron a los canjes de 2005 y 2010 canjear sus bonos recibidos en esos canjes por los bonos ofrecidos en este tercer canje.

El problema de la jurisdicción de los bonos emitidos en 2005 y 2010

Mucho se ha discutido a lo largo de esos años de quiénes decidieron que los bonos estuvieran regidos por la legislación extranjera. Obviamente, no se le puede imputar a la actual gestión que los viejos títulos en *default* tengan legislación extranjera. Pero sí fue decisión de la actual gestión decidir que los nuevos bonos (Par, Discount y cupones del PBI en 2005, más Global 17 en 2010) se ofrecieran bajo las leyes extranjeras (EE.UU., Reino Unido y Japón)

Hoy se entiende mejor la dificultad que representa esa decisión que se tomó en 2004, ya que gran parte del problema en el juicio actual contra la Argentina en los tribunales de Nueva York se basa en la posibilidad de que puedan ser embargados por la Justicia los pagos a los nuevos títulos Par, Discount, Cupones de PBI y Global 17 emitidos bajo legislación de Nueva York.

El proceso judicial

El 11 de diciembre de 2011 la Corte de Distrito del juez Griesa determinó que la Argentina, al dictar la Ley Cerrojo, 26.017, y la ley de reapertura del canje en 2010, 26.547 incumplió la cláusula de *pari passu* de los bonos defaulteados en 2001, aunque posterga el dictado de cualquier acción hasta febrero siguiente.

²⁰ Cláusula del Acreedor más Favorecido: Si la Argentina ofreciese comprar, canjear o enmendar cualquier bono elegible que no hubiese participado del canje, hasta diciembre de 2014, los poseedores de bonos canjeados tendrán la opción de participar en dicha operación en base al monto de deuda elegible que tenían originariamente.

Dicha cláusula dice,²¹ básicamente, que no se puede subordinar o preferir un tenedor de bonos a otro. El juez Griesa determina en diciembre de 2011 que tanto al dictar las mencionadas leyes como al pagar los bonos del canje de 2005/2010 y no los defaulteados se incurre en incumplimiento de la cláusula de *pari passu*. En el caso de la Ley Cerrojo, el incumplimiento es causado por el artículo 2° que prohíbe “efectuar cualquier tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada”. La Ley Ganzúa, por su parte, prohíbe en el artículo 5° “ofrecer a los tenedores de deuda pública que hubieran iniciado acciones judiciales, administrativas, arbitrales o de cualquier otro tipo un trato más favorable que a aquellos que no lo hubieran hecho”.²²

El juez determinó el 23 de febrero de 2012 la forma de “remediar” esa situación, sin asignar daños por la misma, emitiendo varias órdenes de gran importancia. La primera disponía que la Argentina pague de inmediato a los *holdouts* “en igualdad de condiciones que a los tenedores de bonos del canje” (*ratable payments*). El significado de la definición de *ratable payments* que Griesa formula no quedó claro en su momento, y sólo se conocería el significado exacto de la orden el 21 de noviembre, como se explicará en breve. Griesa dicta asimismo medidas cautelares que benefician al Estado argentino suspendiendo la aplicación del fallo hasta la obtención de definiciones en instancias posteriores. Las medidas cautelares se renovarían o mantendrían ante cada nueva etapa judicial, incluyendo la actualmente vigente, por tiempo indefinido, en tanto la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos no rechace considerar la causa o deje sin efecto la cautelar.

Griesa comunica además el 23 de febrero otra orden muy importante para asegurar el cumplimiento del fallo. Le prohíbe a la Argentina pagar los bonos del canje sin pagar antes a los *holdouts*, y prohíbe genéricamente también alterar el mecanismo de pago de los bonos o realizar cualquier acción que pudiera llevar al incumplimiento del fallo. Esta orden afectó a un amplio y poco definido abanico de terceras partes que incluye a todos los intermediarios que posibilitan que la Argentina efectúe los pagos de los bonos del canje. Estos organismos se presentarían ante la Corte como terceras partes afectadas de manera generalizada, acercando sus argumentos en contra de la disposición.

La Argentina apeló en marzo este fallo que pasó, en la instancia siguiente, a ser considerado por un panel de tres jueces de la Cámara de Apelaciones del Segundo

²¹ The Securities [i.e., the bonds] will constitute... direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic and shall at all times rank *pari passu* and without any preference among themselves. The payment obligations of the Republic under the Securities shall at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness (as defined in this Agreement).

²² Estos fragmentos son los citados por las Cortes de Nueva York en sus decisiones.

Circuito (US Court of Appeals for the Second Circuit), ubicada en Nueva York.²³ Esta Corte falló el 26 de octubre de 2012 sosteniendo en líneas generales el fallo de primera instancia del juez Griesa. Algunos de los principales argumentos de esa apelación fueron: 1) que no hubo subordinación de los deudores (al sancionar la Ley Cerrojo), y que no hubo incumplimiento de la cláusula de *pari passu*, 2) que la Corte de Griesa violó la inmunidad soberana de los activos argentinos dispuesta por la ley Foreign Sovereign Immunities Act - FSIA, 3) que las decisiones son injustas dado que el daño a los tenedores de bonos del canje y a la República por las consecuencias del fallo sería mucho mayor que el daño presuntamente causado a los *holdouts*.

La Argentina, en este momento (noviembre de 2012), presentó sendos pedidos de reconsideración del caso tanto al panel de tres jueces que acababa de expedirse como al plenario de los trece jueces de la Cámara de Apelaciones (denegado el primer pedido el 27 de febrero de 2013 y el segundo el 26 de marzo del mismo año). El pedido proponía como motivo principal para la petición que la interpretación de la cláusula tendría consecuencias muy negativas para las reestructuraciones de deuda soberanas, y argumentaba que se habían cometido dos errores en el proceso: 1) ir en contra de las leyes y jurisprudencia respecto de la inmunidad soberana de los activos no comerciales de países en EE.UU. (ley FSIA), y 2) interpretar la cláusula de *pari passu* de forma tal que impida cualquier reestructuración de deuda. Es decir, repitió los dos principales argumentos usados en la apelación de la primera instancia, que ya habían sido rechazados por la misma Corte ante la que se peticionaba la reconsideración del caso.

La Cámara devolvió el expediente a la primera instancia solicitando al juez Griesa que aclare el significado exacto de la fórmula de pago de la orden del 23 de febrero de 2012. La misma había sido formulada en un texto ambiguo que daba lugar a múltiples interpretaciones, por lo que la Cámara ordena al juez que indique específicamente “cuánto” y “cómo” debe pagar la Argentina.

