



Auditoría General de la Nación

**EMISIONES DE DEUDA EXTERNA.
ESTRUCTURA JURÍDICA DE DEUDA CON
TENEDORES PRIVADOS.
AUDITORÍA ESPECIALIZADA DE DEUDA
PÚBLICA
PERÍODO 2016 – 2018**

Actuación 536/2019

Gerencia de Control de la Deuda Pública

Marzo 2024



Auditoría General de la Nación

1. OBJETO.....	5
2. OBJETIVOS	5
3. ALCANCE.....	6
a) Período auditado.....	7
b) Enfoque metodológico	7
c) Criterios	9
d) Procedimientos	10
4. ACLARACIONES PRELIMINARES	11
a) Importancia del objeto de auditoría.....	11
b) Estructura administrativa.....	13
c) Bonos emitidos en los mercados internacionales	15
i. Proceso de emisión y colocación de bonos internacionales.....	18
ii. Roles de los actores intervinientes en el proceso de colocación de bonos internacionales.....	23
iii. Consideraciones sobre las cláusulas legales	26
d) Importancia relativa/materialidad	31
5. HALLAZGOS Y RECOMENDACIONES RESULTANTES	35
a) Planificación de las emisiones de deuda externa	35
i. Límites al endeudamiento externo	35
ii. Objetivos de gestión de la deuda y lineamientos a seguir respecto de la deuda externa en el marco de una estrategia de gestión de la deuda.....	38
b) Proceso de emisión de bonos en los mercados internacionales.....	40
i. Intervención de las áreas con funciones críticas y homogeneidad del proceso	40
ii. Adecuación a las prácticas internacionales del Banco Mundial. Selección de colocadores de deuda externa.....	45
c) Gestión de los riesgos jurídicos.....	50
i. Autorización de la prórroga de jurisdicción para los bonos colocados en Nueva York: homogeneidad y adecuación a las fuentes normativas consideradas	50
ii. Asesoramiento jurídico relacionado a los riesgos derivados de las cláusulas contractuales y jurisprudencia.....	55
d) Gestión de los riesgos financieros	63
i. Análisis de la capacidad de pago	64



Auditoría General de la Nación

ii. Elaboración de un plan de endeudamiento anual y evaluación del programa financiero y asesoramiento financiero.....	70
iii. Opiniones del BCRA respecto del impacto de las operaciones en la balanza de pagos	76
6. COMENTARIOS DEL AUDITADO.....	79
7. CONCLUSIONES	80
ANEXO 1 - Consideraciones sobre la prórroga de jurisdicción e inmunidad soberana .	84
ANEXO 2 – Jurisprudencia relevante de Estados Unidos	92
ANEXO 3 – Cláusulas específicas de los bonos soberanos emitidos en Nueva York ...	94
ANEXO 4 - Ley 16.432, art. 48 y modificaciones.....	106
Anexo 5 – Análisis de los comentarios del auditado	109



Auditoría General de la Nación

Siglas y abreviaturas

AGN: Auditoría General de la Nación
ASB: Acuerdo Stand By
BCRA: Banco Central de la República Argentina
BM: Banco Mundial
CC: Convenio Constitutivo del FMI
CEDE: Coordinación de Emisión de Deuda Externa.
CGN: Contaduría General de la Nación
CI: Carta de Intención
CPCCN: Codigo Procesal Civil y Comercial de la Nacion
CSCDP: Comisión de Supervisión de Control de la Deuda Pública
DA: Decisión Administrativa
DADP: Dirección de Administración de Deuda Pública
DEG: Derechos Especiales de Giro
DeMPA: Metodología de la herramienta de evaluación del desempeño en la gestión de la deuda
DGAJ: Dirección General de Asuntos Jurídicos del Ministerio de Economía
DPI: Indicador de deuda pública
e-SIDIF: Sistema Integrado de Información Financiera
FMI: Fondo Monetario Internacional
GDE: Sistema de Gestión Documental Electrónica
INDEC: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos
INTOSAI: Organización Internacional de las Entidades Fiscalizadoras Superiores
ISSAI: Normas Internacionales de Entidades Fiscalizadoras Superiores
JGM: Jefe de Gabinete de Ministros
LAF: Ley 24.156 de Administración Financiera y los Sistemas de Control del Sector Público Nacional
MECON: Ministerio de Economía
MET: Memorándum de Entendimiento Técnico
MF: Ministerio de Finanzas
MH: Ministerio de Hacienda
MHyFP: Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas
MPEF: Memorándum de Políticas Económicas y Financieras
OCSAF: Órgano Coordinador de los Sistemas de Administración Financiera
OGD: Oficina de Gestión de la Deuda
ONCP: Oficina Nacional de Crédito Público
PEN: Poder Ejecutivo Nacional
PF: Programa financiero
POA: Plan operativo anual de la Auditoría General de la Nación
PTN: Procuración del Tesoro de la Nación
SAF: Servicios de administración financiera
SEC: Security Exchange Commission
SF: Secretaría de Finanzas
SIGADE: Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda
SIGEN: Sindicatura General de la Nación
SSF: Subsecretaría de Financiamiento
TP: Títulos públicos
UAI: Unidad de Auditoría Interna
UEF: Unidad de Evaluación del Financiamiento
UNCTAD: Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo



Auditoría General de la Nación
SEÑOR MINISTRO DE ECONOMÍA

Lic. Luis Andrés Caputo

En uso de las facultades conferidas por el artículo 118 de la Ley N° 24.156, la Auditoría General de la Nación procedió a efectuar una auditoría en el ámbito del Ministerio de Economía (ex Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas y ex Ministerio de Finanzas) con el objeto que se detalla a continuación.

1. OBJETO

El tema según el Plan Operativo Anual (POA) de la AGN es “Emisiones de deuda externa 2016-2018. Estructura jurídica de emisiones de deuda con tenedores privados”.

Las operaciones abarcadas son los bonos emitidos en el mercado de Nueva York, durante el período auditado no se emitieron bonos en otras jurisdicciones extranjeras.

2. OBJETIVOS

Objetivo principal de auditoría: Evaluar si el auditado consideró y gestionó de manera económica, eficiente y efectiva los riesgos financieros y riesgos derivados de la estructura jurídica de las colocaciones de bonos en el mercado de Nueva York durante el período 2016-2018.

En base al objetivo principal y los riesgos detectados se definieron los objetivos específicos que se enumeran a continuación:

Objetivo 1: Evaluar cómo el auditado gestionó los riesgos derivados del marco legal de crédito público aplicable a nivel nacional en relación con la colocación de títulos públicos en los mercados internacionales para el período 2016-2018.

Sub-objetivo 1: Determinar si el auditado establece objetivos claros para la gestión de la deuda y lineamientos y/o límites máximos al endeudamiento externo.



Auditoría General de la Nación

Sub-objetivo2: Determinar si el proceso real¹ de emisión y colocación de títulos públicos internacionales fue completo, homogéneo y se adecuó a las sanas prácticas internacionales.

Objetivo 2: Determinar si el auditado gestionó los riesgos jurídicos de manera eficiente en relación con los títulos públicos internacionales colocados en Nueva York durante el período 2016-2018.

Sub-Objetivo 1: Determinar si el auditado evaluó los riesgos jurídicos derivados de las cláusulas contractuales de los bonos emitidos bajo ley Nueva York

Sub-objetivo 2: Determinar si el auditado evaluó los riesgos derivados de la jurisprudencia de los tribunales de Nueva York.

Objetivo 3: Determinar si el auditado gestionó los riesgos financieros de manera eficiente y si consideró el impacto en la balanza de pagos en relación con los títulos públicos internacionales colocados en Nueva York durante el período 2016-2018.

Sub-objetivo 1: Examinar las evaluaciones que realizó el auditado para gestionar los riesgos financieros.

Sub-objetivo 2: Determinar la efectividad de las opiniones del BCRA sobre el impacto de la deuda externa en la balanza de pagos.

3. ALCANCE

La auditoría se realizó en uso de las facultades conferidas por el artículo 118 de la Ley 24.156 y conforme a las Normas de Control Externo Gubernamental de la Auditoría General de la Nación (Resolución 26/15-AGN), las Normas aplicables a Auditoría Especializada de Deuda Pública (Resolución 188/16-AGN), Normas de Control Externo de Gestión Gubernamental

¹ Confr. “Mapeo de proceso”, en Técnicas de auditoría de desempeño, Instituto Serzedello Corrêa, TCU (Brasil). Este documento define: Proceso real Se denomina proceso real a aquel que está siendo realizado, que ya constituye una rutina de trabajo. Proceso según las normas Es aquel proceso que se encuentra tipificado, o sea, aquel que ya tiene orientaciones sobre cómo debe ser realizado. Proceso ideal Es aquel proceso considerado como la forma recomendada que va a propiciar mejoras de desempeño.



Auditoría General de la Nación

(Resolución 186/16-AGN) y los estándares y mejores prácticas aplicables al control de la materia especializada.

a) **Período auditado**

El período auditado abarca desde el 01/01/2016 – 31/12/2018.

Las tareas de campo se realizaron entre octubre 2021 y marzo 2024.

b) **Enfoque metodológico**

En la etapa de planificación de esta auditoría se detectaron 3 definiciones de deuda externa:

- **Definición estadística:** refiere a la deuda en manos de residentes ubicados en el exterior, y se utiliza a fines estadísticos para identificar el flujo de fondos que sale del país en concepto de pago de deuda.
- **Definición contable:** en el estado mayorizado de las cuentas contables el criterio que se utiliza para informar la deuda externa es la moneda de emisión, es decir, toda la deuda nominada en moneda extranjera se informa como deuda externa
- **Definición legal:** en principio utiliza un criterio de residencia -como lo establecido en la definición estadística-, pero si se trata de títulos públicos el criterio para definir la deuda externa es la jurisdicción y legislación aplicable.

A los efectos de este informe, la deuda externa se rige por la definición legal descripta anteriormente según la LAF y el Dec. 1344/07 que dice:

“Deuda pública externa: es aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia o domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio. En aquellos casos en que se coloquen títulos, bonos, obligaciones de largo y mediano plazo o Letras del Tesoro, se considerará deuda externa a aquella cuya jurisdicción o ley aplicable no sea la Ley Argentina.”²

En esta auditoría se determinó la adopción de un enfoque de *procesos*, el cual “se utiliza con el propósito de permitir una comprensión completa de la forma en que funciona un programa o

² LAF y Dec. 1344/07, art. 58



Auditoría General de la Nación

un sistema de la Administración Pública. El enfoque orientado a procesos no se centra principalmente en la política o en los objetivos, sino en el buen funcionamiento de los sistemas del gobierno como una condición para que las políticas sean efectivas y eficientes”³.

En relación con el objeto de auditoría y el enfoque propuesto, se buscó identificar de qué manera el auditado gestionó los riesgos en relación con el marco legal y riesgos financieros que podrían impactar en la gestión de la deuda, en particular los relacionados a la intervención de las áreas críticas identificadas, la calidad del asesoramiento en relación con los riesgos jurídicos detectados, la evaluación previa y pormenorizada de estos riesgos en conjunto con los resultados preliminares del estudio previo, que dan cuenta de la existencia de vulnerabilidad financiera⁴, empeoramiento de los indicadores de capacidad de pago en 2018, una trayectoria fiscal no sostenible⁵, considerando el impago de la deuda externa el 22 de abril de 2020⁶ que llevó a una reestructuración.

Dado el objeto del informe, los temas de auditoría seleccionados en el marco de la Res. 188/16 son “Marco legal” y “Actividades de endeudamiento”. El primer tema “comprende la evaluación del marco jurídico relacionado a las operaciones de deuda pública. Un marco legal claro y explícito puede contribuir a alcanzar bajos costos de endeudamiento, y prevenir el fraude, la dilapidación y la corrupción en la administración de la deuda pública” (Res. AGN 188/16, punto III.1). Por su parte, el tema “Auditoría de las actividades de endeudamiento” proporciona un marco de análisis para las operaciones de crédito que realiza el gestor de la deuda pública. En este sentido, la herramienta propone analizar las actividades específicas dentro del ciclo de endeudamiento como pudiera ser la preparación de un plan de endeudamiento anual coherente con la estrategia de deuda del país y la identificación de los mejores instrumentos de deuda como los préstamos en condiciones favorables y los títulos de

³ Normas de control externo de la gestión gubernamental, Res. AGN 186/16, punto II. B. 3.

⁴ De acuerdo a las ISSAI 5411 y 5422, la vulnerabilidad es el riesgo de que se violen las condiciones de liquidez o solvencia y el prestatario entre en crisis. El análisis de vulnerabilidad se basa en indicadores que den cuenta de la carga de la deuda sobre alguna medida de capacidad de pago, reconociendo que estos ratios son importantes como advertencia de cualquier situación que pudiera obstaculizar su pago y evitar una posible crisis de deuda, dada las circunstancias actuales del país.

⁵ Ver indicadores en apartado 5.d) Riesgos financieros.

⁶ Corresponde a intereses de bonos globales (BIRAD 6,875% 2021, BIRAD 7,5% 2026 y BIRAD 7,625% 2046 por un monto de USD 500 millones aproximadamente. Argentina tenía un período de gracia hasta el 22 de mayo de 2020 para pagar, no habiendo cumplido dicha obligación. Previo a esas fechas, Argentina había llamado a los inversores para encarar la reestructuración de la deuda externa.



Auditoría General de la Nación

deuda de referencia. De este modo, una vez detectadas las necesidades de endeudamiento y el monto aproximado requerido para satisfacerlas, el gestor de la deuda debería distribuirlo entre los diferentes instrumentos de deuda y en los diferentes mercados, teniendo en cuenta los objetivos de deuda plasmados en la estrategia de endeudamiento, así como también el costo y riesgos que ello implica (Res. AGN 188/16, punto III.5).

En este marco, dicho análisis versará sobre la economía, eficiencia y efectividad de las operaciones realizadas durante el período 2016-2018, que se definen de la siguiente manera⁷:

- **Economía:** el auditor examina si las actividades de deuda pública se realizan conforme a principios sensatos de administración pública y siguen las mejores prácticas de administración.
- **Eficiencia:** el auditor examina los vínculos entre los recursos o los ingresos utilizados y los objetivos específicos alcanzados en las actividades de la administración de la deuda. La principal pregunta en una auditoría de eficiencia es: ¿los objetivos de la administración de la deuda pública se han obtenido de una manera eficiente en relación al costo-beneficio? La eficiencia en deuda pública es un problema habitual de max-min. Esto es maximizar la consecución de los recursos provenientes del crédito público minimizando costos dado el riesgo.
- **Efectividad:** el auditor evalúa si la administración de la deuda logró sus objetivos y obtuvo los resultados pretendidos.

c) Criterios

Dado el tipo de control y enfoque de esta auditoría, se detallan los criterios seleccionados que se agrupan en las siguientes temáticas:

Límites al endeudamiento externo y fijación de objetivos de gestión de la deuda

- Ley 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional y su Decreto reglamentario 1344/07.

⁷ Res. AGN 188/16, punto II – Parte Específica, II.1 –Definir los objetivos de auditoría.



Auditoría General de la Nación

- Herramienta de evaluación del desempeño de la gestión de la deuda (DeMPA, por sus siglas en inglés) del Banco Mundial: DPI 1 – Marco legal.

Proceso de emisión y colocación de títulos públicos en el mercado internacional

- Herramienta de evaluación del desempeño de la gestión de la deuda (DeMPA, por sus siglas en inglés) del Banco Mundial: DPI 2 - Estructura organizativa, dimensión 1; y DPI 9 – Endeudamiento externo, dimensión 2.
- Documento sobre Sindicaciones Domésticas del Banco Mundial (mayo 2015)

Cuestiones relacionadas a los riesgos jurídicos derivados de las cláusulas contractuales y jurisprudencia

- International Capital Market Association (ICMA), 2014: Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) estándar y cláusula pari passu estándar para las emisiones de deuda que se coloquen en el mercado de Nueva York, EEUU.
- UNCTAD, Principio 10 – Transparencia.
- Herramienta de evaluación del desempeño de la gestión de la deuda (DeMPA, por sus siglas en inglés) del Banco Mundial DPI 9 – Endeudamiento externo, dimensión 3.
- ISSAI 5430 sobre Contingencias fiscales.
- Jurisprudencia de Nueva York relevante y CSJN.

Riesgos financieros: Evaluación documentada de los términos y condiciones financieros, capacidad de pago de Argentina e impacto de la deuda en la balanza de pagos

- Ley 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional y su Decreto reglamentario 1344/07, art. 61.
- Herramienta de evaluación del desempeño de la gestión de la deuda (DeMPA, por sus siglas en inglés) del Banco Mundial DPI 9 – Endeudamiento externo, dimensión 1 y 2.
- INTOSAI, Guía para Auditar la Administración de la Deuda Pública, 2012: 7.1 Actividades de endeudamiento

d) Procedimientos

A continuación, se enumeran los procedimientos generales aplicados en las tareas de ejecución:

- Análisis de expedientes de las operaciones abarcadas por la auditoría.



Auditoría General de la Nación

- Análisis de normativa aplicable
- Análisis de respuestas y documentación obtenida del auditado
- Análisis de la participación de las áreas intervinientes de hecho e idealmente de acuerdo a sus funciones normativas.
- Análisis de la homogeneidad del proceso real existente en todas las instancias.
- Verificación del cumplimiento de los pasos sugeridos por el Banco Mundial.
- Verificación de la existencia de parámetros objetivos en la selección de colocadores
- Relevamiento y análisis de dictámenes o informes de la PTN, DGAJ y ONCP
- Verificación del cumplimiento del art. 61 de la LAF
- Evaluación de la capacidad de pago del país

4. ACLARACIONES PRELIMINARES

a) Importancia del objeto de auditoría

Esta auditoría trata sobre las emisiones de títulos públicos colocados en el mercado de Nueva York durante el período 2016-2018⁸. En estas colocaciones Argentina renunció a su inmunidad soberana⁹ 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 dichos tribunales y bajo la ley de esa ciudad¹⁰.

⁸ El el periodo auditado la “Deuda contraída bajo legislación extranjera” (solo títulos internacionales) pasó de un 13.78% (31/12/2015) al 21.41% (31/12/2018) del total de la deuda pública. Ver cuadro 6

⁹ En principio, los Estados son inmunes frente a la jurisdicción de otro Estado, afirmando así su soberanía. Este principio de inmunidad garantiza que los actos o bienes de un Estado no van a ser sometidos ante tribunales judiciales u órganos administrativos de otros Estados sin su consentimiento. Fuente: GONZÁLEZ NAPOLITANO, Silvina (coordinadora); Lecciones de Derecho Internacional Público; Ed. ERREIUS; 1era edición, Buenos Aires, 2015; Capítulo *Las inmunidades de los Estados Extranjeros* por Silvina Gonzalez Napolitano y Mariana Lozza

¹⁰ Para mayor información ver anexo 1 sobre Consideraciones sobre la prórroga de jurisdicción e inmunidad soberana.



Auditoría General de la Nación

Las tareas de auditoría identificaron dos riesgos principales: (i) la inclusión de cláusulas específicas diseñadas para estos instrumentos de deuda -riesgo inherente¹¹-, y (ii) la inexistencia de un proceso formalizado para contraer este tipo de endeudamiento – riesgo de control¹²-.

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 pago¹³, incrementan el riesgo jurídico dado que cualquier evento de impago respecto la Deuda Pública Externa en Situación de Pago Normal¹⁴, 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 Externa¹⁵, salvo que los 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 condiciones¹⁶

17.

¹¹ 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).

¹² 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).

¹³ Ver apartado 5.b).

¹⁴ “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).

¹⁵ “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 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.

¹⁶ Conforme al fallo *Wilmington Savings Fund Society FSB v Cash America International Inc.*

¹⁷ Para mayor detalle ver anexo 3 – sobre cláusulas específicas de los bonos soberanos emitidos en Nueva York.



Auditoría General de la Nación

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.

b) 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 dos¹⁸:

- 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;
- 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 32/2017¹⁹, art. 4), y la del Ministerio de Hacienda (MH) (Decreto 64/2017²⁰, art. 4).

¹⁸ 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.

¹⁹ B.O. 13/1/17.

²⁰ B.O. 25/1/17.



Auditoría General de la Nación

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 a la Secretaría de Finanzas de manera conjunta, ambas dependientes del MH²¹.

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:

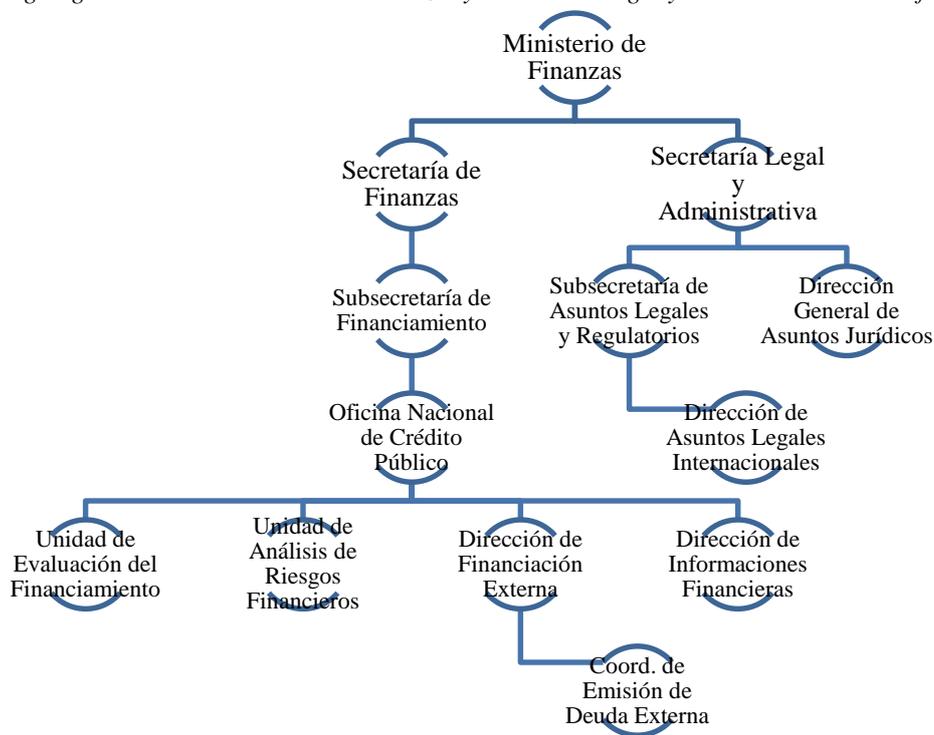
²¹ Decreto 585/18, art. 11, que sustituye el apartado I del artículo 6 del Anexo al Decreto 1344/2007.



