



Auditoría General de la Nación

**EMISIONES DE DEUDA EXTERNA. ESTRUCTURA JURÍDICA  
DE DEUDA CON TENEDORES PRIVADOS.**

**Actuación 536/2019**

**Resumen ejecutivo**

**Gerencia de Control de la Deuda Pública**

**Marzo de 2024**



Esta auditoría trata de la importancia de considerar al riesgo jurídico en las evaluaciones previas a la emisión de títulos públicos con prórroga de jurisdicción a tribunales extranjeros.

Se analizan las emisiones de títulos públicos colocados en el mercado de Nueva York durante el período 2016-2018. En estas colocaciones Argentina renunció a su inmunidad soberana y prorrogó su jurisdicción hacia los tribunales de Nueva York en todas las cuestiones relativas a los bonos. Esto quiere decir que cualquier disputa entre acreedores y Argentina será atendida por los tribunales y bajo la ley de esa ciudad<sup>1</sup>.

Las tareas de auditoría identificaron dos riesgos principales: (i) la inclusión de cláusulas específicas diseñadas para estos instrumentos de deuda -riesgo inherente<sup>2</sup>-, y (ii) la inexistencia de un proceso formalizado para contraer este tipo de endeudamiento –riesgo de control<sup>3</sup>-.

La emisión de bonos en mercados internacionales implicó el diseño de un marco legal más sofisticado que las emisiones en el mercado local bajo legislación interna, debido a la inclusión de cláusulas más riesgosas para la Argentina, como la *pari passu* dada la jurisprudencia de los tribunales de Nueva York. En esta línea, las cláusulas de *cross default* y aceleración sumadas a los resultados respecto de la capacidad de pago<sup>4</sup>, incrementan el riesgo jurídico dado que cualquier evento de impago respecto la Deuda Pública Externa en Situación de Pago Normal<sup>5</sup>, podría activar una serie de incumplimientos cruzados y aceleraciones de toda la deuda colocada en el exterior. Asimismo, Argentina se encuentra restringida para constituir derechos reales de garantía sobre sus ingresos o activos para garantizar su Deuda Pública Externa<sup>6</sup>, salvo que los

---

<sup>1</sup> Para mayor información ver anexo 1 sobre Consideraciones sobre la prórroga de jurisdicción e inmunidad soberana.

<sup>2</sup> El riesgo inherente está “asociado a la naturaleza del ente auditado u objeto de control y a las actividades que desarrolla. Es la posibilidad de que ocurran errores o irregularidades significativas, asumiendo que no existen controles internos asociados que lo minimicen”. (Res. 26/15-AGN, punto 4) Evaluación de los riesgos en el control externo gubernamental).

<sup>3</sup> El riesgo de control “se presenta, aunque existen controles, asumiendo que éstos pueden ser vulnerables, por lo que existe alguna posibilidad que se presenten errores o irregularidades y que no puedan ser detectados por los controles existentes, o bien, que no se hubieren previsto o detectado el riesgo y, por lo tanto, no se hubieren corregido oportunamente, pudiendo ocurrir una aseveración errónea.” (Res. 26/15-AGN, punto 4) Evaluación de los riesgos en el control externo gubernamental).

<sup>4</sup> Ver apartado 5.b).

<sup>5</sup> "Deuda pública externa en situación de pago normal" significa cualquier deuda pública externa emitida luego de 12 de junio 2005 (prospectos de emisión, apartado Descripción de los bonos - Eventos de default).

<sup>6</sup> “Deuda pública externa significa cualquier deuda externa de, o garantizada por, la República que (i) es ofrecida públicamente o colocada privadamente en mercados de títulos valores, (ii) tiene la forma de, o está representada por, bonos, títulos u otros títulos valores o cualquier garantía de ellos y (iii) cotiza o es negociada, o al momento



bonos que se emiten vía el Fideicomiso de 2016 sean garantizados igualmente; esto tiene excepciones que se detallan en la cláusula de *negative pledge*. Por último, si bien la cláusula de rescate incluida en el bono a 100 años se expresó como una opción de la Argentina –y no como un derecho del acreedor-, existe jurisprudencia que plantea riesgos bajo ciertas condiciones<sup>7 8</sup>.

Por otro lado, la falta de normativa y manuales que regulen el proceso de emisión y colocación de títulos públicos en los mercados internacionales afecta el control interno, en tanto no existen marcos claros en cuanto a participación de áreas y función de cada una de ellas en este marco.

En suma, estas dos situaciones pueden generar que Argentina se endeude a niveles de riesgo jurídico más elevados que en comparación con la salida al mercado local dado que, en escenarios de eventos de default, el riesgo jurídico incrementa ante la posibilidad de litigios en jurisdicción extranjera (en este caso, Nueva York), pudiendo generar nuevos pasivos contingentes para el país.

#### a) Estructura administrativa

La auditoría se focalizó en las áreas del *front* y *middle office*, en donde se desarrollan las actividades de autorización, negociación y contratación.

