

REVISTA DE DIFUSIÓN ACADÉMICA ISSN 2718-6318 Año I | Número 2 | Octubre 2020

¿Demasiado poco y demasiado tarde? Cláusulas contractuales en *holdout* y la reestructuración de la deuda argentina 2020

Amarilys Abreu Santana¹

amarilys.abreu@unito.it

30

¹ Doctoranda en Derecho, Persona y Mercado en la Universidad de Turín en Italia. LL.M. en Derecho Comparado en Economía y Finanzas por la Universidad de Turín en Italia. Ing. Industrial por la Universidad de Puerto Rico en Mayagüez.

Introducción

Generalmente, constituir un estado económicamente estable es una propuesta desafiante. Los desafíos del desarrollo a menudo colocan al estado en patrones persistentes de prosperidad o crisis económicas. Los modelos económicos de hoy día también tienden a frecuentes inestabilidades de alta varianza (cisnes negros). Los países económicamente estables son la excepción y no la norma. Las inestabilidades económicas y el



impago de las obligaciones de la deuda soberana externa son ampliamente repudiados (Chang, 2002) (Taleb, 2007) (Waibel, 2011). Cada vez más, los estados dependen del financiamiento de la deuda soberana externa y enfrentan litigios judiciales por incumplimiento (Schumacher & Trebesch, 2018). Además, independientemente de cómo lo argumenten las partes, las reestructuraciones de la deuda soberana pueden concebirse como mezclas inseparables de economía y política (Gelpern, 2016). En adición, hoy en día nadie duda de que también son el resultado de la ley y los tribunales (Weidemaier & Gulati, 2014),

Los bonos soberanos son el tipo de activo de deuda soberana cada vez más dominante. Los emiten los países para financiar el desarrollo o los gastos. Al igual que cualquier activo financiero, la emisión de deuda y bonos soberanos requiere documentación legal compleja. El Prospectus resumirá los principales términos económicos y legales estipulados por el Fiscal Agency Agreement (FAA) o un Trust Indenture (los contratos de bonos) (Buchheit, 2018). En los mercados de deuda soberana, la elección de la ley y el lenguaje

de las cláusulas contractuales son fundamentales para la sostenibilidad económica del crédito. La elección de la ley condiciona los términos contractuales y el foro de resolución de disputas de reestructuraciones potencialmente litigiosas u otros tratos. Las leyes inglesas y de Nueva York son el estándar de mercado establecido por los acreedores y ofrecido o aceptado por los deudores (NYCBar, 2013). Dados los litigios de deuda soberana argentina en los 2000's en el Tribunal de Distrito Sur de Nueva York (S.D.N.Y.), el lenguaje internacional contractual de los bonos soberanos se encuentra en un camino de desarrollo de términos "mejorados". Estas "mejoras" reflejan las preocupaciones de los deudores y acreedores internacionales por mantener una deuda soberana sostenible (Stolper & Dougherty, 2017).

La deuda soberana sostenible es una cuestión de política, (Gelpern, 2016) que se calcula económicamente y, en última instancia, se disputa legalmente. La economía política importa. Acreedores y deudores están de acuerdo en el principio de deuda soberana sostenible. Sin embargo, desde sus posiciones en las ecuaciones económicas, tienen diferentes entendimientos sobre las acciones para lograr la sostenibilidad (por ejemplo, consolidación fiscal frente a expansión) y quién debe asumir los costos del cambio económico (por ejemplo, qué segmentos de sociedades y a qué proporciones). En las reestructuraciones, los entendimientos e intereses divergentes de los acreedores y deudores de lo que constituye deuda soberana sostenible ocupan un lugar central (Gelpern, 2016) (Wyplosz, 2011). Los términos contractuales de los bonos reflejan no solo los estatutos y la jurisprudencia de la jurisdicción de emisión de deuda elegida, sino también los equilibrios de poder y los entendimientos de las partes de los contratos, incluidos sus entendimientos de la sostenibilidad de la deuda y su economía, política y derecho.