Auditoría General de la Nación

Gráfico N° 1

Organigrama de la Secretaría de Finanzas y Secretaría Legal y Administrativa –solo front y middle office-



Fuente: elaboración propia en base a DNU 2/17, Dec. 808/17, DA 962/17, Dec. 741/15, Res. MEyFP 107/12, Res. MEyFP 611/10 y Res. MEyP 209/05.

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 LLP²², y Cravath, Swaine & Moore LLP²³ (ambos con sede en Nueva York).

c) 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; 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

²² Decreto 749/02 y Decisión administrativa 231/16.

²³ Decisión administrativa 231/16.



Auditoría General de la Nación

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
Total en USD					38.000.000.000
Total en EUR					5.250.000.000
Total en CHF					400.000.000

Fuente: elaboración propia en base a normativa.

La dinámica de emisión de normas fue la siguiente:

Gráfico N° 2

Jerarquía de autorizaciones de las emisiones de deuda externa



Fuente: elaboración propia.

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.



Auditoría General de la Nación

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 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
2016		
Tribunales extranjeros (Ley 27.249)	USD	12.500.000.000
Tribunales extranjeros (Dec. 594/16)	USD	10.000.000.000
2017		
Nueva York y Londres (Dec. 29/17)	USD	20.000.000.000
Confederación Suiza (Dec. 231/17)	CHF	3.000.000.000
2018		
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.



Auditoría General 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*)²⁴.

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

El siguiente gráfico muestra el proceso real en base al relevamiento de expedientes:

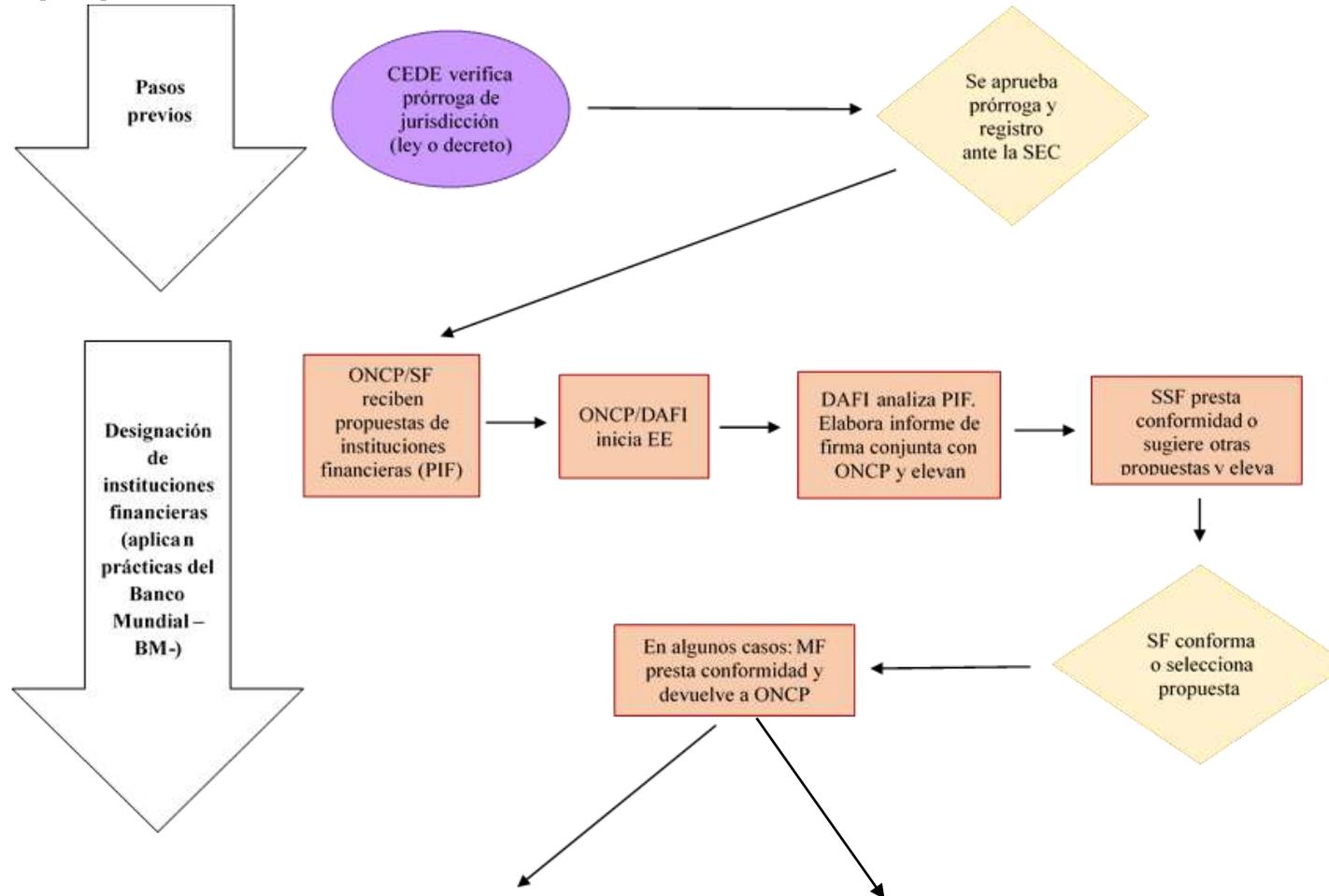
²⁴ Banco Mundial. Sindicaciones domésticas, Capítulo 2.1 – características de las sindicaciones, pág. 3.



Auditoría General de la Nación

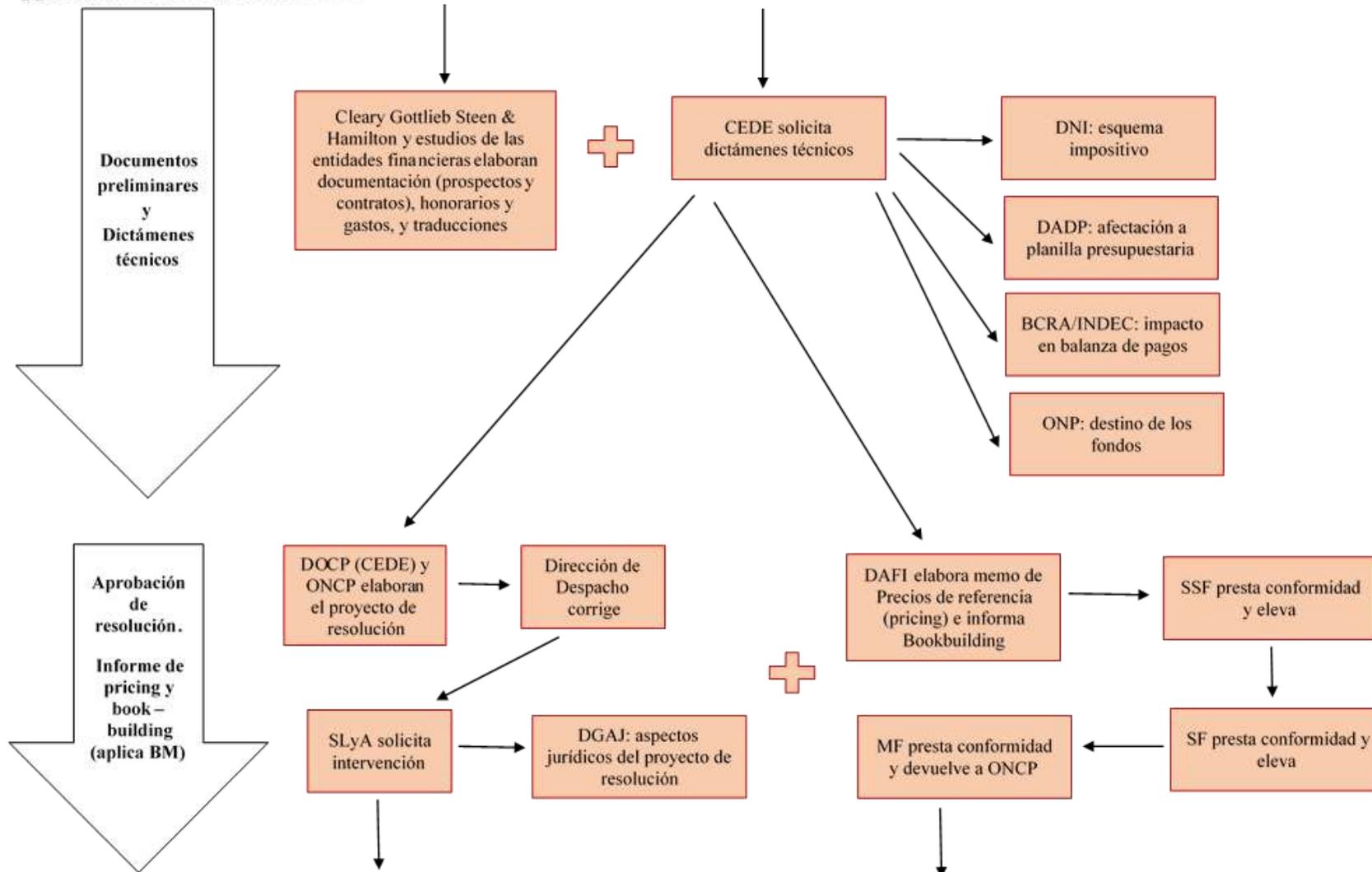
Gráfico N° 3

Mapa de proceso real



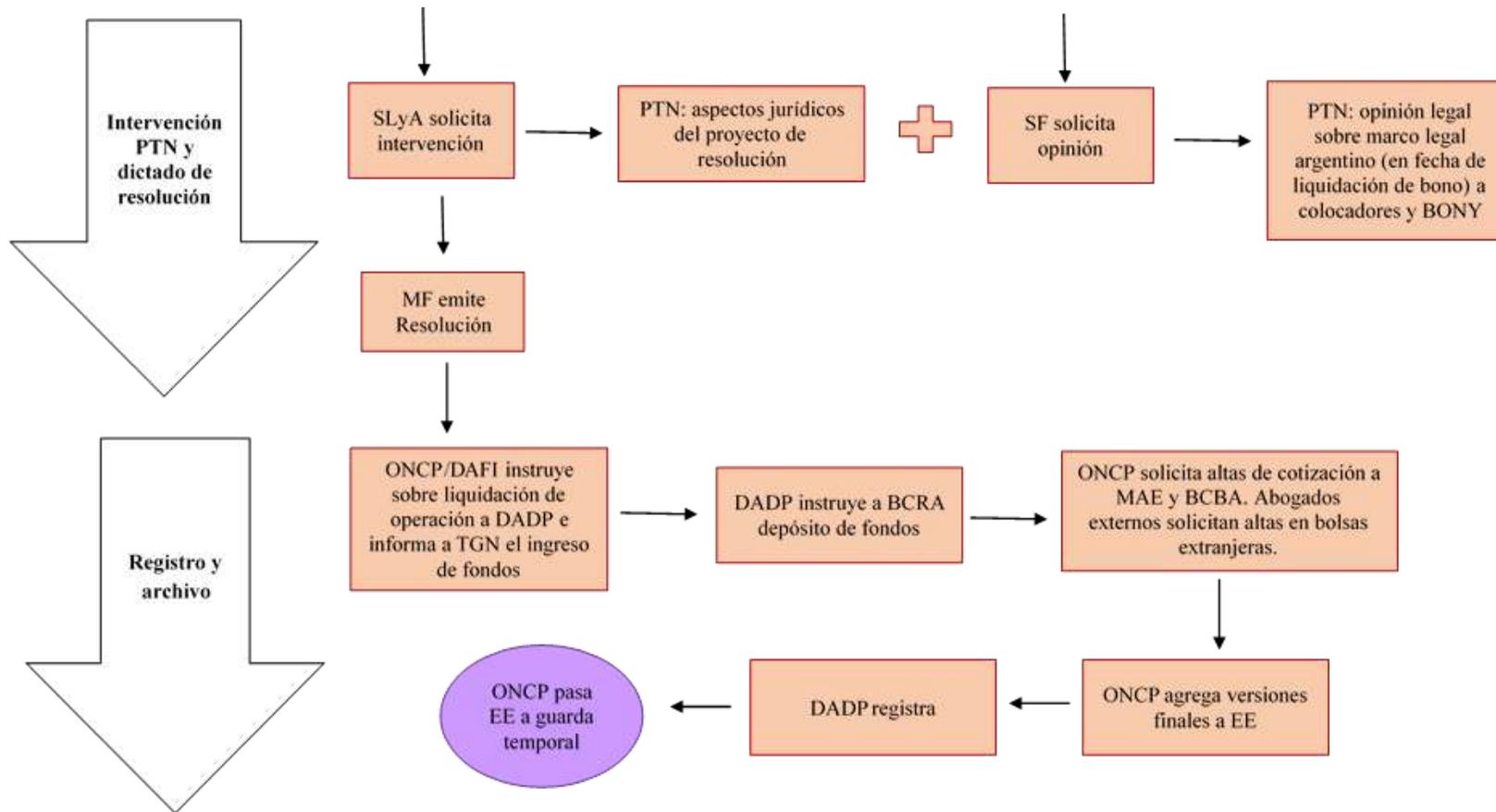


Auditoría General de la Nación





Auditoría General de la Nación





Auditoría General de la Nación

Referencias: Inicio y fin del proceso Actividad ejecutada Punto de decisión

- BCRA: Banco Central de la República Argentina
- CEDE: Coordinación de Emisión de Deuda Externa
- DADP: Dirección de Administración de la Deuda Pública
- DAFI: Dirección de Análisis del Financiamiento (ex Dirección de Financiación Externa)
- DGAJ: Dirección General de Asuntos Jurídicos
- DNI: Dirección Nacional de Impuestos
- DOCP: Dirección de Operaciones de Crédito Público
- MAE: Mercado Abierto Electronico
- EE: expediente electrónico
- MF: Ministerio de Finanzas
- ONCP: Oficina Nacional de Crédito Público
- ONP: Oficina Nacional de Presupuesto
- PTN: Procuración del Tesoro de la Nación
- SF: Secretaría de Finanzas
- SLyA: Secretaría Legal y Administrativa
- TGN: Tesorería General de la Nación
- BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Fuente: elaboración propia en base a expedientes y respuestas a Notas AGN 601/19 A-05, 602/19 A-05, 551/20 A-05 y 297/21

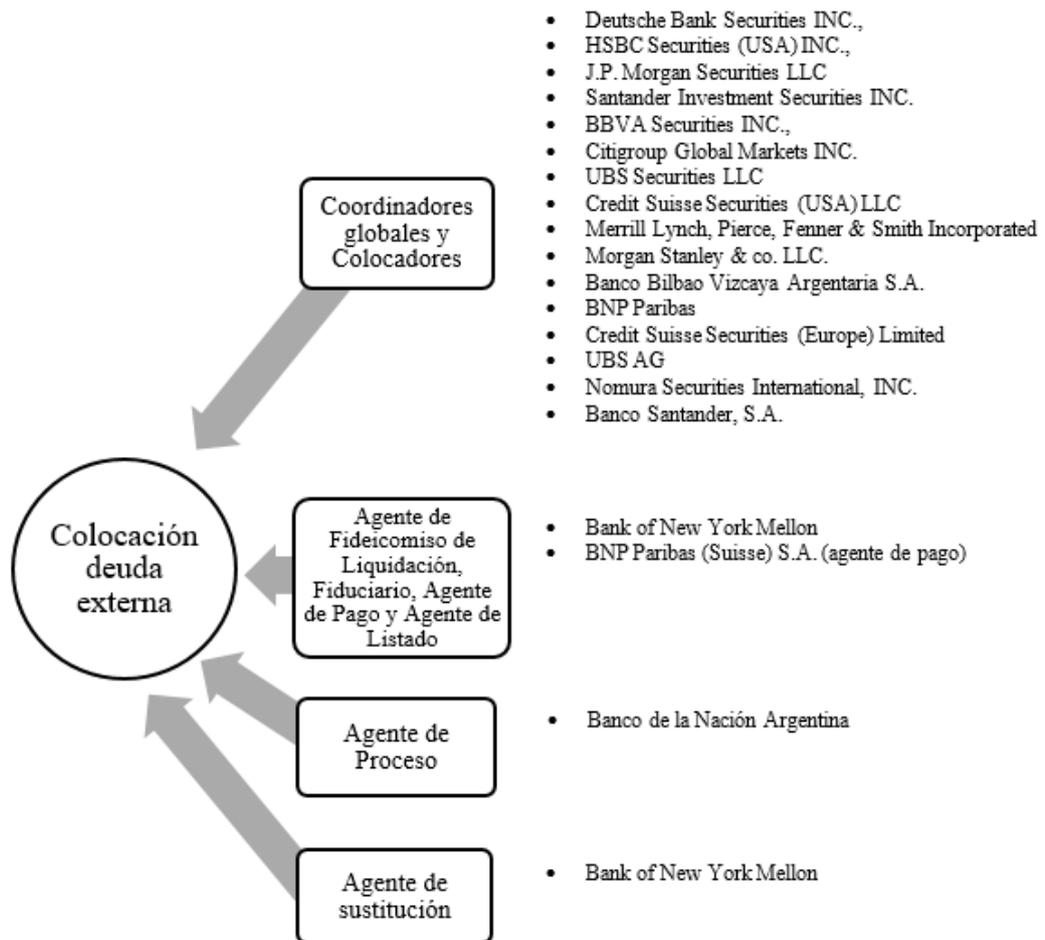


ii. Roles de los actores intervinientes en el proceso de colocación de bonos internacionales

Las colocaciones de deuda pública en los mercados internacionales implican la estructuración de un fideicomiso²⁵ y la participación de diversos actores, lo cual difiere respecto de las colocaciones en el mercado local.

Gráfico N° 4

Agentes intervinientes en el proceso de colocación de deuda pública externa en Nueva York



Fuente: elaboración propia en base a normativa.

²⁵ 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. 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.



Auditoría General de la Nación

➤ Colocadores

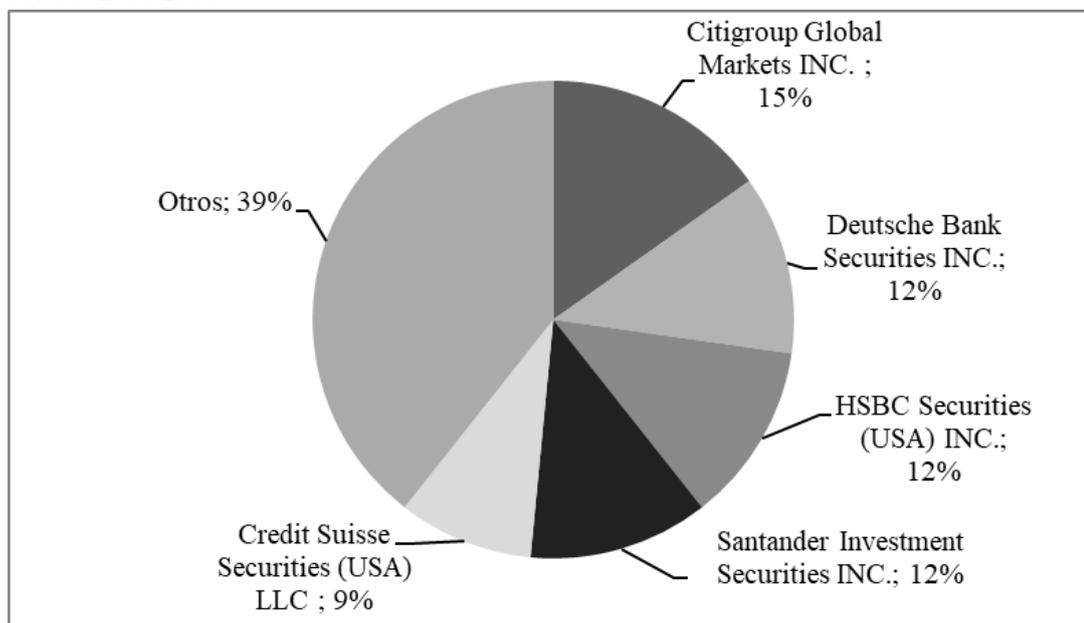
En cada emisión se conformaron distintos grupos de consorcio de entidades financieras (los colocadores), encargados principalmente de la preparación de los prospectos de emisión y de asistir en la salida al mercado (duración, estructura y fijación de precio de la oferta).

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 gráfico que sigue expone la participación de cada colocador sobre el total de intervenciones para las 18 emisiones del período 2016-2018:

Gráfico N° 5

*Participación relativa de instituciones financieras en cantidad de colocaciones de deuda pública externa
Período 2016-2018*



Fuente: elaboración propia en base a normativa.

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.