Durante el período auditado, el ministerio se reestructuró significativamente. En enero de 2017, se escindió el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas en dos<sup>9</sup>:

- Ministerio de Hacienda: la función principal era asistir al Presidente de la Nación y al Jefe de Gabinete de Ministros (JGM), en todo lo inherente a la política económica, presupuestaria e impositiva, a las relaciones económicas y fiscales con las provincias;

---

*de emisión era la intención que cotizara o fuera negociada, en cualquier mercado de valores, sistema de negociación automatizada o mercado extrabursátil (incluyendo títulos valores elegibles para su venta conforme a la Norma 144 A de la Ley de Títulos Valores de 1933, con sus modificaciones (la “Ley de Títulos”), o cualquier ley o norma de efecto similar que la suceda).” Traducción pública según prospectos de emisión.*

<sup>7</sup> Conforme al fallo *Wilmington Savings Fund Society FSB v Cash America International Inc.*

<sup>8</sup> Para mayor detalle ver anexo 3 – sobre cláusulas específicas de los bonos soberanos emitidos en Nueva York.

<sup>9</sup> Mediante Decreto 2/17 (B.O. 2/1/17). El art. 6 dispuso que hasta tanto se perfeccionen las modificaciones presupuestarias y demás tareas que permitan la plena operatividad de las jurisdicciones que se crean por el Decreto, los Servicios Administrativos Financieros (SAF) y los Servicios Jurídicos Permanentes (SJP) existentes a la fecha de su firma continuarán prestando los servicios relativos a la ejecución presupuestaria, contable, financiera, de compras, de recursos humanos y en materia jurídica a las nuevas autoridades ministeriales constituidas, con cargo a los créditos presupuestarios vigentes.



- Ministerio de Finanzas: la competencia primordial era asistir al Presidente de la Nación y al Jefe de Gabinete de Ministros, en todo lo inherente al financiamiento del Sector Público Nacional, a la preservación del crédito público de la Nación, y a las relaciones financieras con las Provincias.

Con posterioridad, se aprobó la conformación organizativa del Ministerio de Finanzas (MF) (Decreto 32/2017<sup>10</sup>, art. 4), y la del Ministerio de Hacienda (MH) (Decreto 64/2017<sup>11</sup>, art. 4).

Además, ambos ministerios pasaron a ejercer funciones de Órgano Coordinador de los Sistemas de Administración Financiera (OCSAF); el MF en lo referente al sistema de crédito público, y el MH respecto a los sistemas de tesorería, presupuesto y contabilidad (Decreto 32/17, art. 10).

En junio de 2018, se suprimió el MF y se estableció como continuador al MH, cuya función primaria fue asistir al presidente de la Nación y al Jefe de Gabinete de Ministros, en todo lo inherente a la política económica, presupuestaria y financiera, a la administración de las finanzas públicas, a las relaciones económicas, financieras y fiscales con las Provincias y CABA (DNU 575/2018 –B.O. 22/6/18-, art. 7).

Además, se volvieron a otorgar las funciones de OCSAF a la Secretaría de Hacienda y Secretaría de Finanzas de manera conjunta, ambas dependientes del MH<sup>12</sup>.

A continuación, se muestra el organigrama vigente (solo áreas relevantes detectadas dentro del *middle y front office*) de la Secretaría de Finanzas y la Secretaría Legal y Administrativa:

Desde el aspecto legal, también intervino la Procuración del Tesoro de la Nación, y se contrataron dos estudios jurídicos del exterior: el Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton LLP<sup>13</sup>, y Cravath, Swaine & Moore LLP<sup>14</sup> (ambos con sede en Nueva York).

## **b) Bonos emitidos en los mercados internacionales**

En Argentina, la autorización a contraer deuda pública se establece mediante ley de presupuesto o una ley específica, con el detalle del tipo de deuda, especificando si es interna o externa;

---

<sup>10</sup> B.O. 13/1/17.

<sup>11</sup> B.O. 25/1/17.

<sup>12</sup> Decreto 585/18, art. 11, que sustituye el apartado I del artículo 6 del Anexo al Decreto 1344/2007.

<sup>13</sup> Decreto 749/02 y Decisión administrativa 231/16.

<sup>14</sup> Decisión administrativa 231/16.



## Auditoría General de la Nación

monto máximo; plazo mínimo de amortización; y destino del financiamiento (Ley 24.156 sobre administración financiera y de los sistemas de control del sector público nacional -LAF-, art. 60). Una vez autorizado el endeudamiento, el Poder Ejecutivo Nacional (PEN) es el encargado de hacer operativa y administrar la deuda pública, no pudiendo “incrementar el monto de títulos en circulación por sobre el límite que autorice la ley de presupuesto o ley específica” (Ley 11.672 -T.O. 2014-, art. 58). Asimismo, las decisiones que afecten el monto total del presupuesto y el monto del endeudamiento son cuestiones reservadas al Congreso Nacional (LAF, art. 37).

