

COLUMNA DE OPINIÓN

Reestructuración de deuda: la cláusula del acreedor más favorecido

POR RODRIGO OLIVARES CAMINAL

Luego de 36 meses en *default*, el 15 de enero del 2005, la República Argentina hizo público a través de la res. 20/2005 del Ministerio de Economía el prospecto y su suplemento con los términos y condiciones de la oferta de canje.

Más allá de toda la polémica mediática que se ha desatado a raíz de la oferta Argentina, es mi intención traer un poco de luz sobre la 'cláusula del acreedor más favorecido' incluida en el suplemento del prospecto que fuera publicado en el Anexo I de la res. 20/2005 del Ministerio de Economía.

Esta cláusula regula la suerte de los acreedores que hayan aceptado la oferta de canje de la deuda ante la posibilidad de que con posterioridad a dicho canje, el Gobierno Nacional resuelva realizar una nueva oferta o mejorar por otros medios las condiciones de los acreedores que no hayan participado (*holdout creditors*) para que presten su consentimiento y participen del canje de deuda. Lo que puntualmente se intenta con esta cláusula es que no se perjudique a quien decidió participar de la oferta de canje ante una posterior mejora en las condiciones.

La polémica cláusula establece que:

(i) La Argentina hace reserva del derecho, a su absoluto criterio, a comprar, canjear, ofrecer comprar o canjear, o *concertar un acuerdo* respecto de los títulos elegibles que no sean canjeados en virtud de la oferta y, con el alcance permitido por la ley aplicable, comprar u ofrecer comprar Títulos Elegibles en el mercado abierto, en operaciones negociadas de manera privada o de otro modo.

Siempre que:

(ii) Tal compra, canje, ofrecimiento de compra o canje o acuerdo se realizara de conformidad con la ley aplicable.

(iii) Las condiciones de tal compra, canje, ofrecimientos u acuerdos podrían ser diferentes a las condiciones de la Oferta.

(continúa en página siguiente)

COLUMNA DE OPINIÓN

Reestructuración...

(Viene de página anterior)

Para lo cual:

(iv) Los tenedores de títulos nuevos (producto del canje) tendrán derecho a participar en cualquier compra, canje, oferta de compra o canje voluntario ofrecido o concertado con los tenedores de títulos elegibles que no se hubieran canjeado en virtud de la oferta.

El Gobierno Nacional en varias oportunidades (y en especial en la presentación de la oferta de canje realizada el 12 de enero del 2005) expresamente manifestó que no habrá una nueva oferta con posterioridad al lanzamiento del canje de la deuda y que la 'cláusula del acreedor más favorecido' reafirma el carácter único de la oferta. Esta cláusula será aplicable hasta el 31 de diciembre del 2014.

Es de destacar, que si bien la cláusula habla de *acuerdos* con acreedores (ver i, ii y iii), curiosamente en su última parte en donde se garantizan los derechos de los acreedores que hayan decidido participar en el canje de deuda (iv), no se incluye la posibilidad de que el Gobierno Nacional arribe a *'un acuerdo'* con algún *holdout* o acreedor que no haya participado en la oferta de canje.

En el Anexo II del dec. 1735/2004, en donde se publicó la última versión del suplemento del prospecto antes de su aprobación definitiva por la *Securities Exchange Commission* (Comisión de Valores de los Estados Unidos), la última parte de la 'cláusula del acreedor más favorecido' (aquí identificada como (iv)) permitía a los tenedores de títulos nuevos a participar "en cualquier compra, canje, oferta de compra o canje o *acuerdo* voluntario ofrecido o concertado con los tenedores de los Títulos Elegibles que no se hubieran canjeado en virtud de la Oferta". Incluyéndose expresamente la palabra "acuerdo".

Ello así, la cláusula que pretendía otorgar mayores garantías a los acreedores produciría exactamente lo contrario. Este tipo de cambios, los que implican eliminar una palabra, en un complejo documento que suele ser revisado por varios profesionales, no suele ser una omisión involuntaria.