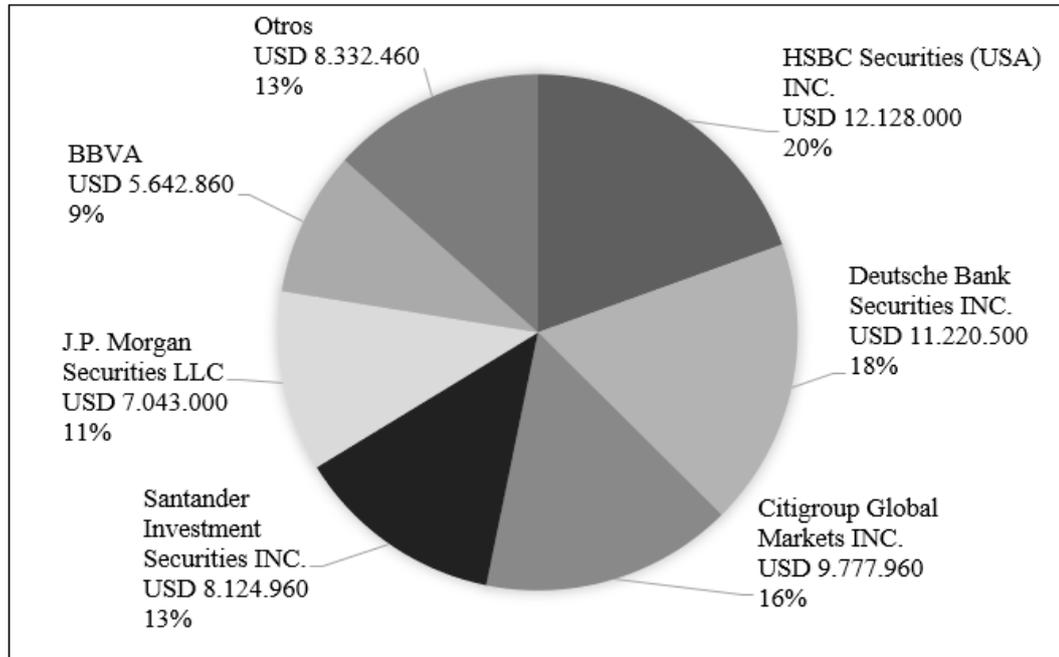


Auditoría General de la Nación

En otro sentido, si se toma en cuenta el monto percibido en concepto de comisiones por colocación, la distribución es la siguiente:

Gráfico N° 6

Participación relativa de instituciones financieras según comisiones de colocación percibidas



Nota: BBVA incluye BBVA Argentina SA y BBVA Securities INC.

Fuente: elaboración propia en base a prospectos de emisión de cada bono.

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.



Auditoría General de la Nación

El 22/4/16 Argentina celebró un contrato de fideicomiso con el Bank of New York Mellon (BONY) en carácter de fiduciario²⁶.

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:

²⁶ 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).



Auditoría General de la Nación

Cuadro N° 3

Cláusulas insertas en los prospectos de emisión de títulos públicos colocados en Nueva York
Período 2016-2018

Año	Bono	Pari Passu NY15	CACs	Derechos de registro	Negative pledge	Montos adicionales	Cross default	Aceleración	Ejecución	Rescate anticipado
2016	BIRAD 6,25% 2019	X	X	X	X	X	X	X	X	-
	BIRAD 6,875% 2021	X	X	X	X	X	X	X	X	-
	BIRAD 7,5% 2026	X	X	X	X	X	X	X	X	-
	BIRAD 7,625% 2046	X	X	X	X	X	X	X	X	-
	BIRAD 6,625% 2028	X	X	X	X	X	X	X	X	-
	BIRAD 7,125% 2036	X	X	X	X	X	X	X	X	-
	BIRAE 3,875% 2022	X	X	-	X	X	X	X	X	-
	BIRAE 5% 2027	X	X	-	X	X	X	X	X	-
2017	BIRAD 5,625% 2022	X	X	X	X	X	X	X	X	-
	BIRAD 6, 875% 2027	X	X	X	X	X	X	X	X	-
	BIRAF 3,375% 2020	X	X	-	X	X	X	X	X	-
	BIRAD 7,125% 2117	X	X	X	X	X	X	X	X	X
	BIRAE 3,375% 2023	X	X	-	X	X	X	X	X	-
	BIRAE 5,250% 2028	X	X	-	X	X	X	X	X	-
	BIRAE 6,250% 2047	X	X	-	X	X	X	X	X	-
2018	BIRAD 4,625% 2023	X	X	-	X	X	X	X	X	-
	BIRAD 5,875% 2028	X	X	-	X	X	X	X	X	-
	BIRAD 6,875% 2048	X	X	-	X	X	X	X	X	-

Fuente: elaboración propia.

Las cláusulas se podrían agrupar de la siguiente manera:

- Cláusulas que se mantienen en la vida del bono:
 - Derechos de registro
 - Montos adicionales
 - 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 York²⁷. La cláusula *pari passu* funciona como protección a los inversores en tanto les otorga un trato

²⁷ Ver anexo 2 – jurisprudencia relevante de Estados Unidos.



Auditoría General de la Nación

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.

Cuadro N° 4

Comparación de cláusulas *pari passu*

Fiscal Agency Agreement 1994	Convenio de Fideicomiso 2005	Convenio de Fideicomiso 2016
Los Títulos constituirán (...) obligaciones directas, incondicionales, con garantía común y no subordinadas de la República y tendrán la misma categoría <i>pari passu</i> y sin preferencia alguna entre ellos. Las obligaciones de pago de los Títulos de la República se categorizarán en todo momento al menos por igual con otro Endeudamiento Externo presente y futuro con garantía común y no subordinado (como se define en este Acuerdo).	Los Títulos constituirán obligaciones directas, incondicionales, con garantía común y no subordinadas de la República. Cada Serie tendrá la misma categoría <i>pari passu</i> que todas las otras Series, sin preferencia alguna de unas respecto de otras en razón de prioridad de fechas de emisión o moneda de pago o de otro modo, y tendrá como mínimo la misma categoría que todo otro Endeudamiento Externo (como se define en el presente)	Los (Bonos) constituyen y constituirán obligaciones directas, incondicionales, con garantía común y no subordinadas de la República compromete su plena fe y crédito. Los (Bonos) tienen y tendrán la misma categoría sin preferencia alguna entre sí y la misma categoría que todo otro Endeudamiento Externo Público de la República. Queda entendido que no se interpretará que esta disposición exige a la República efectuar los pagos en virtud de los Bonos en forma proporcional a los pagos que se realicen en virtud de cualquier otro Endeudamiento Externo Público.

Fuente: elaboración propia en base a párrafo 1.c del Fiscal Agency Agreement 1994, Anexo C del Convenio de Fideicomiso 2005 y Anexo C del Convenio de Fideicomiso 2016.

Esta cláusula (versión Fiscal Agency Agreement 1994) fue materia de litigio en los tribunales de Nueva York²⁸. 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.

²⁸ Ver NML c República Argentina.



Auditoría General de la Nación

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 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 siguientes²⁹:

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

²⁹ Según traducción publicada aprobada en las resoluciones de emisión de los bonos del período 2016-2018.



Auditoría General de la Nación

otras monedas) o más, o si la República no paga deuda pública externa en situación de 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 Capitales³⁰ (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).

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

³⁰ 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.



Auditoría General de la Nación

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° 5

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

	Serie única	Series agregadas	
		Doble mayoría	Única mayoría
Requerimiento de "aplicación uniforme"			
<i>Convenio de Fideicomiso 2005</i>	No	No	No contemplado
<i>Convenio de Fideicomiso 2016</i>	No	No	Sí
Umbral de votación			
<i>Convenio de Fideicomiso 2005</i>	75% (por serie)	85% (agregado) 66 $\frac{2}{3}$ % (por serie)	No contemplado
<i>Convenio de Fideicomiso 2016</i>	+ 75% (por serie)	+ 66 $\frac{2}{3}$ % (agregado) + 50% (por serie)	+ 75% (agregado)
Sub-agregación			
<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 términos³¹. Para un detalle de las cláusulas insertas en los bonos y mecanismos ver el anexo 3.

d) Importancia relativa/materialidad

Al 31/12/18, la deuda pública externa³² (solo títulos internacionales) era de USD 70.794.935.188, dividido de la siguiente manera:

³¹ FMI, *Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring*, párr. 34. 2014.

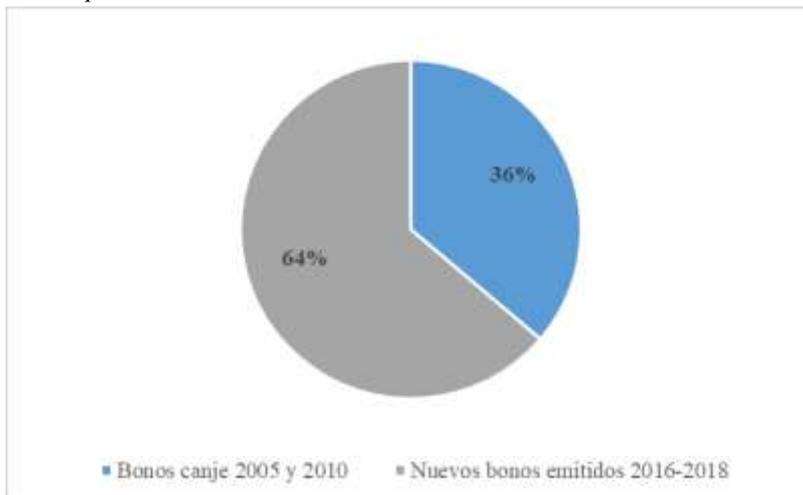
³² Según la LAF y su decreto reglamentario, la deuda externa "es aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia o domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio. En aquellos casos en que se coloquen títulos, bonos, obligaciones de largo y mediano plazo o Letras del Tesoro, se considerará deuda externa a aquella cuya jurisdicción o ley aplicable no sea la Ley Argentina" (art. 58).



Auditoría General de la Nación

Gráfico N° 7

Títulos públicos colocados en los mercados internacionales al 31/12/18



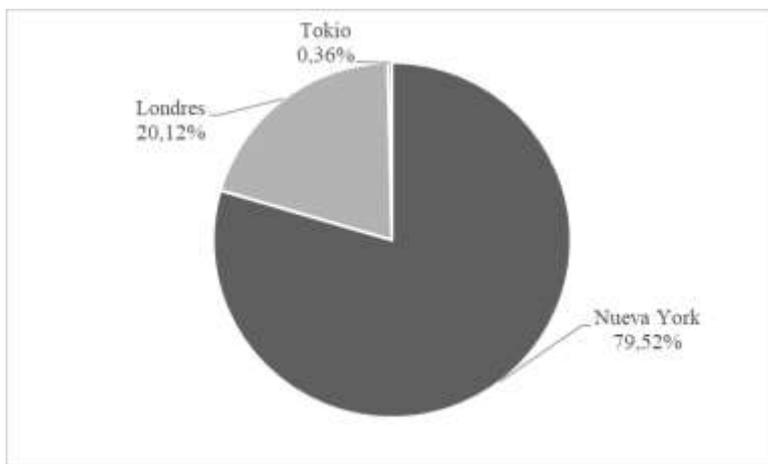
Fuente: elaboración propia en base a información provista por el auditado.

El 64% corresponde a nuevos bonos emitidos durante el período auditado. El 36% restante corresponde a bonos canjeados en el marco de la reestructuración en 2005³³ y su reapertura en 2010³⁴.

En esta línea, la mayor cantidad de bonos internacionales corresponde a la jurisdicción Nueva York, luego le sigue Londres y por último Tokio, distribuidos de la siguiente manera:

Gráfico N° 7

Distribución de la legislación aplicable al stock de títulos públicos internacionales



Fuente: elaboración propia en base a información provista por el auditado.

³³ Decreto 1735/2004.

³⁴ Decreto 563/2010.

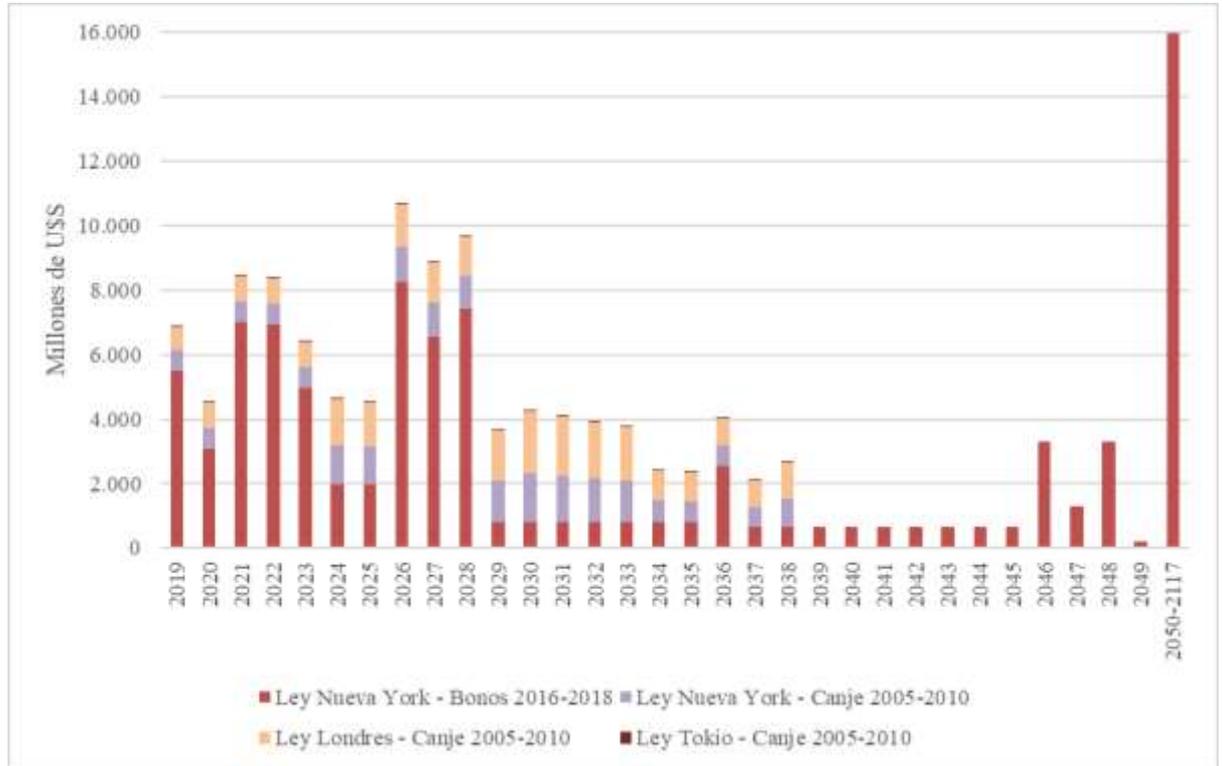


Auditoría General de la Nación

Si se considera el perfil de vencimientos de la deuda pública externa al 31/12/2018, la mayor cantidad de vencimientos se concentra en los primeros 10 años, y luego el pago de la amortización del bono del siglo:

Gráfico N° 8

Perfil de vencimientos anual de los servicios de la deuda pública (capital e intereses). Deuda performing. En millones de U\$S - Stock de deuda y tipo de cambio 31/12/18



Fuente: elaboración propia en base a información publicada por el Mecon. Disponible en: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/deuda_publica_31-12-2018_0.xlsx, hojas A.3.7 y A.3.8.

Como se observa, el mayor vencimiento se da en el período 2050-2117 por USD 15.976, que corresponde a la amortización de capital e intereses del bono del siglo en el año 2117 que fue reestructurado en 2020³⁵. Sin tener en cuenta el vencimiento del bono del siglo, se observa una concentración de vencimientos en los primeros 10 años (2018-2028).

El stock de títulos públicos bajo legislación extranjera sobre la deuda total creció durante los últimos 4 años:

³⁵ En el marco de la Ley 27.544 sobre de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Emitida Bajo Ley Extranjera.



Auditoría General de la Nación

Cuadro N° 6

Indicador Títulos Ley extranjera / Deuda Total (DT)

En USD y %

Año	Tít. ley extranjera	Var %	DT	Var %	Tít. ley extranjera/DT	Var
2015	31.525.227.461	-5,22%	228.795.903.729	0,42%	13,78%	-0,82%
2016	50.483.231.175	60,14%	270.584.095.963	18,26%	18,66%	4,88%
2017	62.792.316.757	24,38%	319.307.800.561	18,01%	19,67%	1,01%
2018	70.794.935.188	12,74%	330.596.570.924	3,54%	21,41%	1,75%

Fuente: elaboración propia.

Como se observa, en 2016 -año en el cual Argentina salió nuevamente a los mercados internacionales- el stock de títulos públicos bajo legislación extranjera 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 21.881.855.985³⁶, de los cuales USD 9.300.000.000 (42,5%) se destinaron al pago de sentencias de acreedores holdouts³⁷. 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.

Por último, si se analizan las emisiones del período 2016-2018 respecto al total de títulos públicos y el total de deuda pública, se observa lo siguiente:

Cuadro N° 7

Títulos públicos bajo legislación extranjera emitidos en el período 2016-2018 respecto del total del rubro Títulos públicos y del total de la deuda pública

En USD y %

Año	Emisiones Títulos públicos en ley extranjera (1)	Total Títulos Públicos (2)	DT (3)	(1) / (2)	(1) / (3)
2016	21.881.855.985	212.015.854.344	270.584.095.963	10,32%	8,09%
2017	13.459.495.503	253.277.032.514	319.307.800.561	5,31%	4,22%
2018	9.000.000.000	247.512.144.542	330.596.570.924	3,64%	2,72%

Fuente: elaboración propia en base a cuadro 1-A.

En esta línea, las emisiones del ejercicio 2016 representaron el 10% sobre el stock de títulos públicos y el 8% sobre el total de deuda pública para ese año, decreciendo en el trienio. La deuda colocada en los mercados internacionales decreció, mientras que la deuda total aumentó sostenidamente.

³⁶ 6 emisiones en USD por un monto de 19.250.000.000 y 2 emisiones en euros por un monto de 2.500.000.000.

³⁷ Conforme al programa financiero del año 2016.



Auditoría General de la Nación

Por otro lado, se analizaron los flujos del período 2016-2018:

Cuadro N° 8

Títulos Públicos bajo legislación extranjera emitidos en el período 2016-2018 respecto del total de emisiones de Títulos Públicos y emisiones de Deuda Pública Total

En USD y %

Año	Emisiones Títulos Públicos en Ley Extranjera (1)	Total emisiones Títulos Públicos (2)	Total Emisiones DT (3)	(1) / (2)	(1) / (3)
2016	21.881.855.985	63.497.768.312	89.343.107.913	34,46%	24,49%
2017	13.459.495.503	81.311.872.361	100.796.828.914	16,55%	13,35%
2018	9.000.000.000	67.451.553.070	99.546.904.249	13,34%	9,04%

Fuente: elaboración propia en base a base SIGADE provista por el auditado y Cuadro I-A.

Los indicadores de emisiones títulos públicos ley extranjera sobre total emisiones de títulos públicos y total emisiones deuda pública disminuyeron para el trienio analizado; el primer caso bajó 21 puntos porcentuales, mientras que en el segundo caso disminuyó 15 puntos porcentuales. Asimismo, se destaca que la deuda emitida en Nueva York disminuyó cada año durante el período (en términos de lo emitido por ejercicio), a su vez que las emisiones en títulos públicos y deuda pública incrementaron en 2017 y luego mostraron una caída para 2018.

5. HALLAZGOS Y RECOMENDACIONES RESULTANTES

a) Planificación de las emisiones de deuda externa

i. Límites al endeudamiento externo

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.



Auditoría General de la Nación

Asimismo, si bien se cuenta con un tope máximo al endeudamiento dispuesto por las leyes de presupuesto, el tope se puede ver vulnerado a partir de la sanción de DNU que autoricen un nuevo endeudamiento.

Sin embargo, durante el periodo auditado, el gestor de la deuda uso los decretos de necesidad y urgencia sin superar el tope máximo fijado por la ley de presupuesto.

Criterio:

La LAF establece que “las entidades de la administración nacional no podrán formalizar ninguna operación de crédito público que no esté contemplada en la ley de presupuesto general del año respectivo o en una ley específica. La ley de presupuesto general debe indicar como mínimo las siguientes características de las operaciones de crédito público autorizadas: **tipo de deuda, especificando si se trata de interna o externa...**” (art. 60)

Hallazgo:

El Congreso Nacional autorizó expresamente la emisión de deuda externa mediante Ley 27.249 por un monto de USD 12.500 millones para el pago de sentencias de los *holdouts* en el año 2016. Para el resto de la deuda externa instrumentada en títulos públicos, las leyes de presupuesto y DNU autorizaron montos globales sin detalle del tipo de deuda (si es interna o externa). Si bien no se encontró normativa por parte del Congreso Nacional que limite el endeudamiento externo (más allá de la partida presupuestaria que, en extremo, podría utilizarse netamente para la emisión de deuda externa), el Poder Ejecutivo Nacional impuso límites a la deuda externa mediante decreto. Así, los títulos emitidos se enmarcaron dentro de los montos permitidos por los decretos, considerando como tope máximo las leyes presupuestarias.

Las leyes de presupuesto no imponen mayores restricciones más que informar a ambas cámaras del Congreso Nacional las operaciones realizadas después de 30 días, excepto para el año 2017 que impone al Ministerio presentar al Congreso los lineamientos del programa financiero, detallando todos los servicios por mes, tipo de deuda, moneda y tenencia de dichos instrumentos -sector privado, sector externo y tenencia intra sector público- y publicar trimestralmente los avances (Ley 27.341, art 34, tercer párrafo). En este marco, se solicitó a la ONCP que remitiera el programa financiero enviado al Congreso Nacional, no obteniendo respuesta sobre este punto. Al respecto resaltó la existencia del cronograma de licitaciones (corresponde a deuda



Auditoría General de la Nación

interna), financiamiento con el BCRA y las proyecciones de vencimientos de deuda, todos ellos publicados.³⁸

Mediante Decretos 594/16, 29/17 y 2/18, el PEN encomendó al ex MF a registrar programas de emisión ante la SEC³⁹ a los fines de emitir títulos públicos en Nueva York.

Ante consulta al auditado, éste respondió que “en función del programa financiero definido por las autoridades se preparan los decretos para establecer los límites al endeudamiento externo” y que “los títulos en los mercados internacionales se colocan en función a la Estrategia Financiera y el Programa Financiero definido por las autoridades y teniendo en cuenta la demanda de los inversores, en función a las propuestas que las entidades financieras envían a la Secretaría de Finanzas”⁴⁰. El programa financiero se formula en el marco de la elaboración del presupuesto nacional, para lo cual se establece un cronograma para cada ejercicio con distintas actividades⁴¹. En este marco, la ONCP es la encargada de elaborar el programa de financiamiento para el trienio siguiente detallando tipo de moneda (nacional y extranjera), títulos, organismos internacionales de crédito, organismos nacionales, entre otros.