Disputas de lenguaje contractual y cláusulas de acción colectiva (CACs)

Durante la reestructuración de la deuda soberana externa de 2020 con los grupos de acreedores, el Ministro de Economía de Argentina señaló el cierre de las negociaciones sobre los "términos económicos" y diferencias remanentes con los acreedores en lenguaje contractual. Si bien el Ministro no especificó las diferencias de lenguaje contractuales existentes con los acreedores, los acreedores han solicitado públicamente, y quizás con especial énfasis, cambios de lenguaje contractual en las CACs. Durante las etapas finales de las negociaciones, el Ministro de hecho destacó las solicitudes inaceptables de lenguaje CACs por parte de los acreedores (Americas Society/Council of the Americas, 2020). Los bonos argentinos licitados en 2001 no incluían CACs, los bonos canjeados entonces sí los incluían (Stolper & Dougherty, 2017).

Las CACs se introdujeron en respuesta a los holdouts de los fondos cobertura en el caso de la restructuración de la deuda de Argentina en 2001. Estas son un mecanismo de votación para que los acreedores acepten ofertas de canje de bonos de reestructuración y eviten litigios. Ellas establecen un número mínimo de acreedores por serie de bonos y el evento de la reestructuración en general que deben aceptar una oferta de canje de bonos para que la misma proceda. Existen plantillas (definiciones de contrato estándar) de CACs. Sin embargo, cada deudor estatal puede optar por variaciones contractuales. Las CACs se implementaron ya que a nivel internacional no se pudo llegar a un consenso sobre un mecanismo de resolución de disputas de deuda soberana de derecho público internacional. Si bien las CACs son nuevas cláusulas contractuales en los bonos de la ley de Nueva York, ya las mismas existían en los bonos soberanos de la ley inglesa (Stolper & Dougherty, 2017).

Durante los litigios de Argentina en el 2001, los estados deudores y Argentina significativamente liderando, reintrodujeron discusiones internacionales sobre los marcos de resolución de la deuda soberana. Los participantes del

mercado de compra de bonos inicialmente no aceptaron ninguna sugerencia de cambio de mercado. A medida que aumentaron las presiones, aceptaron la introducción de la solución contractual de las CACs, la cual consideraban menos invasiva (en lugar de un marco de resolución de disputas internacional basado en tratados internacionales). (IMF, 2014) Las comunidades de acreedores y sus intereses en los mercados de bonos de deuda soberana cada vez más dispersos han exacerbado los problemas de acción colectiva (PACs) que impregnan las reestructuraciones de la deuda soberana y que las CACs buscan resolver (Gelpern, 2016).

Los PACs requieren que las personas cooperen. Sin embargo, incentivos como el riesgo moral y "el ganador se lo lleva todo" disuaden esta cooperación (Britannica, s.d.). En las reestructuraciones de la deuda soberana, es posible que los políticos agresivos no actúen de buena fe e intenten acorralar a los acreedores para que otorguen recortes de deuda y ganancias políticas inconmensurables. Los acreedores no tienen obligaciones por el mal uso del crédito por parte de los estados, ni garantizar su capacidad de pago. Los acreedores pueden litigar para defender sus derechos (reembolso total de la inversión).

Desde su introducción en los bonos de la ley de Nueva York en la década del 2000, las CACs se han incluido en las reestructuraciones y emisiones de bonos soberanos modernas, incluidos los bonos de Argentina desde la oferta del canje del 2005. El Tribunal de Apelaciones del Segundo Circuito de EE. UU. ha destacado que "se han incluido cláusulas de acción colectiva en el 99% del valor agregado de los bonos emitidos según la ley de Nueva York desde enero de 2005" (NYCBar, 2013).