Previo a que Griesa precisara los términos de su orden, el día 9 de noviembre de 2012, hubo una audiencia pública donde el juez expresó en varias oportunidades sus fuertes dudas respecto de la voluntad de la Argentina de respetar el fallo a causa de las expresiones públicas de la presidenta y del ministro Lorenzino, quienes (entre otras expresiones) aseguraban que no se realizaría ningún pago de ninguna clase a los “fondos buitres”. Las precisiones por parte de Griesa se produjeron finalmente el 23 del mismo mes, fecha en que hubo dos importantes novedades para la Argentina. En primer lugar, Griesa estableció que corresponde pagar a los *holdouts* el mismo porcentaje

de la deuda que corresponde pagar en el próximo vencimiento a los tenedores de los bonos del canje, que es el 100 % (de las obligaciones que vencen en ese momento). Asimismo determinó que lo que corresponde pagar en el próximo vencimiento, en el caso de los *holdouts*, es todo el capital acelerado de los bonos más intereses caídos. (Generalmente, todos los bonos incluyen una cláusula por la cual ante un *default* el acreedor puede solicitar que se “acelere” el bono, que es una forma de decir que deba pagarse la totalidad del capital antes de los vencimientos originales, a los fines de litigar.) Es decir, Griesa indicó que la Argentina debe pagar a los *holdouts* el 100% del valor nominal de los bonos defaulteados e intereses caídos en la fecha del próximo vencimiento de deuda (el cual tenía lugar, en ese momento, en diciembre de 2012).

Adicionalmente, el juez obliga a las instituciones financieras que operan como agentes financieros de la Argentina para el pago de los bonos del canje que distribuyan los fondos que reciban de la Argentina para el pago de sus obligaciones entre los tenedores de bonos del canje y los *holdouts*, haciendo en principio imposible para la Argentina el continuar pagando la deuda reestructurada sin pagar también a los *holdouts*. O, alternativamente, obligando efectivamente a la Argentina a incumplir con sus obligaciones con los tenedores de la deuda reestructurada en caso de que eligiera incumplir con el fallo.

La cantidad de opiniones de expertos e instituciones financieras involucradas (incluyendo organismos de los EE.UU. como la Reserva Federal), así como la reacción del mercado ante la noticia del fallo del 21 de noviembre, llevó a la Cámara a dictar una cautelar suspendiendo las medidas de Griesa. Asimismo, abrió un nuevo período para presentaciones de informes/*amicus* de terceras partes, fijando un cronograma para las mismas. Fue recién durante esa nueva etapa de presentaciones de todas las partes involucradas que la Argentina, el 28 de diciembre de 2012, admite formalmente ante los tribunales la existencia de una posibilidad alternativa al no pago a los *holdouts*, indicando que estaría dispuesto a realizar una oferta en los términos del canje de deuda de 2010. Hasta ese momento, las únicas expresiones sobre el tema habían sido de la presidenta y el ministro ante medios locales, anunciando que no se pagaría ni un peso a los “fondos buitres”. En ese escrito la Argentina fundamenta su oposición a las medidas recientemente adoptadas. De las seis líneas argumentales presentadas, la 1ra. vuelve sobre la cuestión de la inmunidad soberana (ley FSIA), la 2da. sobre la interpretación de la cláusula de *pari passu*, la 5ta. sobre lo poco equitativo de las medidas dictadas y el daño para la República, y las tres líneas restantes tratan temas relativos al aspecto recientemente introducido en la causa de la obligación de las 3ras. partes (los agentes e intermediarios financieros) de hacer cumplir las disposiciones de la Corte. Es decir que los argumentos presentados en defensa de la Argentina eran los ya presentados en al menos dos ocasiones anteriormente, en una de las cuales ya habían

²³ Todos los bonos, tanto los que son el objeto del litigio emitidos en la década de 1990 bajo la Fiscal Agency Agreement, como buena parte de los bonos emitidos en los canjes de 2005 y 2010, están gobernados por la jurisdicción del estado de Nueva York.

sido rechazados. Los restantes argumentos tácticamente buscaban impedir que la Corte lograra hacer cumplir la sentencia, pero no reforzaban directamente la línea argumental en defensa de la Argentina.

Estos argumentos también encontraron su lugar en el pedido “de emergencia” de una cautelar suspendiendo las medidas, presentado el 26 de noviembre, y una carta desarrollando aún más estos argumentos del mismo día, así como en varios otros documentos secundarios relativos a distintas medidas cautelares solicitadas por las partes.

Como parte del cronograma de presentaciones fijado por la Cámara, se programó una nueva audiencia pública a desarrollarse el 27 de febrero de 2013, luego de lo cual ordenó a la Argentina que el 29 del mismo mes formalmente presente una oferta de pago por escrito.

La oferta presentada ese día era equivalente a la oferta del canje 2010. Los argumentos que sustentan la oferta son de equidad de trato con los bonistas que aceptaron los canjes pasados, y el extraordinario rendimiento que obtendrían los *holdouts* de aceptar la oferta. Al respecto, es interesante considerar que fue la primera ocasión en que, de manera velada, se alude al carácter de “pago de capital encubierto” de las unidades vinculadas al PBI, por los motivos ya mencionados anteriormente.

El 24 de junio del presente, la Argentina apela ante la Corte Suprema de los Estados Unidos (SCOTUS). El principal argumento de la defensa argentina es que las decisiones de las cortes de Nueva York violan la ley FSIA.

Mientras que en la etapa de la petición para la reconsideración total del caso por la Corte de Apelaciones los Estados Unidos presentaron un escrito favorable a la Argentina, en esta oportunidad la prensa ha informado que no sólo el gobierno de EE.UU. no presentaría un escrito apoyando el pedido argentino de que el caso sea considerada por la SCOTUS, sino que además ha bloqueado un esfuerzo similar oficial por parte del Fondo Monetario Internacional.²⁴ En particular, unos 19 miembros de ambos partidos mayoritarios de la Cámara baja de los EE.UU. habrían pedido a su canciller y al procurador del Tesoro que se le niegue asistencia al país por causa del reciente tratado con la República de Irán relacionado con el atentado de la AMIA.²⁵ Se considera que un apoyo oficial por parte del Ejecutivo de los EE.UU. es una pieza fundamental y casi definitoria para que la SCOTUS considere el caso. Actualmente, sólo la República Francesa ha apoyado a la Argentina en esta nueva etapa judicial.