En este contexto, y dada la función asignada a la Coordinación de Emisión de Deuda Externa (CEDE) que dispone “elaborar un cronograma estimado de emisiones para el mercado internacional compatible con el Plan Financiero del período fiscal en curso” (Res. MEyP 209/05, planilla anexo art. 1), se solicitó la remisión de dicho cronograma. La ONCP contestó que “con el fin de evitar cualquier tipo de exposición con litigantes que quisieran realizar un operativo legal para embargar los fondos, no se realizó un cronograma de emisiones internacionales. Adicionalmente, cabe destacar que las emisiones en el mercado internacional, no ocurren con regularidad y dependen del contexto y coyuntura económica internacional y local, por lo que estas emisiones se realizaron y realizan en función a las oportunidades que se presentan en los mercados financieros, y en muchos casos, si bien forma parte de las funciones

³⁸ Mediante Nota NO-2021-34633310-APN-ONCP#MEC, en respuesta a Nota AGN 297/21 A-05, punto 4, la ONCP respondió “En referencia al artículo 34 la Secretaría de Finanzas publicó mensualmente el cronograma de licitaciones con el que se cubrió de manera parcial las necesidades de financiamiento. Adicionalmente y en línea con lo presentado en el proyecto de presupuesto 2017 se utilizaron las fuentes previstas con el BCRA. La información puede chequearse en este organismo o en http://forotgn.mecon.gov.ar/gestion/tipo_indica.html Las proyecciones trimestrales de vencimientos por acreedor, fueron publicadas en la página web de la secretaría de finanzas: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/informes-trimestrales-de-l-a-deuda>”

³⁹ Security Exchange Commission

⁴⁰ Nota NO-2021-34633310-APN-ONCP#MEC, en respuesta a Nota AGN 297/21 A-05, punto 1 y 2.

⁴¹ Res. MEyFP 207/15, Res. MHyFP 172/16 y Res. MH 251/17.



Auditoría General de la Nación

de la mencionada coordinación, desde el punto de vista del manejo de deuda no resulta conveniente para el emisor anunciar un cronograma con antelación, dado que esto puede influir negativamente en las colocaciones que se pretendan realizar, quita flexibilidad operacional y alerta a litigantes de un contexto favorable para sus intereses”⁴² y adjunta una traducción propia de un extracto de un paper del Banco Mundial.

Si bien el auditado señaló que el cronograma no se realizó debido a la inconveniencia de publicarlo, dicho cronograma se podría haber elaborado (sin publicarlo), lo que hubiese permitido administrar los flujos de deuda de manera eficiente.

De esta manera el Poder Ejecutivo Nacional se encuentra habilitado a endeudarse externamente sin límites del Congreso (como exige la LAF) y bajo criterio propio (a través del dictado de los DNU) pudiendo impactar la eficiencia en la gestión del endeudamiento. Asimismo, si bien se cuenta con un tope máximo dispuesto por las leyes de presupuesto, dichas autorizaciones se ven vulneradas a partir de la sanción de los DNU que autorizan nuevo endeudamiento. Como buena práctica se destaca que el Ministerio se auto-impuso topes máximos por debajo de los presupuestarios.

Se **recomienda** que el auditado establezca los límites máximos de deuda externa en oportunidad de elaborar el presupuesto nacional y en consonancia con el programa financiero del ejercicio, para dar cumplimiento al art. 60 de la LAF y el art. 1 de la Ley 27.612.

ii. Objetivos de gestión de la deuda y lineamientos a seguir respecto de la deuda externa en el marco de una estrategia de gestión de la deuda

No se establecieron objetivos claros de deuda pública, que incluyan lineamientos respecto de la deuda externa, en el marco de una estrategia de gestión de deuda pública conforme estándares internacionales.

Criterio:

La legislación primaria debe contener objetivos claros de gestión de deuda para evitar cambios frecuentes; una vez fijados los objetivos, éstos deberían plasmarse en una estrategia de deuda

⁴² Nota IF-2021-49845396-APN-ONCP#MEC, en respuesta a Nota AGN 457/21 A-05.



Auditoría General de la Nación
pública a mediano plazo, obligación que debería incorporarse también dentro de la legislación primaria (DeMPA, DPI 1).

Hallazgo:

Durante el período 2016-2018, los objetivos de deuda pública se plantearon en el marco del proceso de elaboración del presupuesto anual y no de una estrategia de gestión de deuda pública a mediano plazo (de 3 a 5 años) conforme a estándares internacionales. Ante consulta sobre objetivos específicos de deuda externa, la ONCP referenció el mensaje de presupuesto; específicamente el apartado sobre la política de financiamiento.

Del análisis de los mensajes y presupuestos para cada ejercicio se advirtió que los objetivos presupuestarios no fueron claros, a largo plazo, ni asequibles, dado que no se dispusieron parámetros para su medición. En general, se establecieron términos como que la deuda se mantenga en “niveles sustentables”, que el nivel de deuda contribuya al “desarrollo sustentable de la economía”, u “optimización del perfil de vencimientos”, los cuales no son medibles⁴³.

Asimismo, los objetivos no consideran ni exponen lineamientos a seguir en relación con la deuda externa ni el riesgo deseable para la gestión de la cartera.

La falta de objetivos claros se debe, en parte, a que el marco normativo no establece un proceso con la función específica de elaborar una estrategia ni un cronograma de tareas tal como se establece para el presupuesto anual, cuestión que también fue verificada en un informe anterior de AGN⁴⁴. Como consecuencia, esto impacta en la efectividad de la gestión de la deuda, no pudiendo establecer un seguimiento en concreto ni medir el cumplimiento de los objetivos planteados.

En este sentido, se **recomienda** establecer un proceso de elaboración de una estrategia de gestión de deuda pública a mediano plazo, que incluya la determinación de objetivos claros, a

⁴³ De acuerdo con la INTOSAI, “un ejemplo de un objetivo que no cumple con estos criterios (...) es una declaración de que las actividades de gestión de la deuda garantizarán que la deuda se mantenga a un nivel sostenible.”

INTOSAI – WGPD. (2021, 24 de agosto). Auditoría de gestión de deuda pública. Manual para las entidades fiscalizadoras superiores. Versión 1. Recuperado de <https://www.idi.no/elibrary/professional-sais/audit-lending-and-borrowing-frameworks/1328-auditoria-de-la-gestion-de-la-deuda-publica-manual-para-las-entidades-fiscalizadoras-superiores?format=html>

⁴⁴ Informe AGN aprobado mediante Res. CAG 94/19. Examen Especial. Análisis del desempeño del Programa 22 – Secretaría de Finanzas. Período auditado: 1/1/15 – 30/6/16.



Auditoría General de la Nación

largo plazo y medibles para la gestión de deuda y que considere un análisis costo-riesgo y los lineamientos a seguir para la deuda externa.

b) Proceso de emisión de bonos en los mercados internacionales

i. *Intervención de las áreas con funciones críticas y homogeneidad del proceso*

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 financiero⁴⁵. 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. 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. Los estudios jurídicos participaron, aunque no existe documentación de respaldo respecto del asesoramiento provisto. En el año 2008 se aprobó⁴⁶ un plan de trabajo para la elaboración de manuales de procesos que no fue implementado en su totalidad.

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.

Criterio:

⁴⁵ Detectado a su vez por la UAI en el Informe N° 39/2019.

⁴⁶ Res. SF N° 10/2008.



Auditoría General de la Nación

El Banco Mundial establece que “como mínimo, en los procedimientos documentados se deberían identificar las entidades de la organización que participarán y las funciones clave dentro de ellas (por ejemplo, trato directo, tareas intermedias y tareas administrativas) para llevar a cabo los procesos principales, como se ha descrito anteriormente, cuando se movilizan fuentes externas de financiamiento. Los procedimientos deben contar con una descripción detallada de las medidas adoptadas en todos los procesos, incluyendo qué entidades participan en las negociaciones de préstamos, el análisis financiero realizado y el registro de las operaciones”⁴⁷.

Hallazgo:

El OCSAF⁴⁸ era el encargado de establecer los métodos y procedimientos de emisión de los títulos públicos. Durante el período auditado no aprobó formalmente un procedimiento.

La ONCP, órgano rector del sistema de Crédito Público, tiene entre sus funciones “normalizar los procedimientos de emisión, colocación y rescate de empréstitos, así como los de negociación, contratación y amortización de préstamos, en todo el ámbito del sector público nacional” (LAF, art. 69. Inc. e).

Los cuadros a continuación detallan las áreas que deberían intervenir de acuerdo a las funciones establecidas en la normativa, las áreas que el auditado informó participan en el proceso real, y lo verificado en los expedientes por el equipo de auditoría.

⁴⁷ DeMPA, DPI 9 - Endeudamiento externo, Dimensión 2: disponibilidad y calidad de los procedimientos documentados para endeudamiento externo.

⁴⁸ Decreto 1344/2007, art. 63. Durante 2016 la función de OCSAF la ejercieron la SF y SH de manera conjunta, a partir de enero de 2017 el MF fue OCSAF.



Auditoría General de la Nación

Cuadro N° 9

Verificación de intervenciones de áreas críticas

Área	¿Debe intervenir según normativa?	¿Debe intervenir según proceso real?	¿Está la intervención en el expediente?
Ministerio – Áreas críticas			
Oficina Nacional de Crédito Público	Sí	Sí	Sí
Dirección Administración de la Deuda Pública	Sí	Sí	Sí
Secretaría Legal y Administrativa	Sí	Sí	Sí
Dirección General de Asuntos Jurídicos	Sí	Sí	Sí
Dirección Nacional de Impuestos	Sí	Sí	Sí
Dirección de Imposición Directa	Sí	No	Sí
Ministerio de Finanzas	Sí	Sí	Parcial
Secretaría de Finanzas	Sí	Sí	Parcial
Subsecretaría de Financiamiento	Sí	Sí	Parcial
Dirección de Financiación Externa	Sí	Sí	Parcial
Dirección de Informaciones Financieras	Sí	No	Parcial
Unidad de Evaluación del Financiamiento	Sí	No	Parcial
Oficina Nacional de Presupuesto	No	No	Parcial
Coordinación de Emisión de Deuda Externa	Sí	Sí	No
Unidad de Análisis de Riesgos Financieros	Sí	No	No
Subsecretaría de Asuntos Legales y Regulatorios	Sí	No	No
Dirección de Asuntos Legales Internacionales	Sí	No	No
Otros organismos			
Banco Central de la República Argentina	Sí	Sí	Sí
Procuración del Tesoro de la Nación	Sí	Sí	Sí
INDEC	Sí	Sí	Sí
Estudios jurídicos			
Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton LLP	Sí	Sí	No
Cravath, Swaine & Moore LLP	Sí	Sí	No
Errecondo, González & Funes	No	Sí	No

Nota: El criterio del equipo de auditoría para determinar si un área intervino parcialmente fue que la misma no fue constante en todos los expedientes. El criterio para determinar si que un área no intervino fue: (1) el área no figura en el expediente o (2) su participación fue meramente formal y no se ajustó a sus funciones específicas.

Fuente: elaboración propia en base a normativa y expedientes.

Al no contar con una estrategia o lineamientos para gestionar la deuda pública, en general, los expedientes comienzan con las propuestas de las instituciones financieras (PIF) y el auditado



Auditoría General de la Nación

realiza una evaluación de éstas. En la etapa de colocación, se elaboraron informes respecto de la determinación del precio de la operación (*pricing*) y el armado del libro de adjudicaciones (*bookbuilding*). No siempre fueron las mismas áreas que evaluaron las PIF y los informes de *pricing* y *bookbuilding*.

Cuadro N° 10

Elaboración de informes sobre las propuestas de instituciones financieras, precios de referencia (*pricing*) y *bookbuilding*

	PIF	Pricing y Bookbuilding
DFE, UEF y DIF	1	1
ONCP y DFE	2	4
ONCP y UEF	7	5
ONCP, DFE y UEF	8	8
Total	18	18

Referencias:

DFE: Dirección de Financiación Externa

ONCP: Oficina Nacional de Crédito Público

DIF: Dirección de Informaciones Financieras

UEF: Unidad de Evaluación del Financiamiento

Fuente: elaboración propia.

En todos los casos se trató de un informe de firma conjunta entre distintas áreas, aunque ningún área fue constante durante todo el período. La ONCP fue el área que firmó casi todos los informes de las PIF (17 de un total de 18); el único caso que no firmó fue para el bono del siglo (BIRAD 7,125% 2117).

Cuadro N° 11

Tipo de intervención de autoridades

	Propuestas de instituciones financieras			Pricing y bookbuilding		
	SSF	SF	MF	SSF	SF	MF
Aprobación	1	2	2	-	-	-
Conformidad	1	8	6	2	12	6
No intervino	10	2	2	10	-	4
No hay información	6	6	6	6	6	6
No aplica	-	-	2	-	-	2
Total	18	18	18	18	18	18

Fuente: elaboración propia.

Luego de que la ONCP y áreas dependientes evaluarán las PIF, eran enviadas al Subsecretario de Financiamiento o Secretario de Finanzas para su aprobación o conformidad. En esta etapa, no existió homogeneidad en cuanto a la jerarquía necesaria para prestar conformidad y, en algunos casos, el Ministro no intervino en las operaciones.



Auditoría General de la Nación

Por otro lado, no existió un área constante encargada de gestionar y coordinar el proceso. El cuadro que sigue muestra las áreas que solicitaron las intervenciones de áreas técnicas:

Cuadro N° 12

Solicitudes de intervención a las áreas técnicas

Área que solicita intervención	DADP	BCRA	DNI	ONP	INDEC	DGAJ	PTN	PTN (coloc y BONY)
DIF	1	-	1	-	-	1	-	-
No hay información	2	6	6	-	6	2	6	11
ONCP	13	6	11	-	-	9	-	-
ONCP y CEDE	-	-	-	-	-	4	-	-
ONCP y DFE	2	-	-	-	2	2	-	-
SF	-	2	-	-	-	-	2	4
SLyA	-	3	-	-	-	-	10	3
SSF	-	1	-	1	-	-	-	-
Total	18	18	18	1	8	18	18	18

Referencias:

DFE: Dirección de Financiación Externa

SF: Secretaría de Finanzas

DIF: Dirección de Informaciones Financieras

SLyA: Secretaría Legal y Administrativa

ONCP: Oficina Nacional de Crédito Público

SSF: Subsecretaría de Financiamiento

Fuente: elaboración propia.

Desde el lado financiero, la Coordinación de Emisión de Deuda Externa (CEDE)⁴⁹ no actuó conforme a sus funciones, y la Unidad de Análisis de Riesgos Financieros (UARF) no intervino.

En lo que hace a los aspectos legales, la Subsecretaría de Asuntos Legales y Regulatorios (SSALyR) y la Dirección de Asuntos Legales Internacionales (DALI), dependiente de la mencionada Subsecretaría, no aparecen en los expedientes. Ambas áreas son importantes no solo por su competencia, sino también porque, según la ONCP, la SSALyR era la que mantenía las comunicaciones con los estudios jurídicos externos, no evidenciándose el asesoramiento realizado ni un análisis propio desde el lado del soberano. La única evidencia que se encontró en los expedientes fue la tramitación de las facturas remitidas por el estudio CGSH a la Argentina⁵⁰. Allí se mencionaron comunicaciones con el Subsecretario a cargo de dicha cartera, sin incorporar minutas u otra documentación que dé cuenta del asesoramiento provisto.

Respecto a los estudios jurídicos contratados como asesores externos, el auditado no cuenta con dictámenes u otro tipo de documentación que dé cuenta del asesoramiento provisto. Los únicos

⁴⁹ Conforme surge de: Res. MEyP 209/05, planilla anexo art. 1 (B.O. 22/4/09) y Decisión Adm. 309/18, art. 2, Anexo IV (B.O. 14/3/18).

⁵⁰ Expedientes recibidos en respuesta a Nota AGN 456/21 A-05.



Auditoría General de la Nación

expedientes relacionados contienen las facturas emitidas por los estudios y tareas realizadas por los abogados⁵¹.

La falta de análisis previos puede afectar la relación costo-beneficio de los empréstitos contraídos. La ausencia de documentación de respaldo afecta la integridad de la información. Los desvíos en las intervenciones de las áreas críticas pueden ocasionar tareas arbitrarias, falta de controles cruzados, tareas repetitivas, o funciones que se superponen afectando el control interno.

Se **recomienda** confeccionar un manual de procedimientos que establezca roles y funciones de cada área relevante en el marco de un proceso normado de colocación de títulos públicos. El inicio del proceso debería contemplar el fundamento de las operaciones a realizar y su relación con el programa financiero y perfil de vencimientos de la deuda pública. Asimismo, el manual debería indicar los requerimientos de los informes técnicos para cada área y la documentación de respaldo que debe incorporarse al expediente, para garantizar la uniformidad, integridad y transparencia en las operaciones.

ii. Adecuación a las prácticas internacionales del Banco Mundial. Selección de colocadores de deuda externa

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. En general, se consideraron parámetros objetivos de selección de entidades financieras (11 bonos), excepto por el BIRAD 7,125% 2117 - SIGADE 71314000 que seleccionó la entidad financiera Nomura Securities International, INC. a pesar de no encontrarse dentro de la tabla de ranking. 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.

⁵¹ Se solicitó al auditado la remisión de los documentos que den cuenta del asesoramiento recibido por los estudios jurídicos externos, quien contestó mediante NO-2021-34633310-APN-ONCP#MEC en respuesta a Nota AGN 297/21 A-05 al punto 14 que: "Durante el periodo aludido las comunicaciones con los estudios jurídicos externos eran llevadas a cabo en la mayoría de los casos por la Subsecretaría de Asuntos Legales y Regulatorios. No se cuenta con los correos electrónicos que enviaba el estudio, dado el tiempo transcurrido, en caso de que esa Auditoría lo necesitase debería requerirlo a la Dirección General de Tecnología de la Información y las Comunicaciones (DGTIC)."



Auditoría General de la Nación

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.

Criterio:

El Banco Mundial explica que los procesos de sindicación externa tienen 6 pasos: (1): Designación de un grupo de consorcio; (2) Guía de fijación de precios; (3) Anuncio oficial de la transacción /recepción de ofertas; (4) Cierre de registros; (5) Adjudicación de Órdenes; (6) Administración de post-sindicación del mercado⁵². La selección de bancos debería considerar parámetros objetivos.

Hallazgo:

No existe un manual que establezca criterios objetivos de selección de bancos colocadores en el marco del proceso de emisión y colocación de bonos en los mercados internacionales. Las prácticas seguidas del Banco Mundial tampoco establecen parámetros objetivos, limitándose a describir que la selección de los bancos puede ser “de forma competitiva” o a “juicio de valor”. En el marco de las prácticas del Banco Mundial, el auditado seleccionó a las entidades financieras para colocar los títulos en los mercados internacionales en base a su “juicio de valor”⁵³ según el paso 1 sobre Designación de un grupo de consorcio. En este marco, se buscó determinar si el auditado utilizó parámetros objetivos para la selección de las entidades.

Ante consulta, la ONCP señaló que “al momento de seleccionar los bancos se cumple con los criterios establecidos mediante la resolución MEOSP 731/1995 en las cuales “se aprueban las características mínimas a las que deberán ajustarse las ofertas de financiamiento internacional dirigidas al sector público, provenientes de fuentes privadas de crédito”. En particular, se establece que las ofertas deberán provenir en forma directa de una o más instituciones financieras de primera línea y que dichas instituciones deberán figurar en las principales compilaciones habituales⁵⁴. Para ello, en cada designación de bancos se ha verificado que figure

⁵² Banco Mundial, (2014). Domestic syndications.

⁵³ El Banco Mundial explica este concepto: “son los bancos designados que el emisor considera mejor equipados para lograr los objetivos asignados, es decir, la experiencia y capacidad del banco para llevar a cabo la transacción, la solidez de la relación del banco con la base de inversores objetivo, y su capacidad y recursos para respaldar los bonos sindicados en el mercado secundario” (traducción propia).

⁵⁴ Anexo Res. 731/95, punto a)



Auditoría General de la Nación

entre los primeros puestos del ranking en colocación de deuda⁵⁵. Otros criterios particulares en el análisis de las propuestas recibidas dependen de la coyuntura o de alguna colocación específica constan en los IF de análisis de propuesta.”⁵⁶ Cabe destacar que el informe elaborado para las primeras 4 emisiones⁵⁷ en el marco de la Ley 27.249 y Res. MHyFP 146/16 tiene fecha posterior a la emisión por lo que no se evidencia un análisis sobre la cuestión.

Mediante Res. MEOSP 731/1995 se aprobaron las características mínimas a las que deben ajustarse las ofertas de financiamiento internacional provenientes de fuentes privadas de crédito dirigidas al sector público (art. 1). Como criterio de selección, la resolución dispone que las entidades “tendrán que evidenciar un alto grado de solvencia, responsabilidad y capacidad para cumplir con los compromisos que surjan de la oferta” y que deberán figurar “en las compilaciones habituales referidas a las principales instituciones financieras del mundo” (anexo, inciso “a”).

De la información obrante en los expedientes, se desprenden los siguientes criterios para la selección de los bancos colocadores, que la ONCP eleva a las autoridades para su conformidad o aprobación:

- La mayoría de los informes tuvieron en cuenta la posición en el ranking de los bancos que formularon propuestas a la Argentina para colocar bonos en los mercados internacionales teniendo en cuenta su participación en cuanto al volumen de colocación de títulos con emisores latinoamericanos⁵⁸.

⁵⁵ El sistema de información de mercado que utiliza el Ministerio es Bloomberg. Allí, se publican tablas de ranking a nivel mundial de los bancos internacionales según el volumen colocado, la cantidad de emisiones y las comisiones que se cobran. En los expedientes se adjuntaron capturas de pantalla de dichas tablas.

⁵⁶ NO-2021-34633310-APN-ONCP#MEC en respuesta a Nota AGN 297/21 A-05.

