

## Quita de la deuda no sería inferior a 90%

Por Eugenio Andrea Bruno y Lucas A. Piaggio  
Columnistas de Ambito Financiero

El gobierno acaba de dar a conocer los lineamientos generales de la oferta de reestructuración de la deuda pública que dirigirá a los acreedores. Según el gobierno, la quita será de 75% de toda la deuda elegible, monto que sería «inamovible». En la práctica, la quita será aún mayor, ya que no se computan los intereses de tres períodos anuales vencidos (dos que ya pasaron y uno más que -en el mejor de los casos- pasará hasta que se cierre la reestructuración). Además, los nuevos bonos no se pagarán en forma inmediata sino a plazos, con lo que el mercado les aplicará un descuento adicional en la negociación secundaria.

De mantenerse la propuesta en estos términos, la pérdida en el patrimonio de los tenedores de activos de deuda pública no será inferior a 90%. Es posible que el gobierno matice esta quita en el monto nominal con la emisión de un bono Par (con quita de 75% en el valor presente), pero también es posible que emita sólo porcentajes limitados de este tipo de bonos. Entre los damnificados se encuentran 500.000 inversores argentinos minoristas y los más de 9.000.000 de afiliados a las AFJP.

### •Tribunales extranjeros

Es factible que, en las próximas semanas, el rechazo de los tenedores de bonos sometidos a jurisdicción extranjera (por ejemplo los Global) a la oferta del gobierno se traduzca en más reclamos judiciales ante tribunales internacionales, donde hasta el momento ha estado prosperando este tipo de demandas.

En suma, aunque el gobierno diga que los que inicien juicio «no cobrarán un centavo» y se preocupe por implementar un blindaje legal para la inembargabilidad de los pagos que realice a los acreedores externos que acepten la reestructuración, la evidencia de los últimos veintiún años (desde la crisis de la deuda de 1982) es que aquellos inversores que no aceptaron las reestructuraciones siempre han cobrado. Y lo han hecho conforme las condiciones originales, incluyendo todos los intereses vencidos. De los últimos tres casos, por ejemplo, en las reestructuraciones de Ecuador y Uruguay dichos países directamente pagaron a sus acreedores sin necesidad de acciones judiciales previas, mientras que en el caso de Perú, el Estado debió pagar en virtud de embargos. Es decir, a pesar de que no quiso hacerlo.

El canal blindado muy posiblemente no pase el filtro de la Justicia de Estados Unidos (y tampoco la de Europa), ya que lo único que persigue es que los inversores que, ejerciendo su derecho de propiedad y de acceso a la Justicia, no acepten la reestructuración, no puedan cobrar nunca, algo ilegal y contrario a las leyes nacionales y a las leyes de los contratos aplicables. Un canal podría ser blindado en lo formal (por ejemplo, un fideicomiso), pero en lo sustancial sería nada más que una estructura cuasi fraudulenta que buscaría impedir el ejercicio del derecho de propiedad de los inversores, incluyendo los más de 100 ahorristas argentinos que presentaron demandas en los tribunales de Nueva York.

Las sentencias extranjeras, adicionalmente, también se pueden ejecutar en la Argentina y cobrarse mediante la anotación en el presupuesto del año siguiente.

Según dijo el propio juez Thomas Griesa en la audiencia del 15 de setiembre pasado, es muy difícil que el magistrado apruebe una extensión adicional a los 45 días otorgados en esa fecha, que vencerán en próximas semanas, para la ejecución de la sentencia. En el caso Bravin vs. Perú, duró ocho meses. En el caso de nuestro país, ya lleva seis meses (la primera sentencia y la primera espera se dictaron en abril de 2003). El juez también refirmó el concepto de que cada acreedor tiene el derecho de aceptar o rechazar la oferta y, si la rechaza, de seguir adelante con acciones legales.

Por su parte, nuestros tribunales han estado declarando invariablemente la inconstitucionalidad del

default y la pesificación de la deuda interna (LETES, BONTES, BOCON y préstamos garantizados); y han reconocido, al igual que sus pares extranjeros, el derecho de los acreedores que iniciaron juicios a percibir sus créditos en las condiciones originalmente pactadas (léase, en dólares estadounidenses).