²⁴ Voceros del FMI indicaron que la cancelación del escrito a último momento se debió a la falta de apoyo de los EE.UU. (<http://ftalphaville.ft.com/2013/07/24/1579752/the-imf-wont-be-argentin-as-pari-passu-frenemy-why/>)

²⁵ “House Lawmakers Ask John Kerry to Reconsider Argentinian Aid. Bipartisan coalition criticizes Argentina for growing closer to Iran”, <http://freebeacon.com/house-lawmakers-ask-john-kerry-to-reconsider-argentinian-aid/>

El 23 de agosto, la Cámara de Apelaciones falla definitivamente, rechazando la gran mayoría de los argumentos a favor de la Argentina. En el escrito, los jueces recalcan entre otras cosas las oportunidades en que la Argentina dijo que no obedecería voluntariamente las órdenes de la Corte, y citan las instancias en que los representantes del país anunciaron sus intenciones de no cumplir con los fallos. Vuelven a citar a la presidenta diciendo que no pagaría ni un dólar a los “fondos buitres”, y al ministro Lorenzino (“Argentina no va a cambiar su postura respecto de no pagar a los fondos buitres... Continuaremos con esa política a pesar de cualquier fallo que pudiera surgir de cualquier jurisdicción”). Una y otra vez en el escrito los jueces hacen referencia a la postura oficial adoptada hasta fines de 2012, calificando por ejemplo al país de “deudor recalcitrante”, lo que demuestra lo perdurable del daño generado por esas declaraciones, que sin duda empeoraron las ya magras chances desde el comienzo de una resolución razonable para el litigio. Los fallos de Griesa se afirman en todo, aunque establece una cautelar suspendiendo la ejecución hasta tanto la SCOTUS considere el caso. El país pidió nuevamente a la Corte de Apelaciones que reconsiderara la causa el 6 de septiembre, pero recurriendo a los argumentos ya rechazados por la misma en numerosas oportunidades. El escrito de esa fecha no agrega absolutamente ningún elemento nuevo a una causa que ya ha presenciado numerosos pronunciamientos adversos coincidentes y cada vez más sólidos a los ojos de las autoridades involucradas.

Como respuesta al fallo, la presidenta anunció un número de medidas por cadena nacional, tres días después del fallo de la Cámara de Apelaciones. En palabras de la presidenta, “la primera decisión que hemos tomado, bueno, es pedirle a Dios que ilumine a la Corte Suprema de los Estados Unidos”.²⁶ Luego anuncia dos medidas reales. En primer lugar, “vamos a enviar un nuevo proyecto de ley al Parlamento argentino, que ... va a consistir, precisamente, en abrir por tercera vez el canje de deuda para ese 7 por ciento que no ha ingresado”, que es el proyecto de ley que nos ocupa en el presente.

Anuncia también una segunda medida: “También hemos tomado una decisión para salvaguarda de quienes han confiado en la República, el 93 por ciento de los tenedores de bonos que han confiado en la Argentina y que vienen cobrando, algunos del año 2005 y otros del año 2010. Y es, precisamente, hace un reemplazo de títulos por la misma moneda, por los mismos plazos nada más que cambiando el lugar de pago para evitar eventuales embargos que pudieran sufrir los fondos porque ya hemos sufrido embargos anteriores. Para ser claros: los que tienen bonos argentinos, el 93 por

²⁶ “Proyecto de reapertura del canje de la deuda: palabras de la presidenta por cadena nacional”, <http://www.presidencia.gov.ar/informacion/actividad-oficial/26672>.

ciento, vamos a reemplazar esos títulos, esos bonos por bonos similares, por moneda extranjera, por los mismos plazos, únicamente que serán pagaderos aquí en la República Argentina en la Caja de Valores”.

Sin embargo, los dichos de la presidenta al respecto de la segunda medida contrastan con las declaraciones del ministro Lorenzino del 28 de agosto al presentar en el Senado el proyecto de reapertura del canje. Ante una pregunta respecto de la implementación del cambio de jurisdicción, responde Lorenzino: “Quiero clarificar. Más allá de que creo haberlo dicho en mis intervenciones lo vuelvo a repetir: el tema del cambio de legislación para aquellos bonistas que sí han ingresado al canje es una opción absolutamente voluntaria y eventual. Lo que quiero clarificar es que no hay en ese sentido ningún proyecto de ley porque eso está previsto ya en la normativa.” Esta posibilidad de cambiar de jurisdicción es efectivamente algo previsto en los prospectos del canje, pero los dichos de la presidenta dieron a entender una acción mayor y de implementación certera (y no “eventual” como indica Lorenzino) que podría considerarse un intento de evitar el cumplimiento de la sentencia en EE.UU., lo que acarrearía la finalización de la vigencia de la cautelar que actualmente protege a la Argentina. Para cuando llegaron las aclaraciones de Lorenzino, los dichos de la presidenta ya habían sido usados como argumentos por los *holdouts* para levantar la cautelar que rige hasta tanto se expida la SCOTUS. Si bien el episodio no derivó inmediatamente en una resolución judicial, esta clase de acciones y errores no hacen más que elevar la suspicacia y mala predisposición de las cortes americanas hacia el país.

El derrotero de la causa es indicativo de numerosos cambios de estrategia, de insistencia en argumentos una y otra vez rechazados por las cortes involucradas, de fuertes declaraciones interpelando y/o criticando a las cortes de EE.UU., con dichos contradictorios, y una falta de una gestión diplomática acorde que acompañara los esfuerzos en el frente judicial.

Es notable, dentro de la estrategia judicial, el desaprovechamiento de algunas vías argumentales por las restricciones políticas autoimpuestas. Argentina nunca comunicó de manera clara a las cortes norteamericanas lo favorables que fueron las ofertas de los canjes pasados. Desde temprano, como manera de resaltar el problema del trato inequitativo que generaría beneficiar a los litigantes por sobre los tenedores de bonos del canje, concedió y tomó como válidos los argumentos de los primeros respecto de la magnitud de la quita que, según ellos, habría sido del 66%.²⁷ Tampoco hizo un esfuerzo por corregir exageraciones aún mayores de la magnitud de la quita por parte de algunos *amicus* a favor de la Argentina.²⁸

Recién el 29 de marzo de 2013, en la oferta de canje presentada como respuesta al pedido de la Cámara de Apelaciones, la Argentina reconoce muy veladamente que la quita es notoriamente inferior a las cifras que circularon en el proceso judicial y que eran una y otra vez usadas por los funcionarios argentinos con fines políticos. El texto indica que, por el efecto de los cupones, la quita de deuda final probablemente se reduzca a cero para quienes entraron al canje de 2005, y se reduzca significativamente para el resto. Dice en la página 19, luego de la presentación de la oferta, en los comentarios técnicos sobre la misma: “Hacia adelante, el límite efectivo en las unidades vinculadas al PBI [que reducían la quita] es de aproximadamente el 30 % del monto nominal. ... Como el PBI de 2012 excede largamente el escenario base (en más de 30 %), y como en 8 de los últimos 10 años la Argentina superó el umbral de 3 % de crecimiento [que activa el pago del cupón], es previsible que Argentina experimente un crecimiento similar en numerosos años antes de que los cupones expiren en 2035. Como resultado, los pagos totales a realizarse por los cupones del PBI hacia adelante probablemente alcanzarán el límite efectivo del 30% del monto nominal [reduciendo la quita en esa misma magnitud]”.