Durante el período 2016-2018 se emitieron 18 bonos bajo ley y jurisdicción de Nueva York:

### Cuadro N° 1

*Emissiones de deuda externa en el período 2016-2018*

Fecha de emisión	SIGADE	Nombre del bono	Plazo	Moneda	Monto
22/04/2016	70584000	BIRAD 6,25% 2019	3	USD	2.750.000.000
22/04/2016	70585000	BIRAD 6,875% 2021	5	USD	4.500.000.000
22/04/2016	70586000	BIRAD 7,5% 2026	10	USD	6.500.000.000
22/04/2016	70587000	BIRAD 7,625% 2046	30	USD	2.750.000.000
06/07/2016	70589000	BIRAD 6,625% 2028	12	USD	1.000.000.000
06/07/2016	70590000	BIRAD 7,125% 2036	20	USD	1.750.000.000
12/10/2016	70596000	BIRAE 3,875% 2022	5	EUR	1.250.000.000
12/10/2016	70597000	BIRAE 5% 2027	10	EUR	1.250.000.000
26/01/2017	71311000	BIRAD 5,625% 2022	5	USD	3.250.000.000
26/01/2017	71312000	BIRAD 6, 875% 2027	10	USD	3.750.000.000
12/04/2017	71313000	BIRAF 3,375% 2020	3	CHF	400.000.000
28/06/2017	71314000	BIRAD 7,125% 2117	100	USD	2.750.000.000
09/11/2017	71315000	BIRAE 3,375% 2023	5	EUR	1.000.000.000
09/11/2017	71316000	BIRAE 5,250% 2028	10	EUR	1.000.000.000
09/11/2017	71317000	BIRAE 6,250% 2047	30	EUR	750.000.000
11/01/2018	71318000	BIRAD 4,625% 2023	5	USD	1.750.000.000
11/01/2018	71319000	BIRAD 5,875% 2028	10	USD	4.250.000.000
11/01/2018	71320000	BIRAD 6,875% 2048	30	USD	3.000.000.000
<b>Total en USD</b>					<b>38.000.000.000</b>
<b>Total en EUR</b>					<b>5.250.000.000</b>
<b>Total en CHF</b>					<b>400.000.000</b>

*Fuente: elaboración propia en base a normativa.*

El proceso comienza con la aprobación de una Ley, que puede ser la ley de presupuesto del ejercicio que corresponda o una ley especial. En el año 2016, además de la Ley de presupuesto, se aprobó la Ley 27.249 que amplió las partidas presupuestarias relacionadas a la deuda pública. Luego, se autorizaron prórrogas de jurisdicción a favor de tribunales extranjeros y renuncia a la inmunidad soberana sujeto a que se incluyan Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) y la



## Auditoría General de la Nación

cláusula *pari passu*; estas autorizaciones se realizaron mediante ley y decretos. Una vez aprobada esta normativa, el Ministro en el primer caso, y luego el OCSAF, dispusieron las emisiones de bonos bajo legislación Nueva York a través de resoluciones.

A continuación, se muestra la normativa que autorizó las prórrogas de jurisdicción y montos máximos.

### Cuadro N° 2

Autorización del PEN hacia el ex MF a prorrogar jurisdicción y registrar títulos ante la SEC para el período 2016-2018

En millones

	Moneda	Monto
<b>2016</b>		
Tribunales extranjeros (Ley 27.249)	USD	12.500.000.000
Tribunales extranjeros (Dec. 594/16)	USD	10.000.000.000
<b>2017</b>		
Nueva York y Londres (Dec. 29/17)	USD	20.000.000.000
Confederación Suiza (Dec. 231/17)	CHF	3.000.000.000
<b>2018</b>		
Nueva York y Londres (Dec. 2/18)	USD	15.000.000.000

Nota: las autorizaciones son en dólares o su equivalente en otra moneda.

Fuente: elaboración propia en base a normativa.

Hace varios años el derecho internacional receptó el concepto de inmunidad relativa, es decir, los Estados soberanos pueden someterse a jurisdicciones extranjeras en tanto se trate de actividades comerciales. Es por ello que se admite que los bonos emitidos en los mercados internacionales incluyan cláusulas con prórrogas en favor de tribunales extranjeros y renunciaciones expresas a la inmunidad soberana.

No obstante, la ejecución de bienes no sigue la misma lógica. Para que un acreedor ejecute bienes de un Estado, primero debe contar con una sentencia favorable y solo podría ejecutar los bienes que se encuentren en la jurisdicción en la cual se está litigando. En caso de buscar ejecutar bienes en otra jurisdicción, esa sentencia extranjera debe ser reconocida mediante un mecanismo conocido como *exequatur*. En Argentina, dicho mecanismo se encuentra reglado en el Código Procesal Civil y Comercial de la Nación, art. 517. Asimismo, hay bienes que son inmunes a su ejecución sin importar dónde se encuentren (por ejemplo, las reservas del Banco Central de la República Argentina). En el anexo 1 se describe el proceso histórico de inmunidad soberana y la doctrina de la Procuración del Tesoro de la Nación.