⁵⁷ BIRAD 6,25% 2019 (vencimiento 22/4/2019; código ISIN US040114HB90; SIGADE 70584000); BIRAD 6,875% 2021 (vencimiento 22/4/2021; código ISIN US040114GW47, USP04808AA23; SIGADE 70585000); BIRAD 7,5% 2026 (vencimiento 22/4/2026; código ISIN US040114GX20, USP04808AC88, US040114GS35; SIGADE 70586000); BIRAD 7,625% 2046 (vencimiento 22/4/2046; código ISIN US040114GY03, USP04808AE45, US040114GU80; SIGADE 70587000).

⁵⁸ Las tablas de ranking surgen de capturas de pantallas incorporadas como archivos embebidos a los expedientes remitidos. Para los BIRAD 6,625% 2028 (vencimiento 6/7/2028; código ISIN US040114HF05, USP04808AJ32; SIGADE 70589000) y BIRAD 7,125% 2036 (vencimiento 6/7/2036; código ISIN US040114HG87, USP04808AK05, US040114HE30; SIGADE 70590000) no se adjuntan tablas de ranking, aunque sí se menciona que se consideró dicha cuestión como criterio.



Auditoría General de la Nación

- En general se seleccionaron entre los 10 mejores bancos rankeados; solo en un caso se seleccionó un banco en la posición número 12⁵⁹ y en otro caso una entidad financiera que no figuraba en el ranking⁶⁰.
- En todos los casos relevados, Argentina abonó comisiones menores en términos porcentuales respecto de las comisiones promedio de mercado, excepto por la emisión de BIRAF 3,375% 2020⁶¹ que no había información sobre las comisiones en el mercado suizo; la comisión que pagó Argentina fue de 0,30%.
- La selección de consorcios bancarios se fundó en su mayor alcance hacia la base inversora.
- Se tuvo en cuenta la presencia de al menos un banco dentro del consorcio que pueda hacer la liquidación en Argentina para que esté blindada frente a hipotéticos embargos de los holdouts⁶².
- En algunos casos se consideró relevante el ofrecimiento por parte de las entidades financieras de otras fuentes de fondeo como los contratos de recompra (*repurchase agreements*, comúnmente denominados REPO)⁶³.

Como criterio adicional, en 4 bonos en dólares se tuvo en cuenta la relación estratégica con los bancos que, según la ONCP, refirió a “apoyar a la República Argentina con operaciones de financiamiento en las que comprometían sus propios balances, en lugar de descargar deuda en

⁵⁹ El Deutsche Bank para la emisión de los BIRAD 5,625% 2022 (vencimiento 26/1/2022, código ISIN US040114HK99, USP04808AL87; SIGADE 71311000) y BIRAD 6, 875% 2027 (vencimiento 11/1/2048; código ISIN US040114HR43; SIGADE 71320000) emitidos mediante Res. MF 5/17.

⁶⁰ Nomura Securities International, INC. para la emisión del BIRAD 7,125% 2117 (vencimiento 28/6/2117, código ISIN USP04808AN44, US040114HM55, US040114HN39; SIGADE 71314000) emitido mediante Res. MF 97/17.

⁶¹ Con vencimiento el 12/10/2020, código ISIN CH0361824458, SIGADE 71313000.

⁶² Se consideró expresamente para la emisión de los siguientes bonos:

BIRAF 3,375% 2020, con vencimiento el 12/10/2020, código ISIN CH0361824458, SIGADE 71313000;
BIRAD 7,125% 2117, con vencimiento el 28/6/2117, código ISIN USP04808AN44, US040114HM55, US040114HN39; SIGADE 71314000;

BIRAE 3,375% 2023, con vencimiento el 15/1/2023, código ISIN XS1715303340, SIGADE 71315000;
BIRAE 5,250% 2028, con vencimiento el 15/1/2028, código ISIN XS1715303779, SIGADE 71316000;
BIRAE 6,250% 2047, con vencimiento el 9/11/2047, código ISIN XS1715535123, SIGADE 71317000;
BIRAD 4,625% 2023, con vencimiento el 11/1/2023, código ISIN US040114HP86, SIGADE 71318000;
BIRAD 5,875% 2028, con vencimiento el 11/1/2028, código ISIN US040114HQ69, SIGADE 71319000;
BIRAD 6,875% 2048, con vencimiento el 11/1/2048, código ISIN US040114HR43, SIGADE 71320000.

⁶³ BIRAD 5,625% 2022, con vencimiento el 26/1/2022, código ISIN US040114HK99, USP04808AL87; SIGADE 71311000;

BIRAD 6, 875% 2027, con vencimiento el 26/1/2027, código ISIN US040114HL72, USP04808AM60; SIGADE 71312000;

BIRAF 3,375% 2020, con vencimiento el 12/10/2020, código ISIN CH0361824458, SIGADE 71313000.



Auditoría General de la Nación

el mercado, ampliando así la base inversora y poder contar con fuentes de financiamiento alternativo.”⁶⁴ Este fue el caso de Nomura que no figuraba en las tablas de ranking elaboradas por Bloomberg, pero fue seleccionado dentro del consorcio que colocó el bono del siglo. Para los otros 3 bonos en dólares⁶⁵, los Bancos CITI, DB y HSBC remitieron una propuesta conjunta incluyendo a BBVA y a Santander como Co-Managers; finalmente el BBVA y Santander no fueron incluidos en la colocación⁶⁶.

El caso más completo en cuanto a la justificación de selección de colocadores fue para el bono en francos suizos (BIRAF 3,375% 2020⁶⁷), destacándose que era un mercado nuevo para Argentina.

El auditado afirmó cumplir con la Res. MEOSP 731/1995 para la selección de los bancos, no habiéndose constatado su cumplimiento en los títulos de deuda analizados por cuanto en ningún caso se evidenció un análisis del “grado de solvencia, responsabilidad y capacidad para cumplir con los compromisos que surjan de la oferta” (Res. 731/95, anexo, punto “a”). No obstante, se destaca que la mayoría de los bancos se encontraron entre los 10 mejores rankeados por Bloomberg, cumpliendo así con el requisito de “figurar en las compilaciones habituales referidas a las principales instituciones financieras del mundo” (Res. 731/95, anexo, punto “a”).

En este sentido, la ausencia de manuales o normativa actualizada que establezca el procedimiento completo relacionado a la colocación de deuda externa y en particular defina criterios de selección de bancos colocadores así como las áreas que intervienen en esa etapa (área a cargo del armado de las especificaciones técnicas, aprobación de las mismas, análisis de las propuestas contra, etc), aumenta la discrecionalidad y resta efectividad a la gestión por cuanto pudo impactar en la selección de la mejor opción.

Se **recomienda** que el auditado elabore un manual o ficha que establezca los requisitos que deberán cumplimentarse en materia de recepción de propuestas y parámetros objetivos

⁶⁴NO-2021-50316431-APN-ONCP#MEC, en respuesta a Nota AGN 460/21 A-05.

⁶⁵ BIRAD 4,625% 2023, con vencimiento el 11/1/2023, código ISIN US040114HP86, SIGADE 71318000
BIRAD 5,875% 2028, con vencimiento el 11/1/2028, código ISIN US040114HQ69, SIGADE 71319000
BIRAD 6,875% 2048, con vencimiento el 11/1/2048, código ISIN US040114HR43, SIGADE 71320000.

⁶⁶La Res. MF 3/18 designa al Citigroup Global Markets INC., Deutsche Bank SecuritiesINC.y HSBC Securities (USA) INC, como “Colocadores Conjuntos” (art. 1).

⁶⁷ Con vencimiento el 12/10/2020, código ISIN CH0361824458, SIGADE 71313000.



Auditoría General de la Nación

generales de selección de entidades financieras y áreas intervinientes en el marco de la emisión de bonos internacionales y/o actualice la Res. MEOSP 731/1995.

c) Gestión de los riesgos jurídicos

El riesgo jurídico forma parte de la evaluación de riesgos operativos de una entidad. Por riesgo jurídico se entiende 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. El incumplimiento de los contratos de bonos implicaría la activación de cláusulas riesgosas si se considera la jurisprudencia imperante en los tribunales de Nueva York. A su vez, las debilidades detectadas en la configuración del marco legal interno también se considera riesgo jurídico a los efectos de este informe⁶⁸.

En el presente apartado se analizará cómo el auditado gestionó los riesgos jurídicos.

i. Autorización de la prórroga de jurisdicción para los bonos colocados en Nueva York: homogeneidad y adecuación a las fuentes normativas consideradas

Excepto la emisión autorizada mediante Ley 27.249, la prórroga de jurisdicción se autorizó mediante decretos que invocan el art. 53 de la Ley 11.672 como base de la autorización, sin tomar en cuenta todas las fuentes normativas que deberían ser consideradas. No obstante, la PTN ha asesorado en distintas operaciones dando por válida la prórroga y sin establecer un nexo específico entre el primer y segundo párrafo del art. 53 de la Ley 11.672 y abarcando operaciones distintas a las de crédito público, aunque citando en sus opiniones un marco más amplio que el previsto en los decretos.

Criterio:

⁶⁸ El concepto fue adaptado de la definición establecida por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) que dice “El riesgo operacional es definido como el riesgo de pérdida como resultado de procesos internos inadecuados o que fallan, personas y sistemas o de eventos externos. Esta definición incluye el riesgo legal, pero excluye el riesgo estratégico y reputacional. El riesgo legal incluye, y no se limita a, la exposición a fianzas, multas o penalidades resultantes de las acciones de supervisión, así como también de acuerdos privados” Traducción propia, ver definición en inglés en:

https://www.bis.org/basel_framework/chapter/OPE/10.htm?tldate=20221231

El FMI también engloba al riesgo legal dentro del riesgo operacional. Ver las Directrices revisadas para la gestión de la deuda pública en <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Revised-Guidelines-for-Public-Debt-Management-PP4855>



Auditoría General de la Nación

La UNCTAD establece como principio que “los gobiernos tienen la responsabilidad de establecer e implementar marcos legales comprensivos que claramente definan autoridades, procedimientos, responsabilidades y obligaciones de rendición de cuentas” (principio 10 sobre transparencia). Por otra parte, dada la especificidad revelada por el análisis jurisprudencial de la CSJN respecto a la aplicación del art. 53 de la Ley 11.672 (T.O. 2014) que considera la contraparte acreedora, se deberían invocar las normas específicas que abarque la contraparte de la prestación.

Hallazgo:

Los dictámenes de la DGAJ no son homogéneos en cuanto a la invocación de la normativa que respalda la prórroga de jurisdicción. Los decretos que dispusieron las prórrogas de jurisdicción y renuncia a oponer la inmunidad soberana se fundaron, entre otros, en el art. 53 de la Ley 11.672 (T.O. 2014) que dice:

“Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el Poder Ejecutivo Nacional, queda éste facultado para contratar préstamos con Organismos Internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la República Argentina, siempre que se ajusten a los términos y a las condiciones usuales, y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos.

El Poder Ejecutivo Nacional queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la Corte Internacional de Justicia de la Haya”.

Dado que el primer párrafo se refiere a otro tipo de acreedor (Organismos Internacionales), se estudió la aplicabilidad del mencionado artículo al objeto de auditoría (deuda con tenedores privados).



Auditoría General de la Nación

La Corte Suprema de Justicia de la Nación⁶⁹ (CSJN) en el fallo Brunicardi, Adriano Caredio c/ Estado Nacional (B.C.R.A.) s/ cobro con fecha 10/12/96 interpretó el actual artículo 53 de la Ley 11.672 (T.O. 2014), en su redacción original (Ley 16.432, art. 48, modificado por Ley 20.548, art. 7). El fallo mencionado evaluó si las normas impugnadas relacionadas a la reestructuración de los BONODs emanaron de la autoridad competente y su constitucionalidad. Si bien los hechos discutidos en el caso no son directamente asimilables al objeto de auditoría por tratarse de una reestructuración y no de nuevas emisiones, resulta importante destacar la interpretación que la CSJN realizó sobre la normativa por cuanto se trata de títulos públicos con acreedores privados.

La CSJN determinó que la legitimidad de lo actuado, es decir, la reestructuración de la deuda, no encontraba sustento en el art. 48 de la Ley 16.432 (plasmado actualmente en el art. 53, Ley 11.672 –T.O. 2014). Específicamente, expresó: “que a juicio de la parte demandada, las facultades del Poder Ejecutivo para financiar y refinanciar la deuda externa del sector público, se sustentarían en la delegación contenida en el **art. 48 de la ley 16.432**, que sería una norma de vigencia general incorporada a la ley permanente de presupuesto 11.672 (**con la modificación introducida por el art. 7° de la ley 20.548**). **Estas normas autorizan al órgano ejecutivo para contraer préstamos con organismos internacionales económico financieros a los que pertenezca como miembro la República Argentina o con agencias o entidades de otros gobiernos y para comprometer la garantía de la Nación en operaciones de esas características**. En este último supuesto, la citada ley admite dar garantía en obligaciones asumidas por entidades públicas o privadas. Aun cuando esta norma entrañaría una delegación impropia de facultades del Poder Legislativo en el Poder Ejecutivo para la materia determinada que contempla, en atención a que en el *sub lite* **no se trata de una operación concertada con un organismo financiero internacional sino con un acreedor externo privado, parece más convincente sustentar la legitimidad de lo actuado por el Poder Ejecutivo en la ratificación**

⁶⁹ Si bien las sentencias de la Corte son para el caso en concreto, la doctrina emanada de ésta es tenida en cuenta para futuros planteos considerándose así una fuente normativa dentro del derecho argentino. La Procuración del Tesoro ha sostenido reiteradamente que la Administración Pública debe acoger los lineamientos doctrinarios establecidos por la Corte Suprema, absteniéndose de cuestionarlos o de entrar en polémica con ellos aún cuando no comparta su contenido: Ha dicho al respecto que ese principio se funda en la jerarquía del Tribunal, el carácter definitorio y último de sus sentencias respecto de la interpretación y aplicación del derecho y la necesaria armonía en el comportamiento de los distintos órganos del Estado... (Dictámenes 196:64, 201:222 y 206:357, entre otros).” (PTN, Dictamen 233:278).



Auditoría General de la Nación
dada por el Congreso **en ocasión de la aprobación del presupuesto anual y de la cuenta de inversión**” (Fallos 319:2886, considerando 11) (destacado propio).

Desde los años '90 hasta la fecha, la PTN no consideró el fallo Brunicardi, Adriano Caredio c/ Estado Nacional (B.C.R.A.) s/ cobro de la CSJN, específicamente el considerando 11 que analiza la aplicación del art. 53, ni tampoco hace referencia al Decreto 1344/07 reglamentario de la LAF, en tanto establece como criterio de clasificación entre deuda interna y externa la legislación aplicable, y no la residencia del acreedor. A partir del texto ordenado en 1995, la redacción del artículo se modificó respecto de su versión original (ver anexo 4).

Se solicitó a la PTN que aclare si el segundo párrafo del art. 53 de la Ley 11.672 (T.O. 2014) guarda relación con el primer párrafo, qué interpreta por “personas extranjeras” en el marco del segundo párrafo del artículo mencionado, y si para dictaminar respecto de la aplicabilidad del artículo 53 de la Ley 11.672 (T.O. 2014) en el marco de las emisiones de títulos públicos colocados en Nueva York durante el período 2016-2018, tuvo en cuenta lo asentado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación, en Fallos 319:2886, considerando 11⁷⁰.

Al respecto, la PTN contestó que “(...) en distintos asesoramientos esta Casa se expidió en sentido favorable a la viabilidad de someter controversias con personas extranjeras a tribunales de otros países o tribunales arbitrales, aun cuando las operaciones involucradas no eran las específicamente previstas en el primer párrafo del artículo 53 de la Ley N° 11.672 Complementaria Permanente de Presupuesto (T.O. 2014; o el artículo equivalente de anteriores textos ordenados de esa ley). (...) existen diversos precedentes de acuerdos con Organismos Internacionales de los que la República es Parte, en los que se pactó la prórroga de jurisdicción en función de la norma que nos ocupa; pero no consistieron específicamente en contratos de préstamos, sino que plasmaron vínculos jurídicos con otro encuadre, tal el caso de la figura de la donación (vgr. Convenios aprobados por los Decretos Nros. 1633/94, 805/95, 524/2001, 2192/2002, 1104/2003, 652/2006, 1554/2006, 1253/2009, entre otros)”⁷¹.

Por tanto, la evolución interpretativa de la PTN respecto del actual art. 53 de la Ley 11.672 Complementaria permanente de presupuesto (T.O. 2014) llevó a que dicho artículo sea utilizado para cualquier tipo de operación que involucre una prórroga de jurisdicción hacia tribunales

⁷⁰ Nota AGN 373/21 A-05.

⁷¹ IF-2021-41547449-APN-PTN.



Auditoría General de la Nación

extranjeros, se trate o no de deuda pública, a pesar que se sitúe dentro del título “crédito público” de la Ley 11.672.

Por su parte, la DGAJ en tanto servicio jurídico permanente del Ministerio sigue los lineamientos de la PTN, citando sus dictámenes y la misma normativa que ésta en los asesoramientos propios.

La PTN no trató la prórroga de jurisdicción en el bono a 100 años⁷². Para el resto de los bonos, la normativa que citó fue la siguiente:

- CPCCN, art. 1 sobre improrrogabilidad de la competencia atribuida a los tribunales nacionales, excepto asuntos patrimoniales y/o internacionales, arts. 517-519 sobre ejecución de sentencia extranjera.
- Ley 11.672, art. 53
- Ley 27.249 (pago de sentencias a holdouts), art. 9
- Ley 24.488 sobre inmunidad de jurisdicción reconocida a los Estados Extranjeros
- CN, art. 116: atribuciones de CSJN y tribunales inferiores
- Decretos que autorizan la prórroga de jurisdicción para cada año (Decreto 594/16, Decreto 29/17, Decreto 231/17 y Decreto 2/18).

Como se aprecia, el marco normativo referenciado por la PTN es más amplio y por tanto abarcativo de diversas situaciones; replicar referencias como éstas aportaría a una mayor claridad normativa, evitando incongruencias respecto del tipo de acreedor.

Por lo expuesto, si se considera la totalidad del plexo normativo, aún cuando no fuera invocado de manera más detallada por el PE al autorizar la prórroga, queda circunscripto a una cuestión de claridad del marco, (no constituye un incumplimiento). Esto puede generar dudas respecto de si el art. 53 de la Ley 11.672 sería aplicable para el caso de emisiones internacionales con tenedores privados.

En orden a abarcar distintos tipos de acreedor, evitar la incongruencia entre las distintas fuentes normativas y como aporte a la claridad del marco normativo que se invoca de acuerdo al Principio 10 de UNCTAD, *se recomienda* homogeneizar el marco normativo ampliando las

⁷² Dictamen IF-2017-12540725-APN-PTN correspondiente al SIGADE 71314000 – BIRAD 1,125% 2117.



Auditoría General de la Nación

referencias que enmarquen la operación de acuerdo a la amplitud considerada por la PTN como máximo organismo asesor, teniendo en cuenta, por ejemplo, el art. 1 del CPCC.

ii. Asesoramiento jurídico relacionado a los riesgos derivados de las cláusulas contractuales y jurisprudencia

Las áreas jurídicas (PTN y DGAJ) emitieron dictámenes para las emisiones de 2016-2018 donde se señalan cuestiones de forma y se analizaron los siguientes temas:

- **La competencia del OCSAF y PEN**
- **La prórroga de jurisdicción hacia tribunales extranjeros**
- **Los bienes enumerados en la normativa que gozan de inmunidad de ejecución**
- **El marco tributario debido a las exenciones impositivas que tenían los bonos.**

Las áreas jurídicas no asesoraron respecto de:

- **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 sobre análisis de los temas mencionados.

Criterio:

En relación con la evaluación del riesgo jurídico, es deseable que los asesores jurídicos informen sobre la jurisprudencia relevante de los tribunales de Nueva York relacionada a las cláusulas insertas en los prospectos y a la ejecución de bienes, así como sobre las protecciones y límites a los bienes privados del Estado Nacional (CCyCN, art. 236). Por su lado, el BM⁷³

⁷³ DeMPA, DPI 9, Dimensión 3.



Auditoría General de la Nación

considera una buena práctica que los asesores legales aprueben todas las cláusulas de los acuerdos antes de concluir el proceso de negociación⁷⁴.

A su vez, dado el deterioro de la capacidad de pago del país y la jurisprudencia de los tribunales de Nueva York, el auditado debería haber evaluado los riesgos de someterse a la jurisdicción de Nueva York y considerado jurisdicciones menos riesgosas a los efectos de tomar una decisión informada acerca del mercado en el cual emitir.

En línea con las mejores prácticas relacionadas a riesgos fiscales, el auditado debería haber identificado y, en lo posible, estimado el costo sobre la deuda asociado al resultado adverso, en particular, sobre el impacto de la cláusula de rescate (make whole provision).

Hallazgo:

Las áreas jurídicas no aprobaron todas las cláusulas legales de los contratos de bonos, sino que este trabajo se realizó a través de estudios jurídicos externos. Para este análisis, se solicitó información a las áreas jurídicas (SLyA, DGAJ y PTN) respecto del asesoramiento provisto. En primer lugar, la Subsecretaría de Asuntos Legales y Regulatorios –que actuaba en la órbita del Ministerio de Finanzas – y tenía funciones específicas relacionadas a la materia⁷⁵, no intervino formalmente en las actuaciones. Por un lado, la Secretaría Legal y Administrativa indicó que no existen dictámenes o informes del área. Por otro lado, de acuerdo a la ONCP, las comunicaciones con los estudios jurídicos externos eran llevadas a cabo en la mayoría de los casos por la Subsecretaría de Asuntos Legales y Regulatorios⁷⁶. Respecto de esta subsecretaria, si bien en los expedientes no consta su intervención formal, en las tareas específicas detalladas en las facturas del estudio CGSH se indican comunicaciones del funcionario a cargo de dicha Subsecretaría con los asesores legales a través de reuniones e intercambio de e-mails, sin constar evidencia de minutas de reunión o de los mails intercambiados con el estudio externo⁷⁷.