Sin embargo, las CACs no fueron introducidad en los inventarios de bonos soberanos internacionales existentes, existe diversidad de estilos (como CACS por serie de bonos, single-limb CACs y two-limb CACs) y no se ha probado su eficacia para evitar un espectro de litigios. Tampoco se establecen los casos deseados de evitación de litigios que las CACs han de satisfacer. Las CACs, tal como se definen hoy, pueden ser eficaces en

determinadas condiciones económicas; tales como niveles dados de convergencia de intereses de acreedores y deudores.

Inicialmente, la mayoría de los académicos y profesionales de la deuda soberana confiaban en las CACs para evitar futuras crisis de deuda soberana (Gulati & Weidemaier, 2014). Sin embargo, en el 2014, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y destacados académicos y profesionales levantaron voces de cautela (IMF, 2014). Las CACs ciertamente no eran todavía la solución buscada para evitar litigios que bloquean (retrasan o previenen significativamente) las reestructuraciones (Gulati & Weidemaier, 2014). Además, el caso del 2014 de NML en el S.D.N.Y. puede haber aumentado los incentivos para litigar casos de bonos soberanos (IMF, 2014).

En las reestructuraciones por serie, no se produce agregación de series de bonos. En las single-limb CACs, se produce un voto sobre la reestructuración general. Si se alcanza el umbral mínimo de aceptación de la reestructuración, la reestructuración procede. En las two-limb CACs, se realizan dos votaciones: para el total de la reestructuración y para los conjuntos definidos por el deudor de una o más series de bonos (Stolper & Dougherty, 2017).

En ausencia de las CACs en los bonos de Argentina para la reestructuración del 2001, según la ley de Nueva York, un solo inversionista disidente podría optar por no participar en el canje y litigar. Los bonos que anunció el gobierno para su reestructuración de 2020 rondan los 69 mil millones de dólares y representan 35 valores. 23 de los 35 valores están sujetos a la ley de Nueva York. Los 23 incluyen valores de 4 EUR, 1 CHF y 18 USD (que son todos los bonos en USD en el inventario a reestructurarse) (The Republic of Argentina, 2020).

Un aspecto complejo de cualquier reestructuración es el trato no discriminatorio de los acreedores bajo la percepción de una negociación de suma cero (Program on Negotiation Harvard Law School, s.d.). La diversidad de CACs en los inventarios es también una nueva complejidad de las reestructuraciones de bonos. Los inventarios de reestructuración incluyen bonos Kirchner y Macri (The Republic of Argentina, 2020). Los bonos

Kirchner se emitieron bajo las presidencias de Néstor Kirchner y Cristina Fernández de Kirchner. Estos tienen two-limb CACs. Los bonos de Macri se emitieron bajo la presidencia de Mauricio Macri y tienen single-limb CACs. En cuanto a la diversidad de CACs, los bonos Kirchner y Macri cotizan con un diferencial (Grund, 2019). Con base en sus two-limb CACs, los acreedores favorecen los bonos Kirchner. Los votantes argentinos también tienen distintas connotaciones políticas para los bonos de Kirchner frente a los bonos de Macri.

Si bien no está claro cómo habrían jugado las CACs durante la posible reestructuración de Argentina en 2020 en litigios en el S.D.N.Y., los umbrales de votación de las CACs (dentro y a través de las series) son solucionadores de problemas de acción colectiva fundamentales durante las negociaciones de reestructuración previas a litigios (Stolper & Dougherty, 2017). Como ha demostrado hasta ahora esta reestructuración de Argentina 2020, según los estilos actuales de CACs, los inversores aún pueden permitirse ejercer holdouts (Lejtman, 2020). Sin embargo, de acuerdo con las solicitudes de los acreedores del uso del Trust Indenture 2005 de Argentina y sus disposiciones de CACs para los bonos de canje en esta reestructuración, a los acreedores y para sus inversiones en holdout, los estilos de las CACs son económicamente importantes (The Republic of Argentina, 2005).