***i. Proceso de emisión y colocación de bonos internacionales***

El auditado no contó con un proceso formal o manual de procedimiento para la emisión y colocación de títulos en el mercado internacional, e informó que siguió como referencia las prácticas del Banco Mundial sobre “Sindicaciones domésticas”.

De acuerdo al Banco Mundial, la sindicación es el proceso de reunir un grupo de bancos que suscriben y distribuyen conjuntamente una nueva oferta de títulos valores. Los miembros de un sindicato se comprometen a comprar una cierta cantidad de títulos a un precio determinado para luego colocarlos en su base de clientes. En caso de falta de demanda por parte de los clientes, los bancos mantienen los títulos valores en sus balances. Los miembros de un sindicato reciben dos tipos de comisiones: una comisión de suscripción por comprometerse a proporcionar fondos (*underwriting comission*) y una comisión de venta por colocar los valores (*selling comission*)<sup>15</sup>.

El BM señala que, generalmente, las sindicaciones externas cubren 6 pasos:

- Paso 1: Designación de un grupo de consorcio
- Paso 2: Guía de fijación de precios
- Paso 3: Anuncio oficial de la transacción /recepción de ofertas
- Paso 4: Cierre de registros
- Paso 5: Adjudicación de órdenes
- Paso 6: Administración de post-sindicación del mercado

***ii. Roles de los actores intervinientes en el proceso de colocación de bonos internacionales***

Las colocaciones de deuda pública en los mercados internacionales implican la estructuración de un fideicomiso<sup>16</sup> y la participación de diversos actores, lo cual difiere respecto de las colocaciones en el mercado local.

---

<sup>15</sup> Banco Mundial. Sindicaciones domésticas, Capítulo 2.1 – características de las sindicaciones, pág. 3.

<sup>16</sup> El fideicomiso es una figura legal mediante la cual una persona (fiduciante) transmite la propiedad de bienes a otra persona (fiduciario) para administrarla a favor de uno o varios beneficiarios designados por el fiduciante.



➤ *Colocadores*

En cada emisión se conformaron distintos grupos de consorcio de entidades financieras (los colocadores), encargados principalmente de la preparación de los prospectos de emisión y de asistir en la salida al mercado (duración, estructura y fijación de precio de la oferta).

Para cada bono se seleccionó un consorcio de entidades financieras colocadoras, es decir, en cada emisión participó más de una entidad a la vez (entre 3 y 4 entidades).

El Citigroup fue la institución con mayor participación con 5 colocaciones de deuda pública externa sobre un total de 18 durante el período 2016-2018. A dicha entidad le siguen el Deutsche Bank, HSBC y Santander con 4 colocaciones y Credit Suisse con 3. El resto de las instituciones financieras participaron en una o dos colocaciones.

Si se toma en cuenta el monto percibido por cada institución financiera en concepto de comisiones de colocación (*underwriting fee*) que pagó Argentina en todas las colocaciones, el HSBC fue el mayor colocador en términos monetarios, con un 20% de participación que equivale a USD 12 millones. A esta institución le sigue el Deutsche Bank que percibió USD 11 millones (18% del total), y en tercer lugar el Citigroup que cobró USD 10 millones (16% del total)

➤ *Agente de Fideicomiso Liquidación, Fiduciario, Agente de Pago y Agente de Listado*

A diferencia de las emisiones en el mercado local, en las emisiones de deuda pública en el mercado externo se celebra un contrato de fideicomiso (*indenture*) entre el emisor y el fiduciario, en el cual se establecen los derechos y obligaciones de ambas partes, fundamentalmente en lo que respecta a las responsabilidades del fiduciario frente al emisor e inversores.

---

Lorenzetti explica que “La denominada “atribución fiduciaria” de la propiedad tiene su fuente en un contrato o un testamento, del que surge la obligación del fiduciante de transmitir al fiduciario un bien afectado a una finalidad, cumplida la cual, el bien es nuevamente transmitido al fiduciante o a un tercero, denominado fideicomisario. El fiduciario obliga a cumplir el encargo y a otorgar los beneficios que genere el bien fideicomitado al beneficiario designado. La causa de este negocio transmisivo puede ser muy variada: inversión, garantía, gestión, sucesión.” Lorenzetti, R.L. (2004). Tratado de los Contratos. Tomo III. Segunda edición ampliada y actualizada. Capítulo XLIII El fideicomiso ordinario. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni Editores.



El 22/4/16 Argentina celebró un contrato de fideicomiso con el Bank of New York Mellon (BONY) en carácter de fiduciario<sup>17</sup>.