⁷⁴ Requisito mínimo (Calificación C). Adicionalmente, si se cumple el requisito mínimo de la calificación C y además se consulta a los asesores legales durante el proceso de negociación se otorga la Calificación B. Si además, se consulta a asesores jurídicos desde la primera etapa del proceso de negociación hasta la finalización de los acuerdos jurídicos relacionados con el endeudamiento se otorga la Calificación A.

⁷⁵ La Subsecretaría tenía la función de “asesorar en el análisis legal de los contratos que se suscriban con los organismos financieros internacionales de crédito, bilaterales y multilaterales y con inversores privados”, entre otras (Decreto 32/2017, art. 2, Anexo II).

⁷⁶ NO-2021-34633310-APN-ONCP#MEC en respuesta a Nota AGN 297/21 A-05.

⁷⁷ En los expedientes solo figuran mails donde se expide la factura o se eleva dentro del Ministerio para su pago, pero no constan mails que den cuenta de comunicaciones relacionadas al contenido del asesoramiento.



Auditoría General de la Nación

En segundo lugar, la Dirección General de Asuntos Jurídicos (DGAJ) respondió poniendo a disposición 9 dictámenes⁷⁸, donde no consta asesoramiento respecto de las cláusulas específicas de los contratos de bonos ni asesora sobre los riesgos asociados a la renuncia a la inmunidad de jurisdicción y de ejecución y sobre las defensas en litigio. Asimismo, informaron sobre la intervención de la Procuración del Tesoro de la Nación (PTN)⁷⁹.

Por último, la PTN proveyó dictámenes que citan la normativa que enmarca la inmunidad de jurisdicción y desarrollan la posibilidad de embargar bienes de la República, pero no detectan ni evalúan los riesgos asociados a ella ni brindan información sobre la eventual ejecución de otros bienes no enumerados expresamente en la renuncia de inmunidad efectuada⁸⁰.

Asimismo, la PTN informó que “(...) los estudios jurídicos que asisten a la República tanto en las operaciones de colocación de deuda como en la representación judicial de la Nación Argentina ante tribunales extranjeros –en particular los de Nueva York, Estados Unidos de América- históricamente han interactuado con las autoridades de la cartera de Economía, por ser el organismo con competencia primaria en la materia, incluido lo atinente a los procesos judiciales tramitados ante aquellos tribunales. Esto último, sin perjuicio de la interacción con esta Casa para la coordinación de los cursos de acción destinados a la defensa en juicio de la Nación Argentina”⁸¹.

Respecto a la intervención de los estudios jurídicos externos en relación con estos temas, el Ministerio remitió expedientes mediante los cuales tramitaron los pagos de facturas del Estudio Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton LLP (CGSH)⁸² con detalle del servicio prestado y la

⁷⁸ IF-2021-41685205-APN-DAAYFP#MEC, en NO-2021-42192739-APN-DGAJ#MEC, en respuesta a Nota AGN N° 371/21, pregunta 3.

⁷⁹ Quien “ha tomado también la intervención de su que, conforme su propia doctrina, “es última en el orden del procedimiento y máxima en lo jurídico” (conf. Dictámenes 242:328 y 413; 231:371; 242:326 y 244:495, entre otros), dado su carácter de máxima autoridad en el orden jurídico en el ámbito de la Administración Pública Nacional (Dictámenes 287:132)” (Nota NO-2021-42192739-APN-DGAJ#MEC en respuesta a Nota AGN 371/21 A-05, pregunta 2).

⁸⁰ IF-2021-41547449-APN-PTN, en respuesta a Nota AGN N° 373/21 A-05. Los expedientes donde obran los dictámenes fueron remitidos al entonces Ministerio de Finanzas (actualmente en cabeza de la Secretaría de Finanzas del actual Ministerio de Economía).

⁸¹ IF-2021-41547449-APN-PTN, en respuesta a Nota AGN 373/21

⁸² El estudio CGSH es asesor jurídico de la República Argentina desde el año 2002 (aprobado mediante Decreto 749/02), participó de las reestructuraciones de deuda pública en los años 2005 y 2010, y representó a Argentina en los juicios promovidos por acreedores *holdouts* ante los tribunales de Nueva York. Según el auditado, “...CSGH ha asistido a la REPÚBLICA en todas las emisiones y colocaciones de títulos de deuda pública desde la reincorporación de la REPÚBLICA ARGENTINA en el mercado internacional en abril de 2016. Así, estuvo a cargo de la redacción del contrato de fideicomiso celebrado con el Bank of New York Mellon en abril de 2016 y



Auditoría General de la Nación

conformidad de la autoridad para la autorización al pago⁸³. No obstante, en los expedientes no obran informes o documentos que den cuenta de las evaluaciones efectuadas por lo que sólo se puede constatar la cantidad de horas cobradas por los conceptos informados en las facturas pagadas⁸⁴.

En los cuadros que siguen se presentan los gastos totales por asesoramiento pagados al estudio CGSH:

Cuadro N° 13

Montos pagados por asesoramiento legal externo

En dólares

	Honorarios	Gastos complementarios	VAT o IVA 21%	Total
Gastos facturados por CGSH	12.213.553	541.330	494.207	13.249.090

Fuente: elaboración propia en base a expedientes provistos por el ME

Cuadro N° 14

Pagos por asesoramiento legal externo en relación con las cláusulas de los bonos emitidos

En dólares

Tema	Horas	Monto pagado	Tarifa promedio	% del total
Aceleración	136,3	107.632	790	27%
Incumplimiento cruzado	5,8	3.360	584	1%
Inmunidad	173,3	129.023	745	33%
Rescate anticipado	2,8	2.141	779	1%
Pari passu	185,8	150.033	808	38%
Total	503,8	392.188,5	3.705,3	100%

Nota: los valores son aproximados. La tarea constó en detectar los temas a partir de las tareas informadas por los abogados, que a su vez pueden contener otras actividades no relacionadas.

Fuente: elaboración propia en base a expedientes provistos por el ME

de las operaciones de abril 2016, julio 2016, octubre 2016, enero 2017 y abril 2017, en las que estuvo a cargo de la redacción del prospecto y el memorándum de oferta, el acuerdo de compra, como así también toda la documentación necesaria para cada operativa.” (Señalado por DGAJ mediante Nota NO-2021-62833420-APN-SSADYNP#MEC en respuesta a Nota AGN 456/21 A-05).

⁸³ En 21 de los expedientes provistos figura la conformidad expresa del Subsecretario de Finanzas o de la Dirección Nacional de la ONCP (autorizada para autorizar el presente gasto conforme lo dispuesto por el Art. 35 del Anexo al Decreto N° 1.344/2007 modificado por el Decreto 690/2016). En 11 de los expedientes no figura la conformidad expresa pero obran los memos elevados por la ONCP a la Subsecretaría de Financiamiento para su conocimiento, los cuales son firmados por el Subsecretario de Financiamiento/Secretario de Finanzas. En el EX-2018-00516853-APN-MF no figura la conformidad o autorización del gasto.

⁸⁴ NO-2021-62833420-APN-SSADYNP#MEC, en respuesta a Notas AGN N° 456/21 y N° 469/21, punto 3. El auditado proveyó un listado de expedientes caratulados entre 2016 y 2018, en los que tramitaron los pagos de facturas al estudio jurídico CGSH, donde se detallan los temas sobre los cuales se asesoró y las horas que consumió dicho asesoramiento, con su correspondiente costo unitario y total.



Auditoría General de la Nación

Respecto al estudio Cravath, Swaine & Moore LLP, la SLyA identificó un pago informado por la DADP⁸⁵ por USD 4.209.767,88 con cargo a la Jurisdicción 90⁸⁶ y aclaró que los servicios brindados fueron en relación a los litigios con los *holdouts*; estos expedientes no fueron remitidos por no ser objeto de esta auditoría.

Por último, el estudio jurídico Errecondo, González y Funes (EGF) figura como asesor legal local de la Argentina en el prospecto de emisión de los primeros bonos emitidos en abril de 2016 (BIRAD 6,25% 2019, BIRAD 6,875% 2021, BIRAD 7,5% 2026 y BIRAD 7,625% 2046). En el mismo sentido, la página web del estudio expone que en 2016 asesoró a la República en la negociación con los “*holdouts*”⁸⁷. Sin embargo, el auditado afirma que no existen constancias de su contratación y que el estudio no cobró honorarios relacionados a este asesoramiento⁸⁸. Por su parte, el estudio CGSH referenció comunicaciones y asesoramiento de Errecondo, González y Funes en los detalles de las facturas emitidas en relación con los acuerdos de compra, descripción de uso de los fondos en los prospectos, el acuerdo italiano, los prospectos y convenio de fideicomiso.

Un asesoramiento efectivo y oportuno permite a los gestores de la deuda tomar decisiones informadas respecto al riesgo que se desea asumir en relación con el costo de las operaciones. En este marco, en un escenario de default, las emisiones internacionales elevan el riesgo de la deuda debido a los costos adicionales que los mecanismos previstos en ellos pudieran acarrear.

Selección de ley y jurisdicción aplicable

Durante el período auditado se autorizaron prórrogas de jurisdicción hacia tribunales extranjeros particularmente, Nueva York, Suiza y Londres. Finalmente se eligió la ley y jurisdicción de Nueva York para todos los bonos, no encontrándose documentación de las razones que motivaron el descarte de las otras posibilidades. Por ejemplo, el Decreto 231/17

⁸⁵ Nota NO-2021-59719910-APN-DADP#MEC.

⁸⁶ Según la SLyA, “El pago de la suma referida tuvo curso por el Expediente EXP-S01:0426547/2016 (identificado en la NO-2021-59460610-APN-DGGDTYAI#MEC) digitalizado bajo IF-2021-57609067-APN-DGDA#MEC” (Nota NO-2021-43308472-APN-SLYA#MEC en respuesta Nota AGN 469/21 A-05).

⁸⁷ “En el 2016 fue contratado por el Estado Nacional como asesor legal externo de la República en la negociación con los clamados “*holdouts*” que terminó con el acuerdo transaccional que fue cancelado con la emisión de bonos internacionales por US\$16 mil millones, donde lideró el equipo de EGFA Abogados que actuó como asesor legal local del emisor”. Disponible en www.egfa.com.ar/es/nuestra-firma/socios/javier-errecondo/ consultado el 19/11/2021.

⁸⁸ Nota NO-2021-62833598-APN-SSADYNP#MEC en respuesta a Nota AGN 469/21 A-05 y Nota NO-2021-62833420-APN-SSADYNP#MEC en respuesta a Nota AGN 456/21 A-05.



Auditoría General de la Nación

autorizó a prorrogar la jurisdicción a favor de Suiza, pero la jurisdicción que se eligió para la emisión en francos suizos fue Nueva York en el marco del Decreto 29/17.

De la información provista no surge que se hayan realizado análisis de riesgos en relación a someterse a la jurisdicción de Nueva York, ni la posibilidad de elegir otra jurisdicción al momento de emitir los bonos. Asimismo, tampoco surge que se haya realizado una evaluación respecto de las distintas sentencias adversas en la jurisdicción de Nueva York, ni un análisis del impacto que ello pudiese tener en el endeudamiento.

Dado que Argentina volvió a emitir deuda externa en la jurisdicción de Nueva York, cuya jurisprudencia resultó adversa para el país en el juicio contra los *holdouts*, se debería haber evaluado su impacto y la inclusión de determinadas cláusulas en escenarios de default, aún más si se considera la vulnerabilidad financiera a la que estaba expuesta la Argentina. No se evidenció un análisis al respecto.

Análisis de la cláusula *pari passu*

En particular, la cláusula *pari passu* fue discutida en la causa NML Ltd v Republic of Argentina. La interpretación de los tribunales de Nueva York fue que Argentina incumplió con dicha cláusula por realizar pagos a los acreedores que reestructuraron la deuda en los canjes 2005 y 2010 y no pagar a aquellos que no ingresaron a los canjes (holdout) y, a su vez, por la conducta frente a estos últimos⁸⁹. El efecto de esta sentencia fue que durante más de 10 años Argentina corrió riesgo de embargo de los bienes situados en el exterior (por ejemplo, el caso de la Fragata Libertad que resultó inembargable) a la vez que se interrumpieron los flujos de pagos a acreedores externos⁹⁰.

No obstante, de las opiniones remitidas por la PTN en el marco de los contratos con los coordinadores globales y el fiduciario se infiere que se conocía el riesgo del precedente sentado en la corte de Nueva York. Dentro de ellos se encuentra el siguiente párrafo: “A efectos aclaratorios, se entiende que la República Argentina no se encuentra requerida a realizar pagos

⁸⁹ El juez interpretó que tanto el dictado de las Leyes 26.017 y 26.547 como los pagos periódicos de los servicios de los bonos emitidos para los canjes supusieron la disminución del rango de los bonos de NML.

⁹⁰ Mediante la conocida “orden *pari passu*” en 2012 el juez Griesa ordenó que cada vez que se realizara un pago a los tenedores de títulos, debería hacerse en simultáneo un pago a pro rata (“*ratable payment*”) a NML –definido como el monto total de su tenencia multiplicado por el “porcentaje de pago” (“*payment percentage*”), que correspondía al monto que la Argentina pagaba a los tenedores de la deuda reestructurada, dividido por el monto total del principal y/o intereses adeudados a los tenedores al momento de efectuar dichos pagos-.



Auditoría General de la Nación

de los títulos –de forma proporcional- al resto de los pagos de cualquier otro endeudamiento público externo de la República Argentina.”⁹¹ Respecto a esto, se destaca que el auditado mitigó este riesgo interpretativo al incorporar la nueva redacción de la *pari passu* y cláusulas de acción colectiva a los bonos emitidos a partir de 2016. A su vez, como medio de mitigación, en la selección de colocadores de algunos bonos tuvo en cuenta la presencia de al menos un banco dentro del consorcio que pueda hacer la liquidación en Argentina para que esté blindada frente a hipotéticos embargos de los *holdouts*. No obstante, el riesgo persiste debido a que el fallo tiene un elemento objetivo de incumplimiento de la cláusula (no pagar proporcionalmente a los *holdouts*), y elementos subjetivos atribuidos a la conducta del deudor sin aclarar cuáles serían suficientes para establecer la violación a la cláusula.

Doctrina especializada opinó que en el fallo White Hawthorne de 2016 el juez Griesa aclaró este tema: el impago de la deuda defaulteada por sí mismo es insuficiente para demostrar el quebrantamiento de la cláusula *pari passu*. Ausentes los factores agravantes (como la promulgación de la Ley 26.017, conocida como la Ley Cerrojo) que caracterizaban el tratamiento de la administración de la Argentina respecto de los acreedores *holdout*, no encontró una continuación a la violación de la cláusula *pari passu*, aunque los bonos de los demandantes continuaran en default al tiempo que Argentina se encontraba pagando (y negociando) con los otros tenedores de bonos similares. White Hawthorne es, sin embargo, sólo la decisión de la Corte del Distrito, aunque sea otorgada por la misma Corte y el mismo juez que emanó la medida cautelar inicial sobre la *pari passu*. El destino de esa decisión no puede predecirse⁹².

Cláusula de rescate anticipado

Otro caso fue la inclusión de la cláusula de rescate anticipado (*make whole provision*) en el bono del siglo, dada la sentencia del caso Cash America⁹³. En este supuesto, no se evidenciaron análisis por parte del auditado del impacto de dicha cláusula y el costo que implicaría optar por

⁹¹ EX-2017-03515319-APN-MF, nota del Subprocurador del Tesoro de la Nación a los bancos, con fecha 12 de abril de 2017.

⁹² Lee C. Buchheit, G. Mitu Gulati. Restructuring sovereign debt after NML v Argentina Capital Markets Law Journal, Vol. 12, No. 2, Página 228. Traducción propia.

⁹³ El bono del siglo fue emitido en junio de 2017, seis meses después del fallo de Cash America. Eso significa que al momento de la emisión, los asesores legales podrían haber tenido en cuenta el riesgo que ese caso impondría en el evento de una reestructuración y se podría haber establecido un lenguaje distinto para evitar el efecto establecido en ese fallo (Mitu Gulati y Hugo Panizza (2020). Make-Wholes in sovereign bonds. Pág 18).



Auditoría General de la Nación

el rescate anticipado⁹⁴, a pesar que el bono fue emitido 6 meses después que la sentencia. Según doctrina especializada, el uso de este tipo de cláusulas aparece casi exclusivamente en los países de Latinoamérica y el Caribe, que utilizan la ley de Nueva York. En el caso de los bonos soberanos, bibliografía especializada indica que no se encuentra evidencia de que el precio de los mismos se viera afectado por la inclusión de esta cláusula⁹⁵.

Por otro lado, en un escenario de reestructuración esta cláusula puede resultar riesgosa ya que podría dificultar obtener una quita del capital adeudado y, en su lugar, activarse la cláusula a pesar de ser una opción del deudor. Al respecto, la cláusula no incorporó un lenguaje distinto a los efectos de mitigar el fallo⁹⁶. En este caso, el riesgo asociado a esta cláusula se plantea en un escenario de default “voluntario”, en el cual el deudor se somete voluntariamente a esa condición y, por tanto, se podría interpretar que aún estando en cesación de pagos debe pagar la penalidad como si estuviese ejerciendo la opción de rescate anticipado.

La falta de documentación respecto al asesoramiento brindado por los asesores jurídicos externos que advierta sobre los riesgos de someterse a la jurisdicción extranjera afecta el control interno de la entidad, especialmente en la supervisión e integridad de la información en cuanto al fundamento de los pagos realizados.

Asimismo, no hay un proceso normado que indique hacer un análisis de riesgo respecto de la jurisdicción y ley a la cual se someten los bonos. Ello afecta en la posibilidad de tomar decisiones informadas en relación a los riesgos, impactando la eficiencia en la gestión en tanto

⁹⁴ De acuerdo al examen especial de la AGN “IMPACTO Y GESTIÓN DE LA EMISIÓN DEL TÍTULO “BONO DEL SIGLO” (período 2017), efectuar el rescate anticipado (el cual es opcional) implicaba importantes costos adicionales para la Argentina. El informe realiza un análisis estático donde se simula el rescate en el año 2020 y un análisis dinámico basado en la evolución del costo a través del tiempo partiendo de la fecha de emisión hacia la fecha de vencimiento. En ambos ejercicios se suponen escenarios base, favorable y desfavorable.

Por tanto, no habría incentivos económicos para efectuar el rescate en forma temprana siendo la mejor opción esperar al vencimiento del título, quedando así el Estado atrapado a largo plazo en una deuda costosa (tasa de rendimiento efectivo anual próxima al 8% anual en dólares - TIR de la emisión-) por un período de 100 años. Desde el punto de vista del inversor, la ejecución de la cláusula le asegura una inversión positiva. Informe aprobado por Res. 134/21, disponible en: <https://www.agn.gob.ar/informes/examen-especial-impacto-y-gestion-de-la-emision-del-bono-del-siglo-ejercicio-2017>.

⁹⁵ En este sentido, Gulati y Panizza sostienen que “we find no evidence that issuers, on average, are paying anything for these options. By contrast, scholars have found distinct pricing effects for these call options in the corporate context – depending on the type of option and how deep out of the money it is, prices can range from a few basis points to a few hundred basis points. Unsurprisingly, since the traditional fixed price options are more likely to be in the money and exercised, they cost more than the make wholes that are set deep out of the money. But in the sovereign case, we find no evidence of pricing effects. Thus far, the options look to be free for the issuers. That may explain the increasing share of bonds with such options. Ver Gulati, M; Panizza, H. (2020). Make-Wholes in sovereign bonds. Pág 4. Disponible en http://repec.graduateinstitute.ch/pdfs/Working_papers/HEIDWP08-2020.pdf

⁹⁶ Ver Mitu Gulati y Hugo Panizza (2020). Make-Wholes in sovereign bonds.



Auditoría General de la Nación

los bonos se someten a una jurisdicción en la que ya hay diversos fallos adversos a la Argentina y en favor de acreedores *holdouts* que obtuvieron sentencias por montos mayores a los adquiridos originalmente respecto de los instrumentos; el único fallo favorable contiene conceptos abiertos por lo que permanece el riesgo jurisprudencial detectado. En un escenario de default, los costos y riesgos de la gestión de la deuda se incrementan ante la posibilidad de obtener sentencias adversas para el soberano.

Se recomienda incluir como parte del proceso de gestión de deuda externa la necesidad de contar con un asesoramiento jurídico completo y oportuno con los contenidos mínimos (no excluyentes) sobre el análisis que debe contener el dictamen jurídico, de manera que permita dictaminar en base al caso concreto, analizando exhaustivamente la máxima cantidad de consecuencias jurídicas que las operaciones de crédito público pueden acarrear. En estos, se debería incorporar un análisis de riesgos respecto de las posibles jurisdicciones en las cuales se podría emitir y, en la medida de lo posible, se analice el impacto de la jurisprudencia adversa en el endeudamiento.

Adicionalmente, como medida para asegurar la transparencia y documentar el asesoramiento recibido, se recomienda que consten en los expedientes los análisis realizados e incorporar las comunicaciones efectuadas con los estudios jurídicos externos que respalden el asesoramiento en puntos clave relacionados a los riesgos jurídicos.

d) Gestión de los riesgos financieros

Los riesgos financieros, entre los cuales se incluye el análisis de la capacidad de pago del deudor, se relacionan directamente con la gestión de los riesgos jurídicos debido a que un incremento en el riesgo de impago aumenta, a su vez, la probabilidad de materialización del riesgo jurídico.

La gestión de los riesgos financieros refiere al análisis de la vulnerabilidad de la cartera de deuda pública, en donde se analiza el riesgo de moneda, tasa, plazo, entre otros. Si una de estas variables impacta negativamente en la cartera, haciendo que el riesgo de impago se incremente, el deudor podría entrar en un escenario de default y comenzar un proceso de reestructuración de su deuda. Este proceso de reestructuración genera la activación de las cláusulas analizadas en el apartado anterior que podrían generar costos no previstos o un sobreendeudamiento para el país generado por procesos judiciales o extra judiciales.



Auditoría General de la Nación

Considerando lo anterior, en este apartado se evalúa cómo el auditado gestionó los riesgos financieros.

i. Análisis de la capacidad de pago

El Auditado no realizó análisis de vulnerabilidad de la deuda.