Como se indicó anteriormente, el Ministro había resaltado que las solicitudes contractuales de CACs de estos acreedores eran inaceptables. Para los bonos de canje, los acreedores solicitaron two-limb CACs, en lugar de single-limb CACs. Los two-limb CACs facilitan la retención / defensa de los derechos de los acreedores.

Si bien los estados son libres de implementar los estilos de CACs de su preferencia, el Ministro destacó el compromiso de Argentina como país del G-20 con las single-limb CACs (CACs mejoradas) implementado por el país en el 2016. El Ministro reclama que Argentina es un país del G-20 y que las single-limb CACs son promovidas por el G-20, el FMI, la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) y la comunidad internacional.

Hasta el momento, los acreedores no habían solicitado ni diferencias de estilos de CACs ni divergencias del lenguaje contractual en función del nivel de desarrollo de los países, su salud económica, reestructuraciones recurrentes u otros diferenciadores. La reestructuración argentina 2020 puede apuntar a un cambio de mercado en estos asuntos debido a los aprendizajes acumulados de los actores del mercado.

Otras disputas de lenguaje contractual

Pero ciertamente, las CACs y el uso del Trust Indenture 2005 de Argentina no fueron el único lenguaje contractual de desacuerdo en esta reestructuración. Dos de los tres grupos de inversionistas claves que se resistieron habían enumerado una lista significativa de otras solicitudes de lenguaje contractual para su aceptación del intercambio. Otros cambios de contrato solicitados por estos acreedores incluyeron que otros nuevos bonos posteriores al intercambio también se emitiesen bajo el Trust Indenture 2005 (términos legales idénticos), y no se emitiesen nuevos instrumentos con términos más favorables ni se colocaran con acreedores amigables para respaldar los cambios de bonos propuestos por el gobierno. Asimismo, solicitaron que cualquier bono emitido en no pesos argentinos (ARS) se considerase "Endeudamiento externo", una definición más precisa de "Endeudamiento", y nuevos "asuntos reservados" (Law Insider, s.d.). Además, solicitaron Eventos de Incumplimiento expandidos (incluido incumplimiento de "la consulta obligatoria del Artículo IV del FMI"), restricciones a las re-designaciones, una nueva "cláusula de envolvimiento de comités de acreedores" y la cláusula de derechos sobre ofertas futuras "en el suplemento del Prospectus de fecha 21 de abril de 2020". Por último, también solicitaron nuevos requisitos de publicaciones sobre el saldo de la deuda pública y consultas del Artículo IV del FMI, exención ampliada de alter egos y presunción de actividades comerciales, y un requisito de entrega de información previa a votaciones de acreedores (Inversor Global, 2014) (Ad Hoc Bondholder Group and Exchange Bondholder Group, 2020).

Estos acreedores citaron las necesidades recurrentes de reestructuración de la deuda soberana de Argentina como motivo de tales solicitudes de lenguaje contractual (Ad Hoc Bondholder Group and Exchange Bondholder Group, 2020). Aún no se sabe en cuál de estas cláusulas los acreedores resistieron con éxito. Sin embargo, según los anuncios de las autoridades y la prensa sobre el acuerdo, sin duda algunas de ellas. Todas estas cláusulas son de gran valor económico.

Conclusión

Mientras Argentina entraba en una nueva saga de reestructuración de su deuda soberana, muchos, incluido su Ministro de Economía en su trabajo previo a ser ministro, se han preguntado si esta reestructuración sería diferente de la reestructuración del 2001 o si sería demasiado pequeña, demasiado tarde.

Este breve artículo analizó y concluyó que esta vez puede que no haya sido tan diferente. Irónicamente, a través del uso de CACs, los acreedores pueden haber efectivamente realizado un *holdout* en otras cláusulas contractuales económicamente valiosas.