En el marco del fideicomiso, el fiduciario es el encargado de administrar y realizar los pagos de los servicios de deuda pública. De este modo, la Argentina mantiene libros para los canjes y registraciones de los títulos de deuda en las oficinas del fiduciario, el cual lleva un registro de todos los títulos que contiene el capital emitido para cada serie, la fecha de emisión, todas las transferencias subsecuentes y cambios de propiedad, nombres, números de identificación impositiva y direcciones de los tenedores de cada serie (art. 2.6.a). A su vez, el BONY en calidad de fiduciario puede seleccionar cualquier custodio, agente de pago, delegado o representante (art. 5.2.a.xxv)

Además, el fiduciario puede modificar el contrato de fideicomiso o los títulos de deuda, en tanto no se refiera a cuestiones reservadas. Si se requiere modificar una cuestión reservada según lo definido en el contrato de fideicomiso, se activan las CACs para llegar a los acuerdos correspondientes de acuerdo a las mayorías necesarias.

### *iii. Consideraciones sobre las cláusulas legales*

Las reglas de las emisiones de títulos públicos bajo ley Nueva York para el período 2016-2018 se rigieron por el contrato de fideicomiso y los prospectos de emisión de cada uno de ellos. En este sentido, el primero funciona como un marco contractual general, mientras que los prospectos establecen descripciones generales de los bonos y especificidades de cada emisión (por ejemplo, las condiciones financieras).

Del relevamiento de los prospectos de emisión, se detectaron diversas cláusulas:

Las cláusulas se podrían agrupar de la siguiente manera:

- Cláusulas que se mantienen en la vida del bono:
  - Derechos de registro
  - Montos adicionales

---

<sup>17</sup> El contrato de fideicomiso y los títulos públicos emitidos en ese marco, el consentimiento de los tenedores de bonos (art. 10) y las modificaciones al contrato de fideicomiso (art. 11) se rigen por las leyes del Estado de Nueva York, mientras que las *autorizaciones y formalización* se rigen por las leyes de la República Argentina (art. 9.7.a).



- Prohibición de constituir derechos de prenda (*negative pledge*, en inglés)
- *Pari passu*
- Cláusulas que se activan ante un Evento de Default
  - Incumplimiento cruzado (*cross default*, en inglés)
  - Aceleración
  - Ejecución
- Cláusulas de Acción Colectiva (CACs)
- Cláusula de rescate anticipado (*make whole provision*, en inglés)

Dentro del grupo de “cláusulas que se mantienen en la vida del bono”, la más relevante es la cláusula *pari passu* dada la jurisprudencia adversa emanada de los tribunales de Nueva York<sup>18</sup>. La cláusula *pari passu* funciona como protección a los inversores en tanto les otorga un trato igualitario entre ellos. Esta cláusula fue mutando a lo largo de los años a partir de la experiencia internacional en contratos de deuda soberana y la jurisprudencia sentada por los tribunales de Nueva York. El cuadro a continuación muestra las cláusulas insertas en los distintos contratos de deuda pública externa argentina.

Esta cláusula (versión Fiscal Agency Agreement 1994) fue materia de litigio en los tribunales de Nueva York<sup>19</sup>. Teniendo en cuenta la evolución jurisprudencial y los puntos clave de cada fallo, la renuncia a la inmunidad de jurisdicción en favor de tribunales estadounidenses supone un riesgo alto, aun considerando la “reversión” (“reverse ruling”) del fallo principal que dio lugar a la interpretación de la cláusula *pari passu* (ver *White Hawthorne*), por cuanto persisten conceptos jurídicos abiertos, tales como la consideración de “conducta recalcitrante” por parte del deudor soberano para establecer la violación de tal cláusula, no quedando claro en suma si ésta se compone solo del impago más la sanción de una ley similar a la denominada “ley cerrojo” o bien se incluyen también por ejemplo las declaraciones de las autoridades y contenido de los prospectos.

Aun así, este análisis debe ir acompañado necesariamente de un estudio detallado acerca de la operación, su contexto y finalidad, las partes involucradas y la letra de los contratos y cláusulas

---

<sup>18</sup> Ver anexo 2 – jurisprudencia relevante de Estados Unidos.

<sup>19</sup> Ver NML c República Argentina.



acordadas. En general, habrá que tener en cuenta que la emisión de deuda soberana se considera “actividad comercial”, característica que impide invocar la inmunidad de jurisdicción.

Por lo demás, se verifica una atenuación de ciertos riesgos relacionados por ejemplo con la cláusula *pari passu*, que en las últimas emisiones cuenta con una aclaración específica respecto de la interpretación, y en conjunto con las CACs podría funcionar como mitigante respecto de los resultados que podrían esperarse en base a la sentencia vertida en NML (2012). No obstante, ello solo puede verificarse en el caso concreto de un intento de cobro judicial ya sea por verificarse un impago o bien por falta de aceptación de una propuesta de reestructuración. Para un detalle de la jurisprudencia relevante, ver anexo 2.

Las cláusulas agrupadas bajo un evento de default resultan riesgosas en tanto todos los bonos se encuentran relacionados y la falta de pago de alguna serie implica el default del resto (incumplimiento cruzado) y, como consecuencia, los acreedores juntando el 25% del monto total de capital de los bonos de la serie podrían exigir el pago total de todo el flujo de fondos adeudado (aceleración).