La quita nominal, como ya se ha visto, considerando los cupones, fue de tan sólo un 16 %. ¿Por qué la Argentina permitió que durante el juicio se perpetuara la idea de que el canje fue mucho menos conveniente que lo que realmente fue, algo que claramente fue en contra de sus intereses y fortaleció la postura de los litigantes? El discurso oficial venía promoviendo la idea de que la quita fue del 75 % desde hace años,²⁹ colocándose en una encerrona dentro del proceso judicial, donde, o bien hubiera tenido que admitir una realidad que desmentía al relato, o bien hubiera tenido que abandonar un poderoso argumento en la causa judicial prefiriendo un slogan político de uso local. Hasta el último minuto el gobierno optó por la segunda opción, no llegando nunca, ni aún hacia el final del proceso, a admitir claramente el verdadero carácter del cupón y su impacto sobre la quita. Tampoco hizo el gobierno un esfuerzo real por transmitir el impacto fuertemente negativo que tendría el fallo sobre la economía argentina, limitándose a expresiones genéricas en ese sentido. En ningún momento se aludió (ni se hubiera podido aludir) a la alta y sostenida inflación producto del financiamiento inflacionario, al escaso nivel de reservas actual o al feroz control de capitales que derivan de la decisión anterior. Ello contrasta con las permanentes declaraciones públicas de los funcionarios respecto de la fortaleza de la economía argentina, (hasta hace muy poco) sobre la política de acumulación de reservas, sobre la ausencia de inflación, control de capitales o atraso cambiario, y muchas otras cuestiones ajenas a la realidad y que son

²⁷ Escrito del 16 de noviembre de 2012.

²⁸ También el 16 de noviembre, la empresa Fintech indica que la quita fue del 83 %.

²⁹ Véase por ejemplo <http://www.ambito.com/noticia.asp?id=528896>.

totalmente contrarias a la posición de Argentina en el proceso judicial.

Fue en beneficio de la posición de la República que quien suscribe presentó el 4 de enero de 2013 un *amicus curiae* ante la Cámara de Apelaciones, acercando estos importantes argumentos al tribunal que la actual administración, por las restricciones políticas que se autoimpuso, no podía emplear.

Condiciones del proyecto de ley del Poder Ejecutivo nacional

El Poder Ejecutivo nacional ha remitido al Honorable Congreso de la Nación el mensaje 1.241/13, un proyecto de ley proponiendo una nueva modificación de la Ley Cerrojo (ley 26.107), en respuesta a los juicios que la Argentina enfrenta en los tribunales de Nueva York respecto a los bonos en cesación de pagos que no ingresaron a ninguno de los dos canjes de los años 2005 y 2010.

Este proyecto es muy similar al enviado en el año 2009 a fin de permitir el canje de deuda del año 2010. La diferencia es que este proyecto deja abierto el canje de deuda por tiempo indefinido, “hasta tanto el Congreso de la Nación declare terminado el proceso de reestructuración de los títulos públicos...”.

Al igual que lo que se dispuso en el canje anterior (de 2010) respecto del canje de 2005, se dispone que “los términos y condiciones financieros que se ofrezcan no podrán ser mejores que los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración de deuda” de 2010.

Al igual que en los dos canjes anteriores, se dispone la obligación de informar trimestralmente al Congreso sobre los resultados de lo dispuesto por la ley. Lejos de cumplirse esta disposición, de hecho la información disponible de deuda pública ha mermado notablemente en su frecuencia, al punto de que hoy las estadísticas de deuda tienen más de 8 meses de atraso. Un breve vistazo a la página de la Secretaría de Finanzas con las estadísticas de la deuda pública (http://www.mecon.gob.ar/finanzas/sfinan/?page_id=37) permite constatar que lo que hasta 2009 inclusive se presentaba de manera trimestral (y como parte del boletín fiscal que elabora la Secretaría de Hacienda), luego pasó a presentarse con menor frecuencia, cambiando erráticamente la misma, y con retrasos que hasta ese momento no se habían producido nunca en la disponibilidad de esta información. Esta situación ya ha sido objeto del interés parlamentario, como se refleja en el proyecto de resolución / pedido de informes con número de expediente 7.698-D.-2012.

El prospecto de emisión de títulos del canje contiene una cláusula habitualmente referida como “RUFO” (Rights Upon Future Offers - derecho a participar de ofertas futuras), que determina que los participantes de los canjes de 2005 y 2010 podrán participar del actual canje. (La cláusula RUFO rige hasta el 31 de diciembre de 2014.) Esto habilita a quienes deseen cambiar la jurisdicción de sus tenencias de bonos a

participar del nuevo canje y optar por alguno de los instrumentos regidos por la legislación argentina que, por la incertidumbre generada por el proceso judicial, cotizan en mejores términos que sus equivalentes con legislación Nueva York. Así como en 2010 unos u\$s 223 millones decidieron cambiar bonos del canje 2005 por bonos del canje 2010, es probable que en este canje se vea un volumen (superior) por parte de bonistas que quieran disminuir la incertidumbre asociada a los pagos de los bonos con legislación Nueva York, o aprovechar el *spread* por jurisdicción.

Propuesta de nuestro dictamen

La oferta realizada por Argentina fue extremadamente generosa desde el comienzo, dado que la Argentina se comprometió a realizar pagos significativos en el futuro, aun cuando esto no fuera claro para todos los acreedores en el momento del canje. Tómese, como ejemplo, un bonista promedio participante del canje de 2005 que no haya vendido los nuevos bonos recibidos. El valor de mercado de la combinación de bonos Par y Discount es actualmente de 35 centavos³⁰ por cada dólar de bonos canjeados, unos pocos centavos por encima del valor de mercado promedio de los bonos defaulteados al momento del primer canje (entonces de 32 centavos por dólar). Inmediatamente después del canje de 2005, los tenedores de bonos recibieron además un promedio de 2 centavos por dólar por pagos en efectivo. Pero es aquí donde el cupón del PBI hace toda la diferencia. Su valor de mercado es actualmente de 8 centavos por dólar de los bonos canjeados. Y sus pagos en efectivo, hasta ahora, representan 18 centavos por dólar.

La Argentina no realizó una “quita” masiva de la deuda cuando estaba en una crisis económica grave. Más bien, hizo una oferta extremadamente generosa, aun cuando entonces ni los bonistas ni los ciudadanos vieron con claridad cuán beneficiosa era. Pero ya ha pasado suficiente tiempo y se ha acumulado suficiente evidencia como para ignorar esta realidad.

Por ello se propone un trámite sencillo, algo que tendría que haberse realizado desde el primer canje en 2005: no emitir cupones del PBI.