Frente a ello, sería imprescindible que se les permita a los tenedores de bonos domésticos pesificados volver a la moneda de origen de sus créditos (dólares estadounidenses, principalmente), optando por alguno de los bonos nominados en esa divisa. Desde este punto de vista, se superaría una de las principales objeciones planteadas por la Justicia argentina a través de innumerables fallos de primera y segunda instancia que declararon la inconstitucionalidad de la pesificación de la deuda pública. Los jueces han considerado que la pesificación altera o degrada la sustancia del crédito en una de sus condiciones fundamentales: nada menos que la moneda de pago. Ello es jurídicamente inaceptable, por más que se invoque a favor de la medida la doctrina de la «emergencia económica». Ocurre que, si bien es cierto que aplicando esta teoría la jurisprudencia de la Corte Suprema legitimó ciertas restricciones temporales al ejercicio del derecho de propiedad dispuestas por razones de emergencia económica (vgr. el recordado Plan Bonex, convalidado en el caso «Peralta»), ese tribunal siempre ha señalado como límite la no imposición de condiciones confiscatorias o que afecten condiciones sustanciales del crédito. Esto es justamente lo que ha hecho el gobierno al disponer oportunamente la pesificación de la deuda interna a una relación arbitraria y confiscatoria (\$ 1,40 + CER). La Corte Suprema ha dicho en innumerables fallos que la afectación de la renta (derecho de propiedad) en más de 33% es confiscación y que el capital es intangible (no puede tocarse). La quita propuesta supera en más de tres veces lo que es considerado confiscatorio en términos de la renta (se desconoce 100% de los intereses devengados) y en más de 75 veces lo que es considerado confiscatorio en términos del capital (quita de 75% sobre el valor nominal).

### •Jurisprudencia

Las quitas nominales que se anunciaron de aproximadamente 75% (más si se toma la, según el gobierno, «inexistencia» de los intereses devengados y a devengarse hasta la reestructuración) también serían inaceptables para nuestros tribunales, a la luz de la jurisprudencia de la Corte Suprema en materia de reestructuración de deuda pública (caso «Brunicardi c/BCRA»). Ni siquiera en un contexto de emergencia económica como el que vivimos, se avalaría la imposición de una condición claramente confiscatoria, que conduzca a la privación de la propiedad de los acreedores. Sí, en cambio, podría justificarse legalmente por razones de necesidad financiera impostergable del erario y bajo el paraguas protector de la doctrina de la emergencia económica, el estiramiento de los plazos para el pago de los créditos y -tal vez una cierta reducción de la tasa de interés, que es a lo que apunta el bono Par.

Ciertamente, tanto la extensión de los términos como la rebaja de los servicios de renta (detalles no explicitados en el anuncio oficial) tendrían que ser razonables, para que tales sacrificios puedan ser avalados judicialmente. Además, las condiciones que se prevean no deberían ser muy distintas que las de los BODEN que el gobierno ofreció a los depositantes bancarios para salir del «corralón» financiero, por cuanto no hay ninguna razón jurídica que justifique que el Estado trate mejor a los acreedores de terceros (recordemos que los deudores originales de los ahorristas del sector financiero son sus respectivos bancos) que a sus propios acreedores. Los inversores argentinos buscan «equidad» en el trato, o igualdad ante la ley.

Con respecto a los plazos que podrían fijarse al diseñarse los detalles de la oferta de reestructuración, las autoridades podrían tomar como parámetros los precedentes existentes en la materia que señalan, por ejemplo, que la Corte ha considerado razonable postergar 10 años el plazo de recuperación de lo invertido en plazos fijos bancarios (plan BONEX). Por su lado, las leyes de consolidación de deudas (23.982 y 25.344), que importaron prorrogar por 10 o 16 años las obligaciones a cargo del sector público, tampoco merecieron objeciones judiciales, salvo casos excepcionales en que tales medidas afectaron a personas muy ancianas que, previsiblemente -por su elevada edad-, jamás podrían haber llegado a percibir sus créditos de aplicárseles tales términos.

Las tasas de interés, por su parte, podrían reducirse hacia niveles fijos o variables (vgr. ajustables por

tasa Libor más algunos puntos, o por la evolución del PBI, siempre que se asegure un nivel mínimo).

Como puede advertirse, la clave de la oferta de reestructuración -siempre desde el punto de vista estrictamente legal y conforme al derecho argentino-pasa por el adecuado diseño de los bonos Par, que deberían transformarse en el esquema base del proceso.

Si se respetan los parámetros antes delineados (respeto de 100% del capital en su moneda de origen, tasas de interés -fijas o variables-razonables, plazos no muy mayores a los 10 años y otorgamiento de garantías), la propuesta podría salir airosa de los embates judiciales que se están suscitando.

Por el contrario, si no se observan los criterios antes propiciados en la preparación de los términos y condiciones de la propuesta -en particular, del bono Par-, seguramente seguirán prosperando -como hasta ahora-las demandas de los tenedores de bonos y préstamos garantizados que decidan rechazar la oferta. El hecho de que el gobierno diga que la quita de 75% es «inamovible» y que los plazos no serían inferiores a los 30 años abona más el segundo camino que el primero. El lunes fue un «día bisagra». Muchos inversores aguardaron casi dos años para ver qué ofrecía el gobierno para luego tomar decisiones. Lo que se ofrece está muy lejos de ser mínimamente satisfactorio. Los políticos argentinos deben aprender a respetar las leyes y los contratos firmados. Es el resguardo de los ciudadanos frente al avasallamiento de sus derechos por parte del Estado. No hay país sin esta regla constitucional básica.

**(\*) Abogado, asesor de inversores.**

**(\*\*) Abogado, especialista en derecho administrativo económico.**