De las respuestas dadas y la información provista por el auditado no surge que se haya tenido en cuenta la vulnerabilidad de la deuda considerando la capacidad de pago del país al momento de la decisión de emitir deuda externa. Dicha evaluación previa a las emisiones externas minimizaría el riesgo de que se incremente el stock de deuda sujeta a la estructura jurídica analizada (la cual, en caso de cesación de pagos, dispararía la ejecución de las cláusulas por parte de los acreedores). La ONCP y dependencias⁹⁷ tienen funciones relacionadas a este tipo de análisis.

Criterio:

Dada la estructura jurídica de los bonos emitidos en 2016-2018, la decisión de endeudarse en esos términos debería haber tenido en cuenta la vulnerabilidad de la deuda, considerando la capacidad de pago del país, ya que, en caso de cesación de pagos, se activarían las cláusulas asociadas a este evento.

Hallazgo:

Se consultó a la Coordinación de Análisis de Riesgo y Programación Financiera (CARyPF, ex Unidad de Análisis de Riesgos Financieros) y a la Unidad de Evaluación del Financiamiento (UEF) si se evaluó la capacidad de pago de la Argentina para hacer frente a los pagos de los bonos. El auditado contestó que “(...) ejercicios de este calibre exceden las tareas desarrolladas por cualquiera de las coordinaciones de la ONCP” y aclaran que las tareas que lleva adelante

⁹⁷ La UARF tenía entre sus funciones: “efectuar relevamientos de la exposición en tipos de interés y moneda, a la que se encuentran sujetos los pasivos del Gobierno Nacional; desarrollar indicadores de medición de riesgo de dicha cartera de pasivos; diseñar estrategias de manejo de pasivos que tiendan a disminuir la vulnerabilidad de los servicios de la deuda pública frente a fluctuaciones en tipos de cambio de tasas de interés y a reducir el costo de endeudamiento público” (Decreto 741/15). La UEF tenía entre sus funciones: “Realizar estudios de simulación y prospectiva respecto de la performance financiera del Estado Nacional; Preparar indicadores de desempeño de las variables que influyen sobre la posición financiera de la República Argentina” (Decreto 741/15).



Auditoría General de la Nación

cada coordinación están en línea con la coyuntura, pedidos y disponibilidad de recursos humanos e información con que cuenta cada área⁹⁸.

Asimismo, la ONCP proveyó copias de ejercicios de sensibilidad y de escenarios realizados en los años 2017 y 2018 aunque no conforman un análisis específico de capacidad de pago en relación con la evaluación de las emisiones de deuda externa del período⁹⁹.

A modo de ejemplo, a continuación, se analiza un grupo acotado de indicadores sobre la capacidad de pago para el período 2015-2018, ya que un análisis integral escaparía al objeto de esta auditoría especializada. Los indicadores esbozados contemplan las obligaciones del período en relación con diferentes fuentes de recursos en moneda extranjera y las reservas internacionales del BCRA. Los mismos fueron calculados con datos ex post, aunque el Auditado debe realizar el ejercicio ex ante realizando proyecciones.

(1) Indicadores de exportaciones, balanza comercial y términos de intercambio

La evolución interanual de las exportaciones totales en dólares fue positiva en el trienio 2016-2018, mostrando una recuperación respecto de 2015 aunque sin llegar a los valores de 2014¹⁰⁰. No obstante, en dicho período se acumuló una salida neta de fondos vía la balanza comercial de casi 10 mil millones de dólares (excepto en 2016, en todos los años posteriores a 2014 el saldo de la balanza comercial fue negativo).

⁹⁸ NO-2021-50320448-APN-DPEIF#MEC, en respuesta a Nota AGN 458/21 A-05.

El informe 39/19 de la UAI ratifica la escasez de personal de la ONCP teniendo en consideración sus funciones y acciones asignadas normativamente; casi el 60% de los agentes cumplen funciones en la DADP.

⁹⁹ En los documentos se analiza la evolución de la deuda, la brecha a financiar en el mercado internacional, la relación Deuda Total / PBI, la brecha neta a financiar con privados, y proyectan las necesidades y fuentes de financiamiento y las proporciones resultantes de las distintas fuentes de financiamiento (Deuda total/ PIB; Deuda sector privado/ Deuda total; Deuda Organismos/ Deuda total; Deuda sector público/ Deuda total; Deuda sector privado/ PIB; Deuda Organismos/ PIB; Deuda sector público/ PIB; Deuda sector privado + Organismos/ PIB; Deuda externa/ PIB).

Se destaca que los documentos presentados no definen las variables utilizadas ni las fuentes de la información, y tampoco referencian una metodología que sustente los ejercicios de simulación. De acuerdo a la ONCP, estos análisis se realizaron desde 2017 a 2019 junto con la elaboración del proyecto de presupuesto (sin revelar una regularidad establecida), y aclara que en determinadas ocasiones se realizaron ejercicios a requerimiento de las autoridades sin indicar cuáles (NO-2021-66366883-APN-ONCP#MEC en respuesta a Nota AGN 591/21, pregunta 1.d, en el marco de la Actuación 294/20 “Deuda Pública Acuerdo con el FMI. Impacto Sobre la Solvencia y la Sostenibilidad”).

¹⁰⁰ A pesar de que en 2014 las exportaciones también habían caído respecto a 2013, cuando llegaron a los 75.962.981 mil dólares. Fuente: INDEC.



Auditoría General de la Nación

Cuadro N° 15

Evolución de las Exportaciones y de la Balanza Comercial en el período 2014-2018

Variaciones y valores de las exportaciones en miles de dólares.

	2015	2016	2017	2018	Evolución
Exportaciones	56.783.953	57.909.097	58.644.734	61.781.529	
Exportaciones Var. Int.	-17,0%	2,0%	1,3%	5,3%	
Variación Exportaciones (cantidades)	-1,70%	6,80%	-0,10%	-0,40%	
Variación Exportaciones (precio)	-15,60%	-4,50%	1,40%	5,70%	
Saldo Bza Comercial	- 3.419.083	2.057.032	- 8.293.351	- 3.701.285	
Saldo Bza Com. Var. Int.	-228,1%	160,2%	-503,2%	55,4%	

Fuente: Elaboración propia en base a la información de la página web del INDEC. Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo.

En términos agregados, en 2016 se incrementó el nivel de exportación en cantidades, aunque los precios cayeron. Contrariamente, para 2017 y 2018 las exportaciones en cantidades disminuyeron, mientras los precios subieron, lo que explica el incremento de las exportaciones.

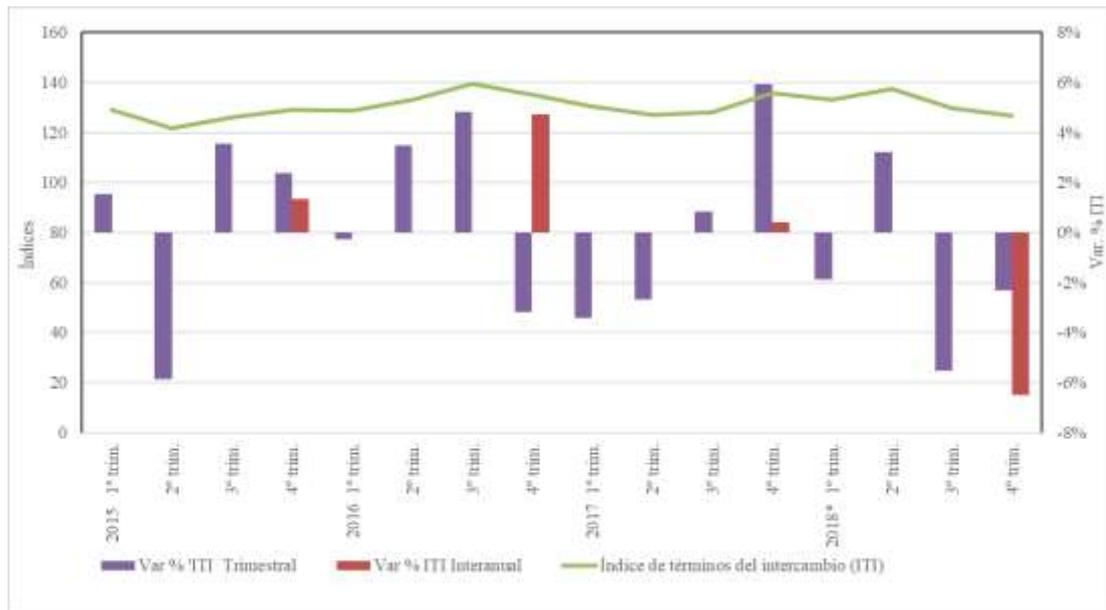
Lo mencionado en el párrafo anterior pone en relevancia la importancia del análisis de las variaciones de los términos de intercambio¹⁰¹.

¹⁰¹ El INDEC explica que “se llama términos del intercambio a la relación o cociente existente entre los precios de los productos de exportación y los precios de los productos de importación, es decir, el precio relativo de las exportaciones expresado en términos de importaciones. (...) Un aumento (disminución) del índice de términos del intercambio en un período determinado significa que los precios de las exportaciones aumentan (caen) más o caen (aumentan) menos que los precios de las importaciones de ese período. Tal variación implica un aumento (disminución) del poder de compra de una unidad física de exportación en términos de unidades físicas de importación o, también, una disminución (aumento) del costo de una unidad física de importación en términos de unidades físicas de exportación. Por ejemplo, si un país exporta sólo trigo e importa sólo máquinas, un aumento del índice de términos del intercambio señala que una tonelada de trigo compra más máquinas o, lo que es lo mismo, se necesitan menos toneladas de trigo para comprar una máquina, que anteriormente.”

Recuperado de https://www.indec.gov.ar/ftp/cuadros/economia/metodologia_preciosycantidades.pdf



Auditoría General de la Nación
Gráfico N° 9
Evolución de los Términos de Intercambio
Serie base 2004=100



Fuente: Elaboración propia en base a la información publicada por el INDEC en <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-2-41>

Partiendo desde el año 2015, el ITI tuvo una variación positiva del 1,6%. En los años 2016 y 2017 se observa una mejora (4,9% y 0,7% respectivamente) que luego cae 6,5% en 2018, acumulando una variación negativa del 1% para el período 2016-2018.

Este deterioro de los términos de intercambio durante el período 2016-2018 indica que el poder de compra de los productos exportados fue menor respecto de las importaciones. En otras palabras, las importaciones resultaron más "caras" en relación con las exportaciones.

(2) Generación de divisas para el pago de la deuda

Al contrastar el peso de la deuda externa con las exportaciones se obtiene una medida de la cantidad de años de exportaciones que se necesitarían para poder pagarla con estos recursos.



Auditoría General de la Nación

Cuadro N° 16

Exportaciones como porcentaje de la Deuda Externa y de la Deuda Total

En dólares y en años

Año	Deuda externa	Deuda Total	Exportaciones	Deuda Externa / Exportaciones (años)	Deuda Total / Exportaciones (años)
2015	52.244.750.405	222.714.099.406	56.783.952.504	0,92	3,92
2016	72.974.756.899	266.960.450.142	57.909.097.000	1,26	4,61
2017	89.203.745.429	318.039.604.751	58.644.734.000	1,52	5,42
2018	125.576.876.623	329.368.707.042	61.781.529.000	2,03	5,33

Fuente: Elaboración propia en base al Cuadro 1A de la Cuenta de Inversión y a la Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo del INDEC.

Entre 2016 y 2018 aumentó la carga de la deuda sobre esta fuente de generación de divisas: mientras que en 2016 se hubiera necesitado 1 año y 3 meses para solventar con exportaciones la deuda externa, en 2018 se hubiera necesitado el doble. En el caso de la deuda total (deuda interna y deuda externa), para cada uno de los años del período 2016-2018 se hubieran requerido aproximadamente 5 años de exportaciones.

(3) Reservas Internacionales

Asimismo, se evalúa la proporción de la deuda que puede solventarse con reservas internacionales¹⁰².

Cuadro N° 17

Reservas internacionales, disponibles, y con destino específico.

En dólares

	Rvas. Internacionales	Reservas con destino específico	Reservas Disponibles	Rvas Disp / Reservas Internac
2015	25.563.426	10.787.983	14.775.443	57,80%
2016	39.308.316	10.079.194	29.229.122	74,36%
2017	55.055.315	10.758.307	44.297.008	80,46%
2018	65.786.330	26.052.816	39.733.514	60,40%

Nota: para el año 2018, las reservas internacionales incluyen los fondos desembolsados por el FMI con destino al "fortalecimiento de reservas", que ese mismo año cambió su destino para ser considerado de libre disponibilidad.

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

¹⁰² Según el BCRA, "son los activos de los que dispone una nación para respaldar su moneda y garantizar que existan divisas suficientes en el mercado. Las reservas están generalmente constituidas por monedas extranjeras de países fuertes, diferentes a la moneda local, y por eso se las denomina internacionales".

Fuente: https://bcra.gob.ar/BCRAyVos/diccionario_financiero_tabla_R.asp



Auditoría General de la Nación

En el período auditado las reservas internacionales aumentaron un 157%, llegando a su valor más alto en 2018. En el mismo sentido, las Reservas Disponibles¹⁰³ aumentan un 169%, siguiendo la misma tendencia que las reservas internacionales totales, aunque a menor ritmo. En 2018, el cociente Reservas Disponibles / Reservas Internacionales disminuye de un 80% al 60% debido a que las Reservas con Destino Específico crecieron más que las Reservas Disponibles.

Cuadro N° 18

Deuda externa y total como porcentaje de las reservas.

En porcentaje

	Rvas. Internacionales / Deuda Externa	Reservas Disponibles / Deuda Externa	Rvas. Internacionales / Deuda Total	Reservas Disponibles / Deuda Total
2015	48,93%	28,28%	11,48%	6,63%
2016	53,87%	40,05%	14,72%	10,95%
2017	61,72%	49,66%	17,31%	13,93%
2018	52,40%	31,66%	19,98%	12,07%

Fuente: Elaboración propia en base al Cuadro 1-A de la Cuenta de Inversión y BCRA.

Por otro lado, en el período auditado, las reservas internacionales crecieron en relación con la deuda total, mejorando el cociente. Sin embargo, si se las mide en relación con la deuda externa, el ratio empeora entre 2016 y 2018 en 1,47 pp (debido a que las reservas crecieron menos que la deuda externa).

Por el lado de las reservas disponibles, en los extremos del período bajo estudio éstas crecen en relación con la deuda total (debido a que crecieron más que la deuda entre 2016 y 2018) y decrecen en relación con la deuda externa. Se destaca que la deuda externa es la variable que más aumenta en 2016-2018.

De este análisis se deriva que, en el período auditado se emitió deuda con un mayor riesgo jurídico debido a la emisión de bonos atados a cláusulas que, en caso de impago, representan un alto riesgo de sobreendeudamiento. Los indicadores muestran un deterioro en la capacidad de pago que debería haber sido alertada por el Ministerio previo a la decisión de emitir los bonos.

¹⁰³ En esta auditoría, se definen las reservas disponibles como aquellas que no tienen destino específico. El cálculo es el siguiente:

$$\text{Reservas Disponibles} = \text{Reservas Internacionales} - \text{Swap China} - \text{Fortalecimiento de reservas}$$



Auditoría General de la Nación

En este sentido, se **recomienda** desarrollar e implementar un proceso previo al endeudamiento externo en el que se evalúe la vulnerabilidad de la deuda y la capacidad de pago del país ante nuevas emisiones externas que contengan las cláusulas analizadas.

ii. Elaboración de un plan de endeudamiento anual y evaluación del programa financiero y asesoramiento financiero

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. Esto, a pesar de que la Dirección de Financiación Externa tiene asignadas funciones que se relacionan con este tipo de análisis¹⁰⁴.

No obstante, se elaboraron programas financieros que contemplan aspectos que se consideran para un plan de endeudamiento anual, aunque la CEDE no elaboró los cronogramas de emisiones internacionales en el marco de los programas financieros, tal como indican sus funciones¹⁰⁵.

Si bien se elaboran análisis financieros que incluyen la evaluación de los términos y condiciones de cada emisión en particular¹⁰⁶, 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 sustentabilidad de la deuda, o algún otro que pueda tener impacto sobre el perfil de la deuda.

¹⁰⁴ Entre las funciones se destacan: Proponer estrategias de financiamiento del Tesoro Nacional orientadas al mercado internacional; Elaborar propuestas destinadas a mejorar la forma de colocación y las condiciones financieras de los instrumentos a emitir en el mercado internacional; Intervenir en las operaciones de administración de pasivos que involucren a la participación de entidades financieras del exterior; Preparar los proyectos y otros documentos requeridos en las negociaciones; Coordinar con los representantes del país en instituciones financieras internacionales de crédito y representaciones financieras, la gestiones que sean necesarias para lograr el tratamiento más favorable para el país (Decreto 741/2015, planilla anexo art. 4).

¹⁰⁵ La CEDE tenía la función de “Elaborar un cronograma estimado de emisiones para el mercado internacional compatible con el Plan Financiero del período fiscal en curso” (Res. MEyP 209/05, planilla anexo art. 1). Dicha función se mantuvo luego de la división de ministerios hasta la actualidad, y dice: “Elaborar un cronograma estimado de operaciones de crédito público a realizar en el mercado internacional compatible con el Plan Financiero del período fiscal en curso y proponer los términos y condiciones para cada emisión de deuda a realizarse en el mercado internacional” (Decisión Adm. 309/18, art. 2, anexo IV, sustituida por Decisión Adm. 1313/20, art. 2, anexo IV).

¹⁰⁶ Se identifican las entidades que realizan las propuestas de emisión, se calculan los rendimientos para los plazos estipulados en las propuestas, se indican las comisiones de las entidades que efectuaron las propuestas y de los bancos colocadores, se anuncian los montos a emitir propuestos junto con las condiciones sobre el precio de emisión e informa los vencimientos y vida promedio de las propuestas efectuadas por las entidades.



Auditoría General de la Nación

Criterio:

El Banco Mundial¹⁰⁷ propone que, para asegurar que las operaciones de endeudamiento externo se planifiquen cuidadosamente, se prepare un plan anual para el endeudamiento externo y se realicen evaluaciones anuales de los términos y condiciones de endeudamiento externo más beneficiosos o rentables que se pueden obtener de los posibles acreedores y mercados. Asimismo, la INTOSAI considera la preparación de un plan de endeudamiento anual coherente con la estrategia de endeudamiento del país y la identificación de los mejores instrumentos de endeudamiento, como una de las actividades específicas del ciclo de endeudamiento público¹⁰⁸.

En este orden, dicho organismo plantea que para asegurar que las actividades de endeudamiento de fuentes externas estén bien documentadas y se consideren todos los acreedores y las fuentes de financiamiento de mercado, los procedimientos deben contar con una descripción detallada de las medidas adoptadas en todos los procesos, incluyendo qué entidades participan en las negociaciones de préstamos, el registro de las operaciones¹⁰⁹ y el análisis financiero realizado, el cual debe incluir las tasas de interés -teniendo en cuenta las comisiones-, la moneda, el costo de penalizaciones y otros cargos, el perfil de desembolsos y vencimientos, y el impacto en el perfil de servicio de la deuda existente¹¹⁰.

Hallazgo:

De los expedientes no surge que las emisiones del período auditado se hayan dado en el marco de un plan de endeudamiento con los desembolsos de financiamiento externo previstos para el año siguiente. La ONCP informó que “los títulos en los mercados internacionales se colocan en función al Programa Financiero definido por las autoridades y teniendo en cuenta la demanda de los inversores”¹¹¹. Del análisis de dichos programas, se observó que se tuvieron en cuenta las fuentes de financiamiento del trienio analizado en cada uno de ellos. Por otro lado, los programas financieros remitidos como archivos de trabajo no se acompañaron con salidas

¹⁰⁷ Metodología de la Herramienta de Evaluación del Desempeño en la Gestión de la Deuda del Banco Mundial, 2015. Indicador DPI 9, Dimensión 2: disponibilidad y calidad de los procedimientos documentados para endeudamiento externo.

¹⁰⁸ INTOSAI, Guía para Auditar la Administración de la Deuda Pública, 2012: 7.1 Actividades de endeudamiento.

¹⁰⁹ Los procedimientos deben incluir el requisito de ingresar todas las condiciones financieras de la operación de préstamo en el sistema de registro de la deuda dentro de las tres semanas de la firma.

¹¹⁰ Banco Mundial (2015). Metodología de la Herramienta de Evaluación del Desempeño en la Gestión de la Deuda. Indicador DPI 9, Dimensión 2: disponibilidad y calidad de los procedimientos documentados para endeudamiento externo.

¹¹¹ NO-2021-34633310-APN-ONCP#MEC en respuesta a Nota AGN 297/21 A-05.



Auditoría General de la Nación

formales que permitan entender al lector externo la identificación de posibles y deseables acreedores, moneda, tasa de interés y vencimientos. En relación con los programas financieros publicados, el PF 2018 contiene mayores aperturas que los PF 2016 y 2017, aunque el período de tiempo es menor (septiembre-diciembre).

Por otro lado, la CEDE no realizó un cronograma estimado de emisiones para el mercado internacional conforme a sus funciones¹¹² por dos motivos: para evitar exposiciones con litigantes que quisieran embargar los fondos; y para evitar distorsiones en el mercado. Respecto a esto último, cabe aclarar que la normativa no indica la publicación del cronograma, sino su elaboración. Así, el auditado no tiene referencias formales para gestionar eficientemente la deuda.

Ante consulta sobre el análisis de posibles mercados, instrumentos, acreedores, jurisdicciones y leyes aplicables de forma previa a la emisión de los títulos públicos internacionales para el período 2016-2018, el auditado indicó que “los análisis que se hicieron en esta Oficina son los que están en los IF de análisis de propuestas recibidas”¹¹³. No obstante, de la evidencia no surge información que se adecúe a las buenas prácticas.