El dictamen descansa sobre cinco pilares: límite temporal a la autorización al Poder Ejecutivo nacional a reabrir el canje, la prohibición de emitir cupones de PBI, condiciones de la oferta, la no suspensión del artículo 3° de la ley 26.017 y el deber de informar al Honorable Congreso de manera más taxativa.

a) Autorización a solucionar el problema de la deuda hasta el 30 de junio de 2015

El *default* de la deuda argentina fue declarado en diciembre de 2001, hoy, casi 12 años después sigue sin

³⁰ Usando los precios de los bonos en dólares bajo legislación argentina. Debido a las sentencias en Nueva York los bonos en dólares con legislación Nueva York cotizan hasta 10 % por debajo de los mismos bonos con legislación local.

resolverse definitivamente. Consideramos que no se puede dar un cheque en blanco y dar una autorización *ad infinitum*. Este gobierno debe resolver el problema de la deuda antes de 2015, 12 años es un período de tiempo más que suficiente para que encuentren una solución definitiva y evitar de esta forma que el problema se traslade a futuras administraciones.

b) Prohibición de emitir cupones del PBI

Se prohíbe al Poder Ejecutivo nacional repetir el error de emitir cupones del PBI. Por todo lo expuesto arriba, queda claro que en su discurso el cupón del PBI fue el vehículo a través del cual se devolvió a los acreedores la quita que se obtuvo tan solo transitoriamente. Ya era innecesario e inaceptable semejante regalo para los primeros acreedores que ingresaron al canje. Tanto más innecesario e inaceptable sería dicho premio para los que ya rechazaron 2 veces la generosa oferta del gobierno.

c) Condiciones ni mejores ni iguales

Consideramos que las condiciones que se deben ofrecer a los bonistas que no ingresaron a los canjes 2005 y 2010 no pueden ser ni mejores ni iguales. El proyecto enviado por el Poder Ejecutivo nacional dice que no pueden ser mejores. Consideramos que se debe modificar la redacción para que tampoco sean iguales a las ofrecidas en el canje del año 2010.

d) Vigencia del artículo 3° de la Ley Cerrojo

El artículo 3° de la ley 26.017 establece lo siguiente:

Artículo 3°: Prohíbese al Estado nacional efectuar cualquier tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada, respecto de los bonos a que refiere el artículo 1° de la presente ley.

La suspensión de este artículo habilitaría la negociación en sede judicial. La única razón por la cual el gobierno necesita esta facultad es para negociar con los fondos buitres a quienes dice despreciar. Esta autorización es absolutamente inconsistente con la dureza que hay que mostrar con quienes litigaron en contra de la Argentina.

e) Deber de informar

Incorporamos un detalle más taxativo de los deberes de informar del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas incorporando los resultados de lo dispuesto por este proyecto, con el avance de las tratativas y los acuerdos a los que se arribe durante el proceso de negociación, y una vez finalizado el mismo debe remitir información sobre los efectos del canje y los nuevos niveles de deuda y reducción de la misma. Asimismo se extiende el deber de informar a las comisiones de Finanzas y Presupuesto y Hacienda de la Cámara de Diputados de la Nación y a las comisiones de Economía Nacional e Inversión y Presupuesto y Hacienda del Senado de la Nación.

Por todo lo expuesto, y los argumentos que dará el miembro informante, pedimos acompañar el presente proyecto de ley.

Alfonso de Prat Gay.

V

Dictamen de minoría

Honorable Cámara:

Las comisiones de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda han considerado el proyecto de ley enviado en revisión por el Honorable Senado de la Nación por el cual se autoriza al Poder Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, para llevar adelante todas las acciones necesarias para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago en el mediano y largo plazo (expediente 30-S.-13); y, por las razones expuestas en el informe que se acompaña y las que dará el miembro informante, aconsejan la sanción del siguiente rechazo total del proyecto y, en base a dichos fundamentos, atender a las sugerencias que se presentan.

Sala de las comisiones, 10 de septiembre de 2013.

Claudio Lozano.

INFORME

Honorable Cámara:

Las comisiones de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda han considerado el proyecto de ley enviado en revisión por el Honorable Senado de la Nación por el cual se autoriza al Poder Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, para llevar adelante todas las acciones necesarias para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos públicos en estado de diferimiento de pago en el mediano y largo plazo (expediente 30-S.-13); y aconsejan rechazar totalmente dicho proyecto en virtud de los siguientes fundamentos:

1) Rechazamos el fallo de la justicia norteamericana

Se trata de un fallo anacrónico y a contramano de lo que requiere el sistema financiero internacional.

Anacrónico porque se sustenta en una cesión de soberanía inadmisibles para un Estado de derecho como la Argentina y que tiene más que ver con épocas pasadas donde la cesión de soberanía se asociaba al estatuto de colonia de un país.

A contramano del sistema financiero internacional porque lo que la coyuntura mundial demuestra es la necesidad de ubicar las propuestas de canjes de deuda soberana como un mecanismo fundamental para reducir la carga de la deuda sobre las cuentas públicas y sobre el ordenamiento macroeconómico de los países, resolviendo el cuadro de insustentabilidad económica, política y social a que da lugar la lógica de la deuda.

En efecto, luego de seis meses de deliberaciones, la Cámara de Apelaciones de Nueva York se expidió y dictó un duro fallo en contra de la posición argentina confirmando en su totalidad lo resuelto por el juez Griesa en noviembre de 2012. Éste había resuelto en primera instancia que la Argentina violaba la cláusula

de *pari passu* incluida en los bonos defaulteados al no pagar a los *holdouts* mientras sí pagaba los servicios de la deuda reestructurada. En síntesis, si la Argentina pagaba a sus actuales acreedores, debía pagar a los *holdouts* una fórmula de pago equivalente.

El país apeló este fallo, y el 26 de octubre de 2012 la Cámara de Apelaciones confirmó lo actuado por el juez, pero suspendió la aplicación del fallo hasta aclarar dos cuestiones: *a)* que se entendía como fórmula de pago equivalente, *b)* cual era el alcance sobre terceros involucrados (DTC, Euroclear, BONY). Griesa el 21 de noviembre de 2012 afirmó que la Argentina debía pagar el 100 % de lo reclamado (unos u\$s 1.300 millones) cuando realizara el siguiente pago de los bonos reestructurados (sería en 12/2012) y responsabilizaba a toda la cadena de pago por una “desobediencia” del país a su fallo. Además, el mismo sería de aplicación inmediata.

La Cámara de Apelaciones volvió a suspender el fallo y programó una audiencia oral para febrero de 2013, donde se le solicitó a la Argentina que propusiera una fórmula de pago a los *holdouts* “aceptable” para las partes. Nuestro país propuso la reapertura del canje –que los acreedores ya habían rechazado en dos oportunidades, ya que lo único que aceptan es el pago total de la deuda, sin importar que gran parte de ella fue comprada a precio de remate– y finalmente la Cámara publicó su fallo de 25 páginas con un lenguaje de una dureza inusual, pero mantuvo la suspensión de su aplicación (*stay*) hasta tanto la Corte Suprema de EE.UU. defina si acepta o no el pedido de la Argentina para su revisión.

