



Canje, anuncios y ¿después?

Cómo se preparan los abogados de finanzas para recibir la medida. Qué rol juegan los juicios en el exterior y los acreedores que aceptaron el canje modelo 2005. La inestabilidad jurídica condiciona las inversiones futuras. Cautela es la palabra clave, aunque se espera que se destraben operaciones y hay quienes hasta se entusiasman con la llegada de dinero fresco.

Por Ariel Neuman

¿Noches sin dormir para sacarle jugo al canje? ¿Consultas incesantes de clientes ávidos de beneficiarse con el anuncio del gobierno? ¿Un futuro venturoso? ¿Dos futuros venturosos? "Calmá", responden los abogados de empresa cuando se les consulta qué pasará después de que finalmente el Gobierno haga pública su nueva propuesta de canje.

Alineados en sus pareceres, los abogados especializados en Finanzas consultados por Asuntos Legales dijeron que si bien podrían destrabarse inversiones para infraestructura y sectores específicos como recursos naturales, todavía es prematuro hablar de una solución a los problemas de fondo, aun cuando esperan que la aceptación a la propuesta estatal supere el 75%.

Pasa a pág. 11



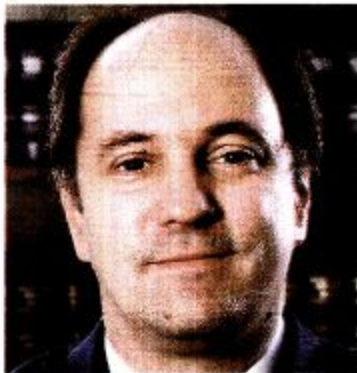
"El contexto jurídico e institucional no es el más tentador", acusan algunos, aunque otros afirman que las inestabilidades normativas, los problemas institucionales y hasta los garabatos del Indec ya demostraron no ser variables prioritarias para los mercados. Si el canje es exitoso, la parte de la deuda defaultada que seguirá en situación irregular será menor al 10%, porcentaje que se reduce a cerca del 5% si se tiene en cuenta todo el conjunto de la deuda pública, incluyendo las emisiones *post-default*.

"Esta situación permitirá la reinserción de nuestro país al mercado de deuda voluntaria y a tasas cercanas -aunque algo mayores- a la que acceden los países emergentes de nuestra región para sus respectivos endeudamientos", apunta Lucas Piaggio, socio de Nicholson y Cano.

No obstante ello, desde el punto de vista jurídico, el que entre en el canje un porcentaje importante de tenedores, no les quita a los *holdouts* y a los llamados fondos buitres el derecho a seguir reclamando el 100% de sus tenencias.

"Los Estados no tienen el sistema que tienen los privados para ir a concurso y aplicarle a una minoría rebelde lo que resuelve la mayoría", explica Hugo Bruzone, socio de Bruchou, Fernández Madero & Lombardi. "El canje no elimina la litigiosidad, pero sí va a tener un efecto muy positivo en cuanto a la sensación internacional de que la Argentina quiere terminar con el problema", prosigue. En esa línea, para Javier Podrez Yañiz, socio de Negri & Teijeiro, si el canje obtiene un éxito importante, la esperanza del Gobierno es que estos frentes judiciales puedan desactivarse.

La experiencia, balancea Marcelo Villegas, socio de Nicholson y Cano, indica que la alternativa legal no ha sido muy exitosa. "Po-



Javier Magnasco,
socio del Estudio Beccar Varela.

drá haber juicios, pero afuera no hay nada para embargar y acá han ido muy, muy lento", sostiene.

Sin embargo, Javier Magnasco, socio del Estudio Beccar Varela, hace notar que cuando este tipo de fondos ve que quedan ellos solos en la puja judicial, "lejos de amilanarse, se envalentonan y pelean más".

Deudas y derechos

"Hay una gran esperanza de que el canje traiga como resultado bajar el costo del endeudamiento, tanto para el país como para los corporativos, si además se dan otras condiciones de estabilidad: cómo se resuelve el tema del Indec; qué pasa con la inseguridad jurídica que provoca que el Estado emita determinada norma y que, luego, sea cuestionada por otro poder del Estado y eso, además, no sea reconocido por los otros poderes", avanza Alejandro Anderlic, socio del Estudio O' Farrell.