En el cuadro que sigue se resumen los resultados de la información contenida en los expedientes, exponiendo en qué porcentaje los expedientes de las emisiones contienen los aspectos sugeridos por el Banco Mundial (sean los detalles de la emisión efectivamente colocada y/o los de las alternativas de endeudamiento a dicha emisión):

Cuadro N° 19

Verificación de los aspectos sugeridos por el Banco Mundial respecto de la emisión y de las alternativas de endeudamiento

¹¹² Según Res. MEyP 209/05, planilla anexo art. 1, la Coordinación de Emisión de Deuda Externa tiene la función de Elaborar un cronograma estimado de emisiones para el mercado internacional compatible con el Plan Financiero del período fiscal en curso. El equipo de auditoría relevó funciones similares aprobadas con posterioridad, a saber: Decisión Adm. 309/18, art. 2, anexo IV: Elaborar un cronograma estimado de operaciones de crédito público a realizar en el mercado internacional compatible con el Plan Financiero del período fiscal en curso y proponer los términos y condiciones para cada emisión de deuda a realizarse en el mercado internacional. Decisión Adm. 1313/20, art. 2, anexo IV: Elaborar un cronograma estimado de operaciones de crédito público a realizar en el mercado internacional compatible con el Plan Financiero del período fiscal en curso y proponer los términos y condiciones para cada emisión de deuda a realizarse en el mercado internacional. IF-2021-49845396-APN-ONCP#MEC

¹¹³ El término “IF” refiere a los informes que genera el auditado en el sistema GEDO, que se incorporan a los expedientes electrónicos. NO-2021-62833420-APN-SSADYNP#MEC en respuesta a la nota AGN N° 297/21 A-05



Auditoría General de la Nación

	Mercados alternativos	Jurisdicción	Ley aplicable	moneda	Tasa de Interés	Duration	Comisiones	Gastos emisión	Pricing	Términos y condiciones*
Propia de la emisión	17%	100%	100%	56%	67%	11%	17%	78%	33%	67%
Alternativas de emisión	17%	44%	0%	28%	11%	28%	17%	0%	33%	67%

* Comprador, Vendedor, Fecha de compra, Fecha programada de Maturity, Fecha de recompra, Precio de compra, Precio de recompra, Instrumentos comprados, etc.

Fuente: Elaboración propia en base a los expedientes recibidos de la ONCP.

Las emisiones del período no contaron con un análisis previo de todas las variables que se detallan en el cuadro; en la mayoría de los expedientes solo se efectúa el análisis de algunas de ellas. El auditado no evaluó alternativas de endeudamiento de posibles acreedores y mercados por su cuenta de forma que pudiese seleccionar los instrumentos más beneficiosos dentro de un plan de endeudamiento documentado, sino que los análisis que constan son los que surgen de las propuestas de los bancos colocadores, a partir de los cuales el auditado selecciona una opción.

En general, prima la información relativa a las condiciones finales vigentes en las emisiones¹¹⁴, que surge de las propuestas de los bancos colocadores, aunque en ninguno de los expedientes se expone toda la información.

De acuerdo a la ONCP, la evaluación propia de los términos y condiciones de cada emisión en particular sobre plazos, tasas y comisiones son los que constan en el informe de Análisis de propuestas y de Pricing¹¹⁵. Por otro lado, la Unidad de Evaluación del Financiamiento (UEF), en el marco de sus funciones¹¹⁶, indicó que efectuó la evaluación financiera de las propuestas recibidas, así como también del instrumento o instrumentos que se emitirían una vez que fueron

¹¹⁴ Se identifican las entidades que realizan las propuestas de emisión, se calculan los rendimientos para los plazos estipulados en las propuestas, se indican las comisiones de las entidades que efectuaron las propuestas y de los bancos colocadores, se anuncian los montos a emitir propuestos junto con las condiciones sobre el precio de emisión e informa los vencimientos y vida promedio de las propuestas efectuadas por las entidades.

¹¹⁵ NO-2021-34633310-APN-ONCP#MEC, en respuesta una Nota 297/21.

¹¹⁶ De las funciones asignadas mediante Decreto 741/152, se destacan:

- Evaluar el desempeño financiero de la República Argentina, su diagnóstico y pronóstico,
- Asesorar sobre la factibilidad de las distintas operaciones de crédito público y proponer estrategias de financiamiento,
- Evaluar la eficiencia en la utilización del financiamiento y realizar el seguimiento de las distintas modalidades operativas de los mercados financiero internacionales,
- Coordinar los sistemas de evaluación técnica de las propuestas del financiamiento a la República Argentina provenientes de instituciones financieras internacionales privadas o públicas,
- Analizar la cartera de títulos del Estado Nacional y evaluar las estrategias del manejo de los mismos,
- Realizar estudios de simulación y prospectiva respecto de la performance financiera del Estado Nacional,
- Preparar indicadores de desempeño de las variables que influyen sobre la posición financiera de la República Argentina.



Auditoría General de la Nación

definidas las condiciones financieras finales¹¹⁷, aclarando que ello se dio en un contexto de reducida disponibilidad de recursos humanos idóneo en materia de evaluación financiera¹¹⁸.

En base a los informes provistos, se observó que:

- I. Respecto a las entidades que participan de las negociaciones: Se constata que los informes proporcionados por el auditado identifican a las entidades que presentaron propuestas de emisión de títulos
- II. Respecto al análisis financiero:
 - i. Se constata la información de las tasas embebidas en las propuestas conjuntamente con los rendimientos elaborados por el auditado y el New Issue Premium (NIP)¹¹⁹. Se observa que el auditado indica los casos en que la tasa propuesta resulta flotante.
 - ii. En general, se indican las comisiones ofrecidas por las entidades que efectuaron las propuestas.
 - iii. Respecto al perfil de desembolsos, se observa que el auditado anuncia los montos a emitir propuestos por las entidades participantes, conjuntamente con las condiciones sobre el precio de emisión. A su vez, se informan los vencimientos y vida promedio de las propuestas efectuadas por las entidades. Sin embargo, no se observan análisis del auditado sobre si los montos y plazos resultan convenientes o no en relación a los vencimientos de deuda ya emitida o si son compatibles con algún criterio, sobre qué monto y a qué plazo emitir. En resumen, no se observa que el auditado efectúe algún análisis sobre el impacto y conveniencia o no de las combinaciones de monto y plazo a emitir, compatibles con el programa financiero.
 - iv. En relación al impacto que tendrían las emisiones de deuda embebidas en las propuestas, en ningún informe se observa la existencia de algún análisis sobre el

¹¹⁷ NO-2021-55690062-APN-DAFI#MEC, en respuesta a Nota 459/21 A-05. También aclaró que diariamente realizan Informes Financieros a distintas fechas, actualizados con los precios de mercado dos veces al día, que reflejan el desempeño financiero de la República Argentina desde la perspectiva de valores de mercado y contienen indicadores financieros de títulos públicos, los cuales son analizados periódicamente para conocer los rendimientos de hipotéticas emisiones, también se observan los valores relativos entre distintos instrumentos y son utilizados para las distintas valuaciones financieras, además contiene la cartera de títulos públicos valuada a precios de mercado.

¹¹⁸ Respecto de la escasez de personal, la UAI refiere a esta situación en el informe 39/19, donde expresan que “(...) en principio, la cantidad de empleados podría resultar escasa teniendo en consideración las funciones y acciones asignadas normativamente a la ONCP, sus direcciones y coordinaciones dependientes”.

¹¹⁹ En términos generales el NIP se puede definir como el spread ofrecido por el emisor a los potenciales inversores para incentivarlos a participar de la emisión primaria de un bono.



Auditoría General de la Nación

impacto en el perfil de la deuda, como tampoco análisis sobre plazo, montos y moneda a emitir, o análisis de sustentabilidad de la deuda o algún otro que pueda tener impacto sobre el perfil de la deuda.

Los análisis realizados por el auditado consisten principalmente en el cálculo y/o estimación de los rendimientos y del NIP de las propuestas sugeridas por las entidades participantes, en base a diferentes metodologías según la información disponible¹²⁰.

La falta de análisis sobre el impacto de las emisiones propuestas sobre el perfil de deuda afecta la adecuada identificación y gestión de los riesgos que las diferentes propuestas podrían tener sobre el perfil de la deuda, así como el impacto de sucesos adversos sobre la evolución y sostenibilidad de la deuda pública externa de efectuar las emisiones propuestas.

No existe un área específica designada para elaborar un plan anual de endeudamiento externo en el cual se incluyan evaluaciones anuales de los términos y condiciones más beneficiosos o rentables que consideren posibles acreedores y mercados, tal como lo sugieren las buenas prácticas. Esto incrementa el riesgo de que se emitan instrumentos bajo términos y condiciones que pueden ser menos favorables que las que ofrecen otros mercados o acreedores, o que no representen la combinación costo-riesgo óptima.

Teniendo en cuenta las necesidades de endeudamiento del año entrante, se **recomienda** asignar un área que realice un plan de endeudamiento anual 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. El análisis de los términos y condiciones debe documentarse y los procedimientos internos deben indicarlo, estableciendo sus contenidos mínimos (tasas de interés, comisiones, moneda, costo de penalizaciones y otros cargos, perfil de desembolsos y vencimientos, impacto en el perfil de la deuda existente y sostenibilidad).

Asimismo, se **recomienda** la elaboración del cronograma estimado de emisiones internacionales que exigía la Res. MEyP 209/05, planilla anexa al art. 1 y que sigue vigente, a

¹²⁰ Por ejemplo, en los casos de contar con información sobre rendimientos soberanos en la moneda sugerida por las entidades, se apela principalmente a la técnica de interpolación lineal; mientras que en los casos en que no se cuenta con información de rendimientos en la moneda a emitir por el soberano, se identificó la utilización de la “interpolación lineal de curvas swapeadas” en otras monedas o la utilización de emisiones de otros soberanos o corporativos. La interpolación lineal consiste en obtener las combinaciones de valores entre dos puntos en forma lineal. La interpolación lineal de curvas swapeadas, resulta en aplicar la interpolación lineal a rendimientos obtenidos de la conversión de una curva de rendimiento en moneda original a otra moneda.



Auditoría General de la Nación

los efectos de contribuir a una planificación de endeudamiento que permita calzar los vencimientos de la deuda externa con nuevas emisiones de esta especie, en lo posible, para evitar contraer deuda externa para el pago de gastos en pesos. En este orden, y dadas las explicaciones señaladas, no sería necesaria la publicación de dicho cronograma.

iii. Opiniones del BCRA respecto del impacto de las operaciones en la balanza de pagos

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 1344/07¹²¹, dado que la ONCP no lo solicitó de esa manera.

Entre el 01/01/2016 y el 19/01/2017¹²², el BCRA sólo realizaba una intervención formal dadas las limitaciones derivadas del traslado de misiones y funciones al INDEC mediante Decreto 47/17¹²³. Si bien no existió un documento que exigiera contenidos mínimos del dictamen, la metodología utilizada fue mejorando durante el período analizado, incorporando un análisis que permite medir desequilibrios que puedan originarse en las cuentas externas.

¹²¹ “La opinión del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA deberá ser emitida una vez promulgada la Ley de Presupuesto del año respectivo y se referirá a la totalidad de las operaciones en las que se autoriza a la Administración Central de conformidad con el Artículo 60 de la ley, y que se encuentran contempladas en la Ley de Presupuesto del ejercicio fiscal de que se trate, en los términos, a los fines y por hasta las sumas estipuladas en esta última.

Para realizar dicha opinión podrá utilizar las proyecciones implícitas en la Ley de Presupuesto del año respectivo así como sobre la base del análisis del programa monetario que se realice en oportunidad de enviar al HONORABLE CONGRESO DE LA NACION el Proyecto de Ley de Presupuesto de cada año.

Cuando se trate de operaciones que se encuentran autorizadas por leyes específicas, la opinión del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA podrá ser emitida en la forma dispuesta en el párrafo precedente” (Dec. 1344/07, art. 61).

¹²² Fecha de entrada en vigencia del Decreto 47/17.

¹²³ En sus dictámenes, el BCRA indicó que “a partir del traslado de misiones y funciones al ámbito del entonces Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos (Decreto N°1268/1994) las estimaciones históricas y proyectadas del Balance de Pagos son realizadas por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales actualmente dependiente del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC)”.

A partir de la entrada en vigencia del Dec. 47/17, se sustituyó la responsabilidad primaria y acciones de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales del INDEC y se dispuso que el BCRA sea el organismo encargado de realizar las proyecciones de las distintas cuentas del balance de pagos y de la posición de inversión internacional, pasando a emitir la opinión en cumplimiento del art. 61 de la LAF.



Auditoría General de la Nación
El BCRA formalizó el proceso para la elaboración de los informes en 2019 posterior al período auditado.

Criterio:

Previo a la constitución de deuda pública externa, el BCRA debe emitir opinión sobre el impacto de la operación en la balanza de pagos. Dicha opinión debe ser emitida una vez promulgada la ley de presupuesto -o ley específica- y se referirá a la totalidad de las operaciones en las que se autoriza el endeudamiento externo (LAF, art. 61, Decreto 1344/07, art. 61).

Hallazgo:

Desde 2016 hasta enero de 2017 las opiniones fueron emitidas por el INDEC y consistieron en describir a qué cuentas se imputarían los ingresos y egresos de las emisiones y a exponer el flujo de fondos de cada bono, sin analizar la sostenibilidad de la balanza de pagos ni elaborar indicadores que permitan medir impacto¹²⁴.

A partir de la vigencia del Dec. 47/2017, el BCRA retomó la función de realizar las proyecciones de las distintas cuentas del balance de pagos y de la posición de inversión internacional de conformidad con lo dispuesto por el artículo 61 de la Ley 24.156 (art. 2).

En este marco, la Gerencia Principal de Análisis Macroeconómico y Monetario del BCRA aprobó un proceso para elaborar el informe, aunque el documento fue aprobado el 11/12/2019¹²⁵, fecha posterior a las colocaciones externas.

¹²⁴ El organismo describió en qué cuentas se registrarían los ingresos y egresos de las personas no residentes en la Argentina en la balanza de pagos: los desembolsos como ingresos y las amortizaciones como egresos en la Cuenta Financiera, mientras que los intereses que se devenguen figuran como un débito de intereses en la cuenta Rentas de la Inversión de la Cuenta Corriente, y en el caso de que existan cargos en concepto de comisiones también se debitan de la Cuenta Corriente dentro de la cuenta Servicios (servicios financieros). Asimismo, agregaban que “Todas estas transacciones de ingreso y egreso de divisas, tendrán en general, contrapartida en las variaciones de las reservas internacionales del BCRA”.

¹²⁵ La fecha de aprobación figura en la “Hoja de Datos” que detalla los aspectos generales del documento.



Auditoría General de la Nación

El BCRA emitió opinión para cada una de las operaciones en particular consultadas por la ONCP, pero no sobre la totalidad de las operaciones autorizadas tal como lo establece el art. 61 del Decreto 1344/07 reglamentario de la LAF¹²⁶.

La opinión obrante en los informes se funda en una trayectoria de la balanza de pagos (por el plazo del instrumento analizado) elaborada a partir de un escenario macroeconómico base de 10 años (2017-2027) con determinadas características. En las opiniones de todas las emisiones del período auditado se utilizó el mismo escenario base (excepto en el Bono del Siglo donde no lo utilizan, dado el plazo del instrumento)¹²⁷, sin contemplar escenarios adversos. Todas las opiniones emitidas por el BCRA fueron favorables a las emisiones consultadas.

Por otro lado, la ONCP no solicitó al BCRA un dictamen sobre la totalidad de los títulos públicos internacionales que se esperaba emitir para cada ejercicio previo a las emisiones concertadas¹²⁸.

En este sentido, el BCRA, explicó que “nunca emitió opinión de carácter global en el marco de lo dispuesto en el art. 61 de la Ley 24.156 sobre el monto total de endeudamiento externo que se esperaba emitir para cada ejercicio. Sólo se emitieron opiniones ante pedidos del entonces denominado Ministerio de Hacienda, concretos y con el detalle de cada una de las operaciones involucradas, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 61 de la Ley 24.156, el cual señala que “antes de formalizarse el acto respectivo... deberá emitir opinión... sobre el impacto de la operación...”. A pedido del entonces Ministerio de Hacienda, y únicamente en los casos vinculados a operaciones vinculadas a organismos internacionales de crédito (art. 60 de la Ley 24.156) se realizaron opiniones que involucraron un amplio conjunto de operaciones previstas

¹²⁶ El BCRA indicó que “el área de Exterior y Cambios en el período en que emitió respuesta, cada una de ellas fue brindada a título individual para cada expediente tramitado” (Archivo Word “Respuesta pedido AGN endeudamientos año 2016 VFF”, adjunto en IF-2021-00091664-GDEBCRA-GNEYC#BCRA, en respuesta a Nota AGN 370/21).

¹²⁷ En base al escenario, proyectan la Cuenta Corriente y Cuenta Capital y Financiera y la Variación de Reservas e indican el % que los pagos previstos para el endeudamiento analizado representan del déficit de cuenta corriente. Asimismo, el BCRA indicó que complementariamente se evalúa esta dinámica de la balanza de pagos mediante el enfoque utilizado por el Fondo Monetario Internacional (IMF Methodological note on External Balance Assessment (EBA-lite), el cual consiste en medir desequilibrios que puedan originarse en las cuentas externas. En este marco, el BCRA observa si la Posición de Inversión Internacional (PII) -que resulta de la acumulación de los resultados de cuenta corriente- derivada del escenario planteado en cada informe para cada emisión consultada se encuentra dentro de un rango adecuado a lo largo del período del escenario base.

¹²⁸ NO-2021-34633310-APN-ONCP#MEC en respuesta a Nota AGN 297/21 A-05.



Auditoría General de la Nación

con organismos internacionales en línea con los presupuestos nacionales aprobados para cada año, contemplando en detalle cada una de las operaciones involucradas”¹²⁹.

Si bien la LAF establece que la opinión debe ser sobre el impacto de la operación en la balanza de pagos (singular), su decreto reglamentario señala que la opinión debe realizarse una vez aprobada la ley de presupuesto y sobre la totalidad de las operaciones autorizadas en el presupuesto o ley específica. A los efectos prácticos, el decreto reglamentario no resultaría practicable por dos motivos: (1) aún no se conocen las condiciones financieras de la deuda externa y, (2) el auditado no cuenta con escenarios de posibles carteras o deseables de deuda pública que incluya su composición, plazos, tasas. La única información disponible es la aprobación de los decretos que establecen topes monetarios para prorrogar la jurisdicción a favor de tribunales extranjeros. Esto resalta la importancia de existencia de una Estrategia de Deuda ya que posibilitaría el cumplimiento normativo.

Como punto de mejora, y a los efectos de mejorar la efectividad en los análisis de impacto de la deuda externa sobre las cuentas internacionales y tener una pauta de materialidad de la deuda, se **recomienda** obtener opiniones globales que incluyan el impacto de la totalidad de las operaciones de deuda externa del ejercicio en la balanza de pagos, y no únicamente por operación en particular.

6. COMENTARIOS DEL AUDITADO

Mediante Nota AGN N° 704 /23 A-05, de fecha 06/11/2023, enviada al Señor Ministro de Economía, Dr. SERGIO TOMAS MASSA, se remitió copia del Proyecto de Informe, a fin de que ese organismo realice los comentarios o aclaraciones pertinentes. Se recibió la respuesta, mediante Nota N° NO-2023-142513157-APN-DCYCP_MEC de fecha 29/11/2023, cuyo análisis particular está contenido en Anexo 5.

Luego de un pormenorizado análisis de los comentarios recibidos se concluye que los mismos no son contradictorios con los hallazgos y recomendaciones presentadas con anterioridad.

¹²⁹ IF-2021-00092878-GDEBCRA-GPAMYM#BCRA, en respuesta a Nota AGN 370/21.



7. 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 uso 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



Auditoría General de la Nación

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.



Auditoría General de la Nación

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:

- Los riesgos derivados de las cláusulas del fideicomiso de fecha 22/4/2016 ni las cláusulas legales de los bonos en particular



Auditoría General de la Nación

- 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.

Buenos Aires, marzo de 2024

Gabriel Luis Valladares

Jefe de equipo



Auditoría General de la Nación

ANEXO 1 - Consideraciones sobre la prórroga de jurisdicción e inmunidad soberana

La *inmunidad* es el principio que garantiza a un Estado que, sin su consentimiento, sus actos o bienes no van a ser sometidos ante tribunales judiciales u órganos administrativos de otros Estados¹³⁰. La inmunidad se refiere tanto a la jurisdicción, como a la ejecución; en el primer caso si un Estado se considera inmune quiere decir que no puede ser juzgado por los tribunales de otro Estado, en el segundo caso impide que sus bienes sean objeto de una medida de ejecución ordenada por los tribunales u órganos de otro Estado.

En principio se consideró que la inmunidad era absoluta, es decir existía imposibilidad de someter a juicio o ejecutar bienes de un Estado, pero con el correr del tiempo y la participación estatal en relaciones con particulares se flexibilizó este principio, debiendo distinguir para su aplicación según la naturaleza del acto, en:

- Actos de imperio: aquellos actos de gobierno realizados por el Estado extranjero en su calidad de soberano¹³¹, para esta clase de actos el Estado mantiene la inmunidad
- Actos de gestión: actos de índole comercial, privados, que pueden ser realizados por una persona física o jurídica y, por no comprometer la soberanía o el poder estatal, no requieren un resguardo jurídico específico¹³²; cuando realiza este tipo de actos el Estado pierde la inmunidad

En cuanto a los usos internacionales concretos, interesa analizar la legislación y jurisprudencia de los Estados Unidos¹³³ por ser la ley aplicable a las nuevas emisiones de deuda externa y revestir el mayor riesgo en materia jurisprudencial; en este contexto se destaca¹³⁴ como norma aplicable la Foreign Sovereign Immunities Act (1976). Esta norma rige las inmunidades de los

¹³⁰ GONZÁLEZ NAPOLITANO, Silvina (coordinadora); Lecciones de Derecho Internacional Público; Ed. ERREIUS; 1era edición, Buenos Aires, 2015; Capítulo *Las inmunidades de los Estados Extranjeros* por Silvina Gonzalez Napolitano y Mariana