El fallo concentra una serie de definiciones fuertes sobre ciertos puntos:

a) Confirma que el país violó la cláusula de *pari passu* al negarse a pagar la totalidad de la deuda con los demandantes. Como los bonos en *default* incluían cláusulas de aceleración (podían cobrar la totalidad de intereses y amortización ante un evento de incumplimiento aunque el bono no hubiera vencido), su incumplimiento denota una desigualdad de trato respecto a los bonos del canje, cuyos pagos semestrales de interés se realizan regularmente. De esta forma la Cámara entiende el *pari passu*, y no como “pagarle lo mismo a todos”. Por otra parte, se enfatiza que Argentina aceptó someterse voluntariamente a la legislación de Nueva York.

b) Afirma que aunque se le dio la posibilidad, el país no presentó ninguna propuesta de pago superadora de la inicial propuesta por Griesa –el total–. Además, menciona que funcionarios argentinos declararon que no se les pagaría a los fondos buitres de ninguna forma ante un fallo desfavorable. Por otra parte la amenaza de perjudicar a los bonistas que ingresaron al canje si se cumple la sentencia no podía influir sobre la decisión de los jueces. También desechó los argumentos de los tenedores de títulos del canje, considerando que sus derechos no estarían comprometidos si Argentina debiera abonar la totalidad de su deuda con los *holdouts*.

c) También mantiene la extensión del fallo sobre el fiduciario y agente de pago del canje, el Bank of New

York Mellon y sobre las distintas cámaras de compensación, obligándolas a no interferir el cumplimiento de la sentencia. Según la Cámara, no se afecta a otros participantes ya que la orden de pago sólo alcanza a la Argentina, y sólo las alcanzaría en la medida que colaboren a violar una orden judicial. Casi en el borde de la ironía, afirma que no se viola el derecho de estas terceras partes involucradas dado que tendrán el derecho de ser escuchadas en la justicia americana en caso de ser imputadas por asistir a la Argentina.

d) El fallo considera que la orden de Griesa no viola la Foreign Sovereign Immunities Act (FSIA) que protege a los activos de soberanos extranjeros, dado que no implica la confiscación o ejecución de activo alguno propiedad del Estado argentino y no obliga a cancelar los pasivos con una fuente determinada.

e) Se rechazan los argumentos de la defensa en el sentido de que el fallo afectaría el atractivo financiero de la plaza americana, los mercados globales o la estabilidad de la economía argentina. Tampoco considera que se puedan comprometer futuras reestructuraciones de deuda, ya que se asume que la Argentina es un caso sumamente específico y no puede generalizarse. Considera improbable que el fallo sirva para sentar jurisprudencia aplicable, ya que el país tiene características únicas de “deudor recalcitrante” y porque en las nuevas reestructuraciones contienen cláusulas de acción colectiva (CAS) que permiten a una mayoría de bonistas imponer su voluntad a *holdouts* potenciales. Claramente, el fallo lo dice, se trata más que nada de castigar a un deudor recalcitrante, y no de sentar un fallo que pueda producir jurisprudencia en la materia, criterio por demás cuestionable la que la Justicia es la administración de premios y castigos en base a un determinada jurisprudencia, y no haciendo abstracción de ella.

En síntesis, la Cámara de Apelaciones rechazó los argumentos argentinos y ahora la palabra la tendrá la Corte Suprema de EE.UU. Hay que considerar que el fallo tiene justificaciones poco claras y no define el impacto que tiene sobre terceros involucrados. También es cierto que puede ser clave el rol del Tesoro de EE.UU. o del FMI en la decisión de la Corte de aceptar o no el caso (sólo un pequeño porcentaje de las causas que le llegan son tratadas). Es posible que se solicite al procurador general opinión si existe mérito para que se tome el caso. Y aún cuando la Corte acepte el caso, no necesariamente implica que pueda fallar a favor de la Argentina, sobre todo cuando las instancias inferiores fallaron el sentido contrario.

2) Rechazamos la respuesta del Poder Ejecutivo

Frente al fallo, la respuesta del gobierno argentino fue débil y timorata.

Débil puesto que en lugar de replantear su estrategia, toda vez que habiendo cumplido en extremo las exigencias de la deuda, el fallo de la justicia norteamericana le supone invalidar los canjes del 2005 y 2010, el gobierno mantiene su política de “pagador serial” y lo

único a lo que atina es a reabrir el canje que se cerrara en 2010 (o lo que es lo mismo, seguir pagando).

Timorata, porque al anunciarse el proyecto de ley se enunció que se modificaría la legislación de los bonos que están regularizados, cambiando la legislación externa por la legislación de nuestro país. Este que era uno de los pocos aspectos que suponía revisar la estrategia oficial no forma parte de los proyectos que el Poder Ejecutivo enviara al Parlamento, y ha quedado nada más que en un mero enunciado discursivo.

En este sentido el gobierno persiste en la estrategia fracasada que sobre el endeudamiento ha desplegado, que consiste en constituirse como un pagador serial (en los propios dichos de la presidenta), que en la práctica ha implicado triplicar los pagos, sin que se verifique un cambio significativo ni en el monto de la deuda ni en su proporción. En efecto, computando el cupón de PBI y la deuda con el Club de París, la deuda pública oscila en los u\$s 220.000 millones que representa casi el 50 % del PBI, similar proporción que en el año 2001, donde el monto total era sensiblemente inferior, u\$s 144.000 millones. Es más, la deuda actual supera a los u\$s 191.296 millones de 2004, que se llega con la ampliación de deuda a que da lugar la salida de la convertibilidad y el salvataje a los bancos. Semejante magnitud y participación de la deuda es el resultado luego de que la Argentina, según lo expusiera la propia presidenta de la Nación, pagara nada menos que “u\$s 173.733 millones” (ver el discurso de la presidenta el 27 de agosto)³¹ en concepto de deuda. Es decir, en 10 años se pagó más por deuda que la totalidad que existía en 2001; y sin embargo la deuda creció en u\$s 80.000 millones, y para colmo andamos enjuiciados y clandestinos por el mundo.

Por esta razón la estrategia argentina colabora con el fallo de Griessa haciendo que los efectos del mismo no sólo consigan reabrir un canje (que se dijo por segunda vez que se cerraba) sino que deja abierta la puerta para que nuevas demandas en tribunales internacionales tengan perspectiva favorable contra la Argentina, tal es el caso de la deuda con el Club de París (que dicho sea de paso la mitad proviene de la época dictatorial de 1976 y la otra mitad corresponde al blindaje y megacanje de 2000 y 2001); así como de las multimillonarias demandas que se acumulan en el CIADI frente a las denuncias empresariales sobre violaciones del Estado Argentino a lo que disponen las cláusulas de los tratados bilaterales de inversión (TBI).

Amén de esta diferencia sustancial que nuestro dictamen tiene con la estrategia oficial, debe mencionarse los profundos problemas que trae consigo la aprobación del proyecto de ley enviado por el Poder Ejecutivo.

Análisis del articulado del proyecto de ley del Ejecutivo reapertura del canje 2010

Artículo 1° – Se autoriza al Poder Ejecutivo nacional a través del MECCON a realizar todos los actos necesarios para la conclusión del proceso de reestructuración de los títulos en diferimiento de pago elegibles en el canje 2005 y en el canje 2010, en los términos del artículo 65 de la ley 24.156, de administración financiera con el fin de adecuar los servicios de la deuda a las posibilidades de pago del Estado nacional. Esta “autorización” se repitió sistemáticamente en las leyes de presupuesto desde el 2004 –con los límites impuestos por la Ley Cerrojo (26.017), de no poder reabrir el canje dispuesto por el decreto 1.735/04 y de no poder realizar arreglos judiciales, extrajudiciales o privados con los tenedores de bonos– y ha sido una manera no legal de transferir facultades del Legislativo al Ejecutivo. Es así que el canje 2010 se estructuró a partir de esta premisa y de la suspensión de la Ley Cerrojo, y ha sido denunciado como ilegal, inconstitucional y sospechado de tráfico de influencias.

Además de continuar con el proceso de reestructuración de una deuda cuya legitimidad no se ha investigado, a pesar de las graves irregularidades que se produjeron en su origen, algunas de las cuales han quedado acreditadas en sentencias judiciales, dicha autorización no establece las bases de la declamada “adecuación”, ni cuál será el plazo en el cual el PEN deberá realizar los actos autorizados. Por lo tanto, es una delegación legislativa expresamente prohibida por el artículo 76 de la Constitución Nacional:

Artículo 76: Se prohíbe la delegación legislativa en el Poder Ejecutivo, 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 Congreso establezca.

La caducidad resultante del transcurso del plazo previsto en el párrafo anterior no importará revisión de las relaciones jurídicas nacidas al amparo de las normas dictadas en consecuencia de la delegación legislativa.

En este sentido, la remisión al artículo 65 de la ley 24.156, que faculta al Poder Ejecutivo a reestructurar la deuda pública y los avales otorgados mediante su consolidación, conversión o renegociación, de ningún modo puede considerarse como sustitutivo de los requisitos previstos en el citado artículo de la Constitución. Esa facultad, otorgada con carácter permanente e imprecisa, es abiertamente opuesta al texto constitucional.

El artículo 65 de la Ley de Administración Financiera gatilla como válido un canje en tanto se cumpla una de las siguientes condiciones: *a)* reducción de los montos adeudados, *b)* reducción de la tasa pactada, *c)* aumento de la *duration* del instrumento. Esta normativa laxa ha sido la excusa para emitir el tristemente célebre cupón atado al crecimiento del PBI, que fue diseñado en la gestión Lavagna y que conceptualmente implicaba pagar en treinta años (de 2005 a 2035) la quita realizada si a la Argentina “le iba bien”. Asumiendo entonces que ese instrumento financiero de carácter contingente se pagaría

³¹ Ver <http://www.presidencia.gov.ar/discursos/26672-reapertura-del-canje-de-la-deuda-palabras-de-la-presidenta-por-cadena-nacional>

en un lapso importante, el artículo 65 mencionado permitiría la reestructuración ya que los plazos se aumentaban, aunque no hubiera quita. Para ello se proyectó en su momento una serie esperada de crecimiento real del país, que convergía a tasas del 3 % anual.

Acá aparece lo tantas veces denunciado al reabrir el canje en 2010: si se quería normalizar el pago de los bonos defaulteados, no era necesario reabrir el canje 2005. Se hubiera podido abrir un nuevo canje en peores condiciones y listo. ¿Por qué se insistió en la reapertura del de 2005, que además requería suspender la ley 26.017? La respuesta está en las condiciones de emisión del cupón PBI, dado que al 2010 el PBI real de la Argentina (en parte por crecimiento genuino, en parte por subestimación de la inflación) superaba en un 20 % en PBI real de la serie original proyectada por Lavagna. Por lo que con sólo crecer más del 3 % la Argentina debería pagar anualmente un monto que supera los u\$s 3.500 millones. Recordemos que los pagos realizados hasta el presente por el cupón PBI alcanzan a unos u\$s 9.300 millones y que restan pagar no menos de u\$s 15.000 millones más (con las emisiones actuales y no considerando nuevas).

En concreto, el proyecto oficial es inconstitucional puesto que el Parlamento Nacional no puede delegar sus facultades y atribuciones en materia de deuda si no conoce ni ha evaluado la oferta financiera que el Poder Ejecutivo va a llevar a los acreedores. Más aún, si la propuesta financiera fuera la misma que la del canje de 2010, ello no supone la misma propuesta, sino una propuesta mejor, toda vez que estaríamos pagando el cupón PBI de los últimos años, con una certeza plena de los acreedores, situación que no tuvieron ni en el 2010 ni muchos menos en 2005.

Art. 2° – Los términos y condiciones que se ofrecen a los acreedores no podrán ser mejores que los ofrecidos en la reestructuración 2010. El mismo texto figuraba en la ley de suspensión de la Ley Cerrojo del 2009, referido a las condiciones del canje 2005.

Sin embargo, la propuesta de Barclays de 2009 hablaba de una reestructuración en mejores condiciones para la República. Luego el texto de la ley 26.547 hablaría de no poder ofrecer mejores condiciones a los tenedores. La pretensión de que exista una “suma cero” entre los intereses de la Argentina y de los bonistas queda refutada al haber emitido un título de pago contingente. Es cierto que quienes ingresaron al canje en 2005 no iban a recibir más en 2010 –y por lo tanto no iban a hacer uso de la cláusula de mejor opción–, pero también es cierto que la probabilidad de que el país tuviera que pagar el cupón PBI en 2010 era mayor que en 2005. Por lo tanto, si bien no ofrecía más a los bonistas, queda claro que el pago del cupón se gatillaría mucho más rápido. En resumen, este es el motivo por el cual se insiste con este canje.

Art. 3° – Se exceptúan a los títulos que se emitan de lo dispuesto en los artículos 7° y 10 de la ley 23.928 y sus modificaciones. Esto es una autorización para volver a emitir deuda indexada por el CER. Paradoja con la permanente intervención de INDEC.

De igual modo, la estrategia argentina en nada modifica la particular situación del Banco de Nueva York como agente fiduciario del contrato de fideicomiso, que

frente al fallo de la Justicia norteamericana no puede cumplir con lo dispuesto en el citado contrato.

En efecto, el sentido que tuvo la constitución de un convenio de fideicomiso fue proteger los flujos de pago de los bonos nuevos de eventuales embargos. De este modo, para dar a los inversores un marco de seguridad adecuado, se separó al Estado nacional –en su calidad de originante de dichos fondos– del administrador de los mismos.

El Estado en su carácter de fiduciante, instituyó como fiduciario al Bank of New York (conforme al decreto 1.911/2004, artículo 4°), y como beneficiarios a los tenedores de bonos canjeados. El efecto esencial del fideicomiso es la constitución de un patrimonio de afectación específico con los bienes fideicomitados que se asignan en propiedad fiduciaria al fiduciario, pero que no integran su patrimonio. En consecuencia, los acreedores de éste no tienen acción contra esos bienes, ni tampoco la tienen los acreedores del fiduciante (pues éste transfirió los bienes por un acto que se reputa lícito, restándolos de su patrimonio), salvo la acción de fraude.

Sin embargo el convenio de fideicomiso no se utilizó para la totalidad de los nuevos bonos emitidos, sino sólo para los que se rigen por derecho inglés y del Estado de Nueva York.