Si bien hasta ahora ha sido muy difícil trabar embargos contra bienes de la Argentina una interpretación razonable indicaría que la modificación de último momento en el suplemento del prospecto responde a la posibilidad de juicios contra la Argentina similares al que tuvo que afrontar Perú en los autos "*Elliot Associates L.P. vs. la República del Perú y el Banco de la Nación del Perú*". En este caso Elliot Associates, un fondo buitre o *vulture fund*, había comprado deuda en *default* en el mercado secundario a un precio muy por debajo de su valor nominal. Elliot pagó US\$11,4 millones por bonos con un valor nominal de US\$ 20,7 millones. Luego de exigir el pago y ante la negativa del deudor, Elliot demandó el cobro de su acreencia ante los tribunales de Nueva York. A fines del 2000, como consecuencia del proceso judicial, tanto Perú como el Banco de la Nación del Perú tenían órdenes de embargo en los Estados Unidos. Ante la falta de activos embargables en los Estados Unidos, Elliot recurrió a los tribunales de Alemania, Holanda, Bélgica, Inglaterra, Luxemburgo y Canadá.

Contemporáneamente con las demandas entabladas por Elliot, Perú debía hacer efectivo el pago de los intereses de los nuevos títulos resultantes de la reestructuración (en la cual Elliot había decidido no participar). Las condiciones de pago establecían que los fondos del pago de los intereses se debían transferir al Agente Fiscal (*Chase Manhattan*

(continúa en página siguiente)

Reestructuración...

(Viene de página anterior)

Bank) quien debía realizar el pago a través de *Depositary Trust Company* (DTC) en Nueva York, Euroclear en Bruselas y Clearstream en Luxemburgo. En Bruselas, Elliot obtuvo una sentencia desfavorable en primera instancia y apeló. En segunda instancia, la Cámara de Apelaciones le otorgó una medida precautoria que forzó a Perú a negociar un acuerdo con Elliot, ya que, en caso contrario, entraría en cesación de pagos de los nuevos bonos emitidos con motivo de la oferta de canje. El fundamento de la Cámara de Apelaciones para dictar la medida cautelar radicaba en que el pago a ciertos acreedores perjudicaría el trato equitativo debido a todos los acreedores en virtud de la cláusula *pari passu* incluida en los bonos. La cláusula *pari passu* —una cláusula standard incluida en la mayoría de los títulos de deuda, incluyendo los nuevos bonos ofrecidos por la Argentina— consiste en el compromiso del deudor con su acreedor de mantener la obligación de pago con el mismo privilegio que el resto de sus deudas que no cuenten con un privilegio especial. Es decir, es la obligación del deudor de dar a todos los acreedores un trato equivalente. Finalmente, gracias al acuerdo celebrado, Elliot obtuvo una ganancia de más de un 400%, ya que la suma finalmente abonada por el Gobierno peruano fue de US\$58,45 millones.

Cabe aclarar que actualmente en Bélgica se encuentra en vigencia la ley 4765 [C-2004/03482] que fuera recientemente aprobada. Esta ley protege el flujo de fondos a través de Euroclear. No obstante ello, los acreedores podrían recurrir a alguna otra jurisdicción o estrategia para forzar un acuerdo.

En síntesis, el tema relevante es que, de acuerdo a una razonable interpretación, la actual redacción de la 'cláusula del acreedor más favorecido' no cumpliría con su cometido de proteger a los acreedores que aceptaron la oferta. Simplemente, ante un bajo porcentaje de aceptación de la oferta, el Gobierno Nacional eventualmente podría celebrar acuerdos con los *holdouts* y, en virtud del texto de la cláusula en cuestión, no estar obligado a mejorar las condiciones de aquellos acreedores que aceptaron la oferta de canje con anterioridad.