Partiendo del éxito del canje, teniendo en cuenta que con él se reducirá la tasa para el endeudamiento y que aquella será testigo para las emisiones que varios sectores públicos (provincias y municipios) y privados tienen en carpeta, "seguramente la consumación del canje nacional actuará como disparador de aquellas emisiones", apunta la Piaggio.

Una vez aprobada la reestructuración, "va a impactar en la calificación de la deuda y las provincias van a endeudarse", estima Magnasco, para quien la operación incidirá también, aunque de manera indirecta, en compañías reguladas.

En otra línea, una de las preguntas que supieron plantear los clientes a los abogados consultados fue qué pasa si la oferta de canje resulta ser mejor que la de 2005.

Los especialistas descartaron esta posibilidad y advirtieron que si así ocurriera, se dispararía una cláusula que establece una suerte de derecho de preferencia para quienes entraron en aquellas no tan lejanas reestructuraciones anteriores, para cambiar sus bonos por los nuevos y mejores.

Tratándose de disposiciones legales muy novedosas (ya que las normas que establecien-



Nicolás Ricciardi,
abogado del Estudio Hope, Duggan & Silva.

ron reestructuraciones anteriores no contenían este tipo de disposiciones), Nicolás Ricciardi, abogado de Hope, Duggan & Silva, advirtió que no sería de extrañar que se planteara alguna cuestión al respecto.

"Si el canje actual es mejor que el de 2005, podría dar, por la misma Ley Cerrojo y por las normas que rigieron el canje de 2005, derecho a un reclamo de tenedores que hayan entrado en aquel canje", reafirmó, por su parte, Alfonso Peña Robirosa, name partner de Rattagan, Macchiavello, Aroccina & Peña Robirosa.

Así las cosas, el verdadero *quid* del canje está en las futuras inversiones. Bruzone cree que "se podría mover un poco el mercado de capitales", y recuerda que ya hay algunos emisores dando vueltas en el mercado, entre ellos varias provincias y algunos privados. "Primero, saldrán los emisores frecuentes y después otros nuevos", apuntó, describiendo la situación que se da entre los clientes de su estudio.

Lo cierto es que, como señalaron varios de los consultados, no se avistan proyectos que impliquen grandes desembolsos. "Muchas empresas fueron muy prudentes y cautas en su plan de inversiones, con lo cual no abundan los megaproyectos que precisan grandes sumas", contextualiza Anderlic.

Pocas inversiones

Ricciardi, en tanto, comenta que, en su estudio, el grueso de las consultas ha estado vinculado a los pasos a seguir para concretar el canje y a los "ruido ambiente", como el *affaire* por el control del Banco Central y la suerte de los DNU en sede judicial.

"Creemos que, una vez que se publiquen los términos y condiciones de los bonos a entregarse en la operación, habrá consultas relacionadas con estos aspectos", aclara.

En el caso de Rattagan, Macchiavello, Aroccina & Peña Robirosa, su socio indica que, hasta ahora, las consultas no han sido muchas y provinieron fundamentalmente de *brokers* y fondos comunes de inversión.

Los principales interrogantes jurídicos pasaron en un primer momento por la noabili-



Alfonso Peña Robirosa, socio de Rattagan, Macchiavello, Arocena & Peña Robirosa.



Hugo Bruzone, socio de Bruchou, Fernández Madero & Lombardi.



Marcelo Villegas, socio de Nicholson y Cano.

Balanza

¿Cuánto de finanzas y cuánto de jurídico se juega en el canje?

"El tema financiero es fundamental. El tema jurídico es importante, pero la realidad es que, hace un par de días, el mercado interpretó que si el Estado utilizaba las reservas era algo bueno financieramente, y de hecho subieron los bonos aunque, desde el punto de vista legal y de la seguridad jurídica, no era un buen mensaje", responde Villegas.

Para mirar con lupa

La Ley 26.547 (derogación de la llamada Ley Cerrojo), establece que quienes deseen participar en este nuevo canje deberán renunciar a sus derechos bajo los títulos que entreguen en canje, y a sus derechos bajo cualquier acción que hayan iniciado contra la Argentina, ya sea judicial, administrativa o arbitral, en relación con los títulos que se entregarán en el canje, advierte Nicolás Ricciardi, abogado del Estudio Hope, Dugan & Silva.