El rol del fiduciario en este Convenio puede sintetizarse diciendo que es un “representante de los intereses de los tenedores”, conforme lo establece –entre otras– la sección 5.2 (viii). Al respecto cabe destacar los siguientes aspectos:

El Convenio de Fideicomiso dispone que el fiduciario tenga su oficina de fiducia societaria (oficina principal) en el condado de Manhattan y que mantenga oficinas en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Debe tener capacidad para ejercer poderes de fiducia societaria de acuerdo al derecho de cualquiera de los estados que integran los Estados Unidos de América o del distrito de Columbia. El convenio contiene dos referencias expresas a la ley aplicable:

a) Con respecto a los títulos de deuda de una serie que se rige por las leyes del Estado de Nueva York, tanto el convenio de fideicomiso como dichos títulos se regirán e interpretarán por dicha ley excepto en lo que se refiere a autorización y formalización por parte de la Argentina, que se regirá por el derecho argentino.

b) Con respecto a los títulos de deuda de una serie que se rigen por la ley inglesa, tanto el convenio de fideicomiso como dichos títulos de deuda se regirán e interpretarán por las leyes de Inglaterra y Gales excepto en lo que se refiere a autorización y formalización por parte de la Argentina, que se regirá por el derecho argentino.

Por otra parte, las CAC o cláusulas de acción colectiva disponen una serie de definiciones importantes sobre los títulos, pero requieren la llamada mayoría agravada: un 85 % del total de los tenedores en forma global y la aceptación de al menos el 66,6 % de los tenedores de cada instrumento considerado individualmente. De esta manera se podrán modificar las siguientes “cuestiones reservadas”:

a) Cambio de la fecha de pago del capital o de cualquier pago de intereses de los bonos de una serie.

b) Reducción del monto del capital de los bonos de una serie; la porción del monto del capital que es pagadero por aceleración del vencimiento de los bonos de una serie; la tasa de interés de los bonos de una serie.

c) Cambio de la moneda en la que debe efectuarse el pago relativo a los intereses, prima o capital respecto de los bonos de una serie.

d) Acortamiento del período durante el cual la Argentina no está autorizada a rescatar los bonos de una serie, o bien otorgamiento de permiso para rescatar los bonos de una serie cuando el mismo no le hubiese sido conferido con anterioridad.

e) Cambio del porcentaje de votos requeridos para tomar cualquier acción tendiente a la modificación de las cláusulas de los bonos, con respecto a los bonos de una serie.

f) Cambio en la obligación de la Argentina respecto del pago de un monto adicional de los bonos de una serie.

g) Cambio de la ley aplicable a los bonos de una serie.

h) Cambio de la jurisdicción internacional a la que la Argentina se ha sometido; la obligación de contratar y mantener un agente para procesos judiciales en Manhattan, ciudad de Nueva York, y lo vinculado a la renuncia a la inmunidad de jurisdicción vinculada a acciones judiciales llevadas a cabo por cualquier tenedor de bonos de cualquier serie.

i) En relación con la oferta de canje de los bonos de una serie, la modificación de una causal de incumplimiento.

j) Cambio de las condiciones de los bonos de una serie.

k) Autorización al fiduciario, en representación de los tenedores de bonos de una serie, a cambiar o sustituir todos los bonos de una serie o convertir todos los bonos de una serie en otro tipo de obligaciones de la Argentina o de cualquier otra persona.

Por lo tanto es posible realizar cambios sustanciales en las condiciones de los títulos, como la realización de un *swap* de deuda que modifique la jurisdicción americana e inglesa hacia la argentina. Para ello, es preconditionado solicitar la renuncia al fiduciario (Bank of New York) en los términos de la sección 5.10 del convenio de fideicomiso y reestructurar el andamiaje jurídico de los títulos.

Del mismo modo, la respuesta argentina mantiene como abogados defensores al estudio Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton, estudio que ha sido reiteradamente demostrado su vínculo con los acreedores de la deuda pública (en especial con el Citibank). Situación ésta que también requiere revisión.

Por todos estos elementos,

3) *Sugerimos un replanteo de la estrategia sobre el endeudamiento*

Nuestro dictamen se sostiene en la verificación del fracaso absoluto de la estrategia sobre la deuda que lleva adelante el gobierno nacional desde 2003 a la fecha.

Fracaso que como señaláramos consistió en erigirse como pagador serial respetando las condiciones de legalidad y legitimidad que sobre la deuda se definieron tanto

en la etapa de la dictadura militar como en la convertibilidad. Esta estrategia es un fracaso puesto que la Argentina no hace sino pagar a los acreedores privilegiándolos por sobre otros sectores sociales (trabajadores, jubilados, desocupados, etcétera) sin que el peso de la deuda disminuya en términos absolutos ni relativos y permitiendo que tribunales externos sancionen al país, terminando con el colmo de estar clandestinos por el mundo para que no embarguen los activos de la Argentina.

Este fracaso de la política oficial de deuda requiere tanta o mayor urgencia en términos de su revisión, porque ya desde 2011 en adelante la Argentina ha retomado el ciclo de endeudamiento, que había suspendido desde 2002 en adelante. En efecto, al calor de la insuficiencia del superávit comercial para dar cuenta del conjunto de necesidades de divisas que demanda el funcionamiento de la economía doméstica (en términos de importaciones, remisión de utilidades, consumo sueltuario y principalmente fuga de capitales de las principales firmas) el Tesoro ha estado emitiendo nueva deuda que se contrae con organismos públicos (principalmente ANSES y BCRA) y hasta ahora en moneda doméstica. Resulta claro que de persistir en su estrategia, la misma nos lleva a recrear el ciclo de endeudamiento en moneda dura (dólares) y con instituciones del sistema financiero mundial (propuesta que no por casualidad enarbola gran parte del espectro opositor).

Son estas las razones que nos llevan a rechazar el proyecto oficial y a enumerar una serie de sugerencias para que el gobierno nacional pueda rectificar su fallida política. Estas sugerencias son:

1) Crear una Comisión Bicameral de Investigación sobre la Deuda Pública, que en los términos del proyecto de ley que se tramita bajo el expediente 1.309-D.-2012, permita investigar las condiciones de legalidad y legitimidad del conjunto de la deuda pública.

2) Con la porción de deuda que resulte legítima y legal, abrir un nuevo canje que permita colocar la totalidad de la deuda pública bajo legislación local

3) Rescindir el contrato con el estudio de abogados Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton y convocar a concurso público con profesionales idóneos para representar el interés de la Argentina.

4) Solicitar la renuncia al fiduciario (Bank of New York) en los términos de la sección 5.10 del convenio de fideicomiso y reestructurar el andamiaje jurídico de los títulos, proponiendo al Banco Central como agente financiero del Estado nacional.

5) Declarar la nulidad de los los tratados bilaterales de inversión (TBI) que nuestro país suscribiera y que permita la injerencia del CIADI en los diferendos relativos a las inversiones, conforme lo dispone el proyecto de ley que se tramita bajo el expediente 8.544-D.-2012.

6) Declarar la nulidad de toda prórroga de jurisdicción de los tribunales federales en favor de tribunales extranjeros, así como la nulidad de los artículos 1° y 2° del Código Procesal Civil y Comercial de la Nación que permiten la cesión de jurisdicción, conforme lo dispone el proyecto de ley que se tramita bajo el expediente 6.347-D.-2013.

Claudio Lozano.