Los eventos de default que figuran en los prospectos de emisión son los siguientes<sup>20</sup>:

1. *Falta de Pago*. Si la República no cumple con cualquier pago de capital o intereses respecto de esa serie de los Bonos a su vencimiento y dicho incumplimiento continúa por más de 30 días;
2. *Incumplimiento de otras obligaciones*. Si la República no cumple con cualquier otra obligación conforme a esa serie de los Bonos o el Contrato de Fideicomiso y dicho incumplimiento no puede ser subsanado o no es subsanado dentro de los 90 días de haber recibido la República notificación escrita de la solicitud de subsanar dicho incumplimiento del fiduciario;
3. *Incumplimiento Cruzado (Cross Default)*. Si se produce cualquier hecho o situación que resulta en la aceleración del vencimiento (salvo en caso de pre cancelación o rescate opcional u obligatorio) de cualquier deuda pública externa en situación de pago normal de la República por un monto total de capital de U\$S 50.000.000 (o su equivalente en otras monedas) o más, o si la República no paga deuda pública externa en situación de

---

<sup>20</sup> Según traducción publicada aprobada en las resoluciones de emisión de los bonos del período 2016-2018.



pago normal con un monto total de capital de U\$S 50.000.000 (o su equivalente en otras monedas) o más a su vencimiento y dicho incumplimiento continúa más allá del período de gracia aplicable, en su caso;

4. *Moratoria*. Si la República declara una moratoria respecto del pago del capital o intereses de su deuda pública externa en situación de pago normal y dicha moratoria no excluye expresamente esa serie de los Bonos.
5. *Validez*. Si la República impugna la validez de esa serie de los Bonos.

A comienzos de los años 2000, se diseñaron las CAC's en los contratos internacionales de deuda soberana con el objetivo de desincentivar el bloqueo de reestructuraciones soberanas por parte de acreedores *holdout* o *free riders* quienes hasta ese momento tenían el poder de veto. En este sentido, los acuerdos logrados entre deudor y acreedor con la mayoría fijada en las CAC's, resultan vinculantes para la minoría en desacuerdo. Las modificaciones a las leyes estadounidenses sobre unanimidad y la arquitectura jurídica diseñada derivó en los siguientes tipos de CACs:

- *CACs de primera generación*: propone mayorías por series de bonos. Fueron implementadas por México (2003), luego le siguió Chile,
- *CACs de segunda generación*: proponen una doble mayoría agrupando varias series de bonos. Fueron adoptadas por Uruguay (2003) y Argentina (2005), entre otros,
- *CACs de tercera generación*: publicadas por la Asociación Internacional de Mercado de Capitales<sup>21</sup> (ICMA, por sus siglas en inglés) en 2014, con modificaciones en 2015. Proponen una sola mayoría agrupando varias series de bonos, siempre que se cumpla la condición de que sea uniformemente aplicable. Fueron adoptadas por Argentina (2016-2018).

---

<sup>21</sup> ICMA es una asociación sin fines de lucro, con base en Suiza. Entre sus miembros se encuentran emisores privados y públicos, bancos y cajas de valores, bancos centrales, firmas legales, etc. A través de sus Comités, ICMA actualiza los marcos regulatorios usualmente aceptados en los mercados. ICMA prioriza cuatro áreas centrales del mercado: primario; secundario; REPO y colaterales; y bonos verdes, sociales y sustentables. Los objetivos de la asociación son: (1) promover intercambios entre sus miembros y proveer las bases para examinar y discutir temas relacionados a los mercados internacionales de capitales y valores y emitir estándares y realizar recomendaciones relacionadas a las operaciones; y (2) proveer servicios y asistencia a los participantes de los mercados internacionales de capitales y valores.



Si el deudor (Argentina) quisiera modificar una condición esencial del contrato calificada como “cuestión reservada” (por ejemplo, modificar la fecha de vencimiento de un bono), debe contar con el consentimiento de la mayoría de sus acreedores. Para buscar esas mayorías, se activan las CACs.

En el siguiente cuadro se comparan los requerimientos y mayorías para las modificaciones de cuestiones reservadas según los títulos emitidos bajo el Convenio de Fideicomiso 2005 (canjes 2005 y 2010) y el Convenio de Fideicomiso 2016 (emisiones del objeto de auditoría).

**Cuadro N° 3**

*Comparación de CACs. Procedimientos de votación para modificar cuestiones reservadas.*

	Serie única	Series agregadas	
		Doble mayoría	Única mayoría
<b>Requerimiento de "aplicación uniforme"</b>			
<i>Convenio de Fideicomiso 2005</i>	No	No	No contemplado
<i>Convenio de Fideicomiso 2016</i>	No	No	Sí
<b>Umbral de votación</b>			
<i>Convenio de Fideicomiso 2005</i>	75% (por serie)	85% (agregado) 66 <sup>2</sup> / <sub>3</sub> % (por serie)	No contemplado
<i>Convenio de Fideicomiso 2016</i>	+ 75% (por serie)	+ 66 <sup>2</sup> / <sub>3</sub> % (agregado) + 50% (por serie)	+ 75% (agregado)
<b>Sub-agregación</b>			
<i>Convenio de Fideicomiso 2005</i>	No	Sí	N/A
<i>Convenio de Fideicomiso 2016</i>	No	Sí	Sí

*Fuente: elaboración propia en base a Convenio de Fideicomiso 2005 y Convenio de Fideicomiso 2016.*

Dependiendo del título de deuda que se trate los procedimientos de votación y las mayorías requeridas difieren. Asimismo, resulta importante destacar que la condición de aplicación uniforme, es decir, que todos los tenedores afectados reciban el mismo instrumento o menú de instrumentos, no garantiza el mismo impacto económico para las distintas series ya que resultaría en distintos valores presentes netos para distintas series que se reestructuren bajo los mismos términos<sup>22</sup>. Para un detalle de las cláusulas insertas en los bonos y mecanismos ver el anexo 3.

<sup>22</sup> FMI, *Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring*, párr. 34. 2014.



## CONCLUSIONES

En 2016 el stock de títulos públicos bajo legislación extranjera se incrementó en un 60% respecto del 2015, y representó un 19% sobre el total de la deuda pública, lo que significó un incremento de casi 5 puntos porcentuales respecto del año anterior. Cabe destacar que en dicho año se colocó la mayor cantidad de nuevos títulos públicos en el mercado de Nueva York por un monto equivalente a USD 21.881.855.985. A partir de 2016, el stock de títulos bajo legislación extranjera y su proporción en relación con el total de la deuda pública siguió aumentando, aunque a menor ritmo.

Las leyes de presupuesto no aprobaron el tipo de deuda a colocar (deuda interna o externa), por lo cual los límites máximos al endeudamiento externo durante el período 2016-2018 no se establecieron conforme lo exige el artículo 60 de la LAF.

El único límite expreso al endeudamiento externo impuesto por el Congreso fue mediante Ley 27.249 que autorizó la emisión de USD 12.500 millones para el pago de las sentencias a favor de los acreedores holdout dispuestas por los tribunales de Nueva York. Esto representa el 21% del total de autorizaciones presupuestarias.

La ausencia de un cronograma estimado de emisiones para el mercado internacional, sumado a que las leyes de presupuesto no aprobaron el tipo de deuda a colocar, deriva en que el PEN no tuvo límites máximos al endeudamiento en otras jurisdicciones en el trienio 2016-2018 ya que el tope máximo al endeudamiento dispuesto por las leyes de presupuesto podría haber sido vulnerado a partir de la sanción de DNU que autoricen un nuevo endeudamiento. Sin embargo, durante el periodo auditado, el gestor de la deuda usó los decretos de necesidad y urgencia sin superar el tope máximo fijado por la ley de presupuesto.

No se evidenció un plan de endeudamiento anual conforme a estándares internacionales, en el cual se evalúen los términos y condiciones de endeudamiento externo más beneficiosos o rentables que se pueden obtener de los posibles acreedores y mercados (lo cual afecta la eficiencia y a la efectividad). Esto, a pesar de que la Dirección de Financiación Externa tiene asignadas funciones que se relacionan con este tipo de análisis.

No solo Argentina renunció a su inmunidad soberana y prorrogó su jurisdicción hacia los tribunales de Nueva York (en general por Decreto) en todas las cuestiones relativas a los bonos,



sino que se incluyeron una serie de cláusulas más riesgosas, dada la jurisprudencia de los tribunales de Nueva York, para la Argentina como la *pari passu*. En esta línea, las cláusulas de *cross default* y aceleración sumadas a los resultados respecto de la capacidad de pago, incrementan el riesgo jurídico, dado un evento de impago respecto la Deuda Pública Externa en Situación de Pago Normal (lo cual afecta la economía). Sin embargo, las cláusulas contractuales incluyeron las nuevas y mejoradas cláusulas de acción colectiva y la nueva cláusula *pari passu*, lo que mitiga el riesgo de bloqueo por parte de acreedores *holdouts* ante una eventual reestructuración y, a su vez, ante un eventual litigio, podría atenuar el riesgo jurisprudencial que considera pagar de manera equitativa a acreedores reestructurados y *holdout*.

El análisis de riesgos realizado por el auditado durante el periodo auditado (2016-2018) fue fragmentado e incompleto, lo cual afecta a la eficiencia y a la efectividad. Sin embargo, el auditado debería haber realizado planeamiento del endeudamiento y análisis *ex ante* sobre el impacto de este sobre la gestión y sostenibilidad de la deuda de acuerdo a lo que indican las buenas prácticas.

Los expedientes no contienen informes previos en los cuales se justifiquen las operaciones; tampoco se encuentra prevista la aprobación formal por parte de las autoridades del análisis de sostenibilidad ni el programa financiero. La Secretaría de Finanzas, a cargo de la dirección y supervisión del sistema de crédito público, no impulsó los procesos desde el inicio ni fundamentó e instruyó formalmente a las áreas dependientes a realizar las operaciones en el marco del programa financiero.

El proceso no fue regulado mediante procedimientos ni manuales aprobados formalmente (lo cual compromete la eficiencia). Considerando esto, el único marco aplicable son las normas que aprueban la competencia y funciones de cada área dentro del Ministerio. En esta línea, el proceso no contó con todas las intervenciones de las áreas con funciones críticas. De las 17 áreas identificadas como críticas dentro del ministerio dadas sus funciones, se verificó que 6 intervinieron en todos los expedientes, 7 áreas intervinieron parcialmente, y 4 no intervinieron o no lo hicieron acorde a sus funciones. Respecto a otros organismos, intervino el BCRA, INDEC (cuando fue pertinente) y la PTN.

El BCRA emitió opinión sobre el impacto de cada operación en particular en la balanza de pagos antes de formalizarse el acto respectivo conforme el art. 61 de la LAF, pero no lo hizo



sobre la totalidad de las operaciones autorizadas según el Decreto reglamentario 1344/07 , dado que la ONCP no lo solicitó de esa manera.

Si bien las intervenciones de las áreas técnicas fueron homogéneas, no lo fueron las áreas que “conectaron” el proceso. En este sentido, no existió una única área que gestione y coordine el proceso de manera constante. La falta de un responsable primario podría generar deficiencias y retrasos en el proceso afectando la eficiencia.

Si bien se elaboran análisis financieros que incluyen la evaluación de los términos y condiciones de cada emisión en particular, no se observan análisis sobre el impacto y conveniencia de las combinaciones de monto, plazo y moneda a emitir, de impacto sobre el perfil de la deuda, análisis de vulnerabilidad de la deuda de la deuda, o algún otro que pueda tener impacto sobre el perfil de la deuda.

Al no haber regulado el proceso de colocación de bonos internacionales, el auditado tomó como referencia una publicación del Banco Mundial sobre sindicaciones externas para una parte del proceso. La selección de esos bancos se hizo a partir de un ranking construido por una empresa privada (Bloomberg). Siguiendo recomendaciones del Banco Mundial, en general, fueron escogidos bancos que figuraran entre los 10 mejores bancos rankeados. Solo en un caso se seleccionó un banco en la posición número 12, el Deutsche Bank, y en otro caso una entidad financiera que no figuraba en el ranking, Nomura Securities International. Por otro lado, para 4 bonos (los primeros emitidos mediante Res. MHyFP 146/16) se emitió un informe posterior a la emisión, sin detalle de los criterios de selección de los bancos.

En ningún caso se analizó el “grado de solvencia, responsabilidad y capacidad para cumplir con los compromisos que surjan de la oferta” que establece la Res. MEOSP 731/1995 referenciada por la ONCP.

El análisis del riesgo jurídico, entendido como la posibilidad de contraer costos no previstos o sobreendeudamiento derivado de penalidades que se impongan ante el incumplimiento de los contratos de bonos, otras normas de la legislación aplicable a éstos, o acuerdos extrajudiciales, no fue analizado completamente, lo cual afecta la economía, la eficiencia y la efectividad.

Las áreas jurídicas (PTN y DGAJ) emitieron dictámenes para las emisiones de 2016-2018 donde se señalan cuestiones de forma y si bien se analizaron algunos temas no se analizó:



## Auditoría General de la Nación

- Los riesgos derivados de las cláusulas del fideicomiso de fecha 22/4/2016 ni las cláusulas legales de los bonos en particular
- La eventual ejecución de otros bienes no enumerados expresamente en la renuncia de inmunidad efectuada
- Los riesgos de someterse a la ley y jurisdicción Nueva York considerando la jurisprudencia adversa de esos tribunales hacia la Argentina
- El impacto de sentencias adversas en el costo del endeudamiento
- La posibilidad de someterse a otra legislación y jurisdicción y sus riesgos.

El auditado pagó por asesoramiento de estudios jurídicos externos, pero no se dispone de documentación que de cuenta de las evaluaciones efectuadas.

Teniendo en cuenta la evolución jurisprudencial y los puntos clave de cada fallo, la renuncia a la inmunidad de jurisdicción en favor de tribunales estadounidenses supone un riesgo alto, aun considerando la “reversión” (“reverse ruling”) del fallo principal que dio lugar a la interpretación de la cláusula pari passu (ver White Hawthorne), por cuanto persisten conceptos jurídicos abiertos, tales como la consideración de “conducta recalcitrante” por parte del deudor soberano para establecer la violación de tal cláusula.

Todo esto generó que Argentina se endeudase a niveles de riesgo jurídico más elevados que en comparación con la salida al mercado local dado que, en escenarios de eventos de default, el riesgo jurídico se incrementa ante la posibilidad de litigios en jurisdicción extranjera (en este caso, Nueva York), pudiendo generar nuevos pasivos contingentes para el país.

**Gabriel Luis Valladares**

**Jefe de equipo**