"Conviene estar atento a la posible existencia de cláusulas que podrían disponer el cambio de jurisdicción a favor de tribunales argentinos; la inexistencia de posibilidad de declarar la caducidad de plazos ante futuros eventuales incumplimientos del emisor, o la autorización de recompra de títulos ya emitidos", agrega.

Asimismo, y de existir títulos con rendimientos vinculados a variables económicas como la inflación o el PBI, "convendrá revisar su redacción para estar al tanto de las facultades de la Argentina de alterar la composición de los índices que registran la variación de dichas variables". De hecho, en función del apetito que el mercado está demostrando por la deuda soberana de la Argentina, podrían darse modificaciones de último momento que restarían derechos a los nuevos bonos (menores intereses, eliminación de ciertos pagos bajo el cupón atado al rendimiento del PBI).

Por último, dijo, deberán contabilizarse los pagos a realizarse en las sucesivas leyes de presupuesto. Como los pagos a los *holdouts* estaban paralizados, hasta ahora esto no se hacía.



Alejandro Anderlic,
socio del Estudio O'Farrell.

dad de que el canje pueda ser trabado por jueces en el exterior, como sucedió con el embargo que dispuso el juez Griesa al cierre de esta edición; y en relación a los beneficios que otorgarán los nuevos bonos.

Hoy, sin embargo, las consultas son más precisas en cuanto a buscar información sobre cómo va a ser la mencionada operatoria.

"Lo que no vemos es que el canje pueda tener repercusiones por sí mismo en el largo plazo. Es una señal positiva en cuanto a un cambio del Gobierno en relación a la deuda externa, pero tendrá que ser el que manifieste si es un cambio perdurable o solamente coyuntural", agrega Peña Robirosa.

Si esto va acompañado de otras medidas, como la aprobación a que se hagan las inspecciones conforme al artículo 4 de la Carta Orgánica del FMI, a cerrar las fisuras con el Club de París y a corregir los indicadores de inflación, podría pensarse en el día después. "El largo plazo no va a estar regido por el canje, sino por estas manifestaciones que los mer-



Javier Podrez Yañiz,
socio de Negri & Teijeiro.

cados requieren", manifiesta.

Consultado sobre si alcanzará, entonces, sólo con el canje, Villegas responde que se trata de un requisito para abrir mercados. "Es una condición necesaria para que haya un poco más de apertura financiera", dice.

¿Antes y después?

En esa línea, su socio, Emiliano Roque Silva, agrega que "el canje puede generar el apetito de inversión en activos que tengan una mayor rentabilidad que inversiones similares hechas en los Estados Unidos y que cubran el riesgo país". Magнасco aporta que, en los Estados Unidos y entre los abogados de bancos, hay mucha expectativa con este tema. "Están speeditando operaciones a este canje. Lo ven como un antes y un después. Lo ven como un hito. No hay un racional. En el fondo, se está haciendo una quita de más del 65%", se extraña. "Tenía la idea de que esperaban un nuevo rumbo político, pero no. Son muy concretos con el tema del canje. Son concientes

Llamado de atención

Hace una semana, el juez Federal del Distrito Sur de Nueva York, Thomas Griesa, concedió un embargo de fondos por u\$s 105 millones de las cuentas que posee el Banco Central en la Reserva Federal de Nueva York, a pedido de dos fondos de inversión.

Los analistas, sin embargo, estiman que el magistrado no tiene previsto entorpecer el canje con nuevas medidas.

de que se trata de un país que tiene mucho por hacer en infraestructura", agrega a pocos días de haber mantenido reuniones con los referentes del sector en el país del Norte.

En este escenario, varios de los consultados dicen haber recibido comentarios respecto a la sustentabilidad de mediano y largo plazo de una política de expansión del déficit fiscal.

"Parece que el objetivo no solamente es financiar el déficit fiscal existente, sino obtener recursos para incrementarlo", arriesga uno de los especialistas. Para otros, el interrogante a hacerse es sobre la previsibilidad del país. "En la balanza hay que poner canje por un lado y todo lo que suma a la inseguridad jurídica por el otro", dice una de las fuentes. "La verdad, todo el mundo mira con muchísima prudencia. Prudencia tanto de quien saldría a colocar la deuda, como de los bancos que ofrecen créditos. Hace falta generar una confianza general en los distintos *players*. No hay un *boom* de compañías que se estén preparando para el momento del canje", sintetiza Anderlic. Queda por verse qué pasará después del gran día. ▀