Bibliografía

Ad Hoc Bondholder Group and Exchange Bondholder Group. (2020, 06 14). Without Prejudice Joint Debt Restructuring Proposal of Ad Hoc Bondholder Group and Exchange Bondholder Group. Retrieved from Ad Hoc Bondholder Group and Exchange Bondholder Group:

https://static1.squarespace.com/static/5eb2e6606e11e67a7b983448/t/5eebb678d756ab0890810946/1592505979102/Argentina_Joint_Revised_Restructuring_Terms_EN_061420.pdf

Americas Society/Council of the Americas. (2020, 06 23). A Conversation with Argentine Minister of Finance Martín Guzmán. Retrieved from Youtube Americas Society/Council of the Americas: https://youtu.be/8G1EWGPbZy8

Britannica. (n.d.). Collective action problem. Retrieved from Britannica: https://www.britannica.com/topic/collective-action-problem-1917157

Buchheit, L. C. (2018). Trustees versus fiscal agents for sovereign bonds. 13 Capital Markets Law Journal 410.

Chang, H.-J. (2002). Kicking Away the Ladder: Development Strategy in Historical Perspective. Anthem.

Gelpern, A. (2016). Sovereign Debt: Now What? Georgetown Law Faculty Publications and Other Works 1832.

Grund, S. (2019, 12 23). Restructuring Argentina's Sovereign Debt: Navigating the Legal Labyrinth. Retrieved from The CLS Blue Sky Blog: https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/12/03/restructuring-argentinas-sovereign-debt-navigating-the-legal-labyrinth/

Gulati, M., & Weidemaier, M. C. (2014). A People's History of Collective Action Clauses. Virginia Journal of International Law, 52.

IMF. (2014). Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. Retrieved from IMF Policy Paper: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf

Inversor Global. (2014, 07 07). Letra chica: ¿qué es la cláusula RUFO y por qué es la clave para terminar con el conflicto buitre? Retrieved from Igdigital: https://igdigital.com/2014/07/letra-chica-que-es-la-clausula-rufo-y-por-que-es-la-clave-para-terminar-con-el-conf

Law Insider. (n.d.). Reserved Matters Sample Clauses. Retrieved from Law Insider: https://www.lawinsider.com/clause/reserved-matters.

Lejtman, R. (2020, 05 29). Alberto Fernández analiza dictar un DNU para rescatar la negociación con los fondos que entró en un callejón sin salida. Retrieved from Infobae: https://www.infobae.com/economia/2020/05/29/alberto-fernandez-analiza-dictar-un-dnu-para-rescat

NYCBar. (2013, 02). Governing Law in Sovereign Debt - Lessons from the Greek Crisis and Argentina Dispute of 2012. Retrieved from NYCBar: https://www2.nycbar.org/pdf/report/uploads/20072390-GoverningLawinSovereignDebt.pdf

Program on Negotiation Harvard Law School. (n.d.). Zero sum approach. Retrieved from Program on Negotiation Harvard Law School: https://www.pon.harvard.edu/tag/zero-sum-approach/.

Schumacher, J., & Trebesch, C. (2018). Sovereign Defaults in Court. CESifo Working Paper Series 6931.

Stolper, A. E., & Dougherty, S. (2017). Collective action clauses: how the Argentina litigation changed the sovereign debt markets. 12 Capital Markets Law Journal 239.

Taleb, N. (2007). The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. Random House.

The Republic of Argentina. (2005, 06 02). The Republic of Argentina as Issuer and The Bank of New York as Trustee, Trust Indenture dated as of June 2, 2005. Retrieved from Shearman: https://argentine.shearman.com/sitefiles/11605/exhibit%20a.pdf

The Republic of Argentina. (2020, 04 21). Prospectus Supplement: The Republic of Argentina. Retrieved from SEC: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000119312520113997/d91 5520d424b5.htm#toc

Waibel, M. (2011). Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals. Cambridge: Cambridge University Press.

Weidemaier, M. C., & Gulati, M. (2014). Sovereign Debt and the "Contracts Matter" Hypothesis. UNC Legal Studies Research Paper No. 2511251.

Wyplosz, C. (2011). Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible. 2 Review of Economics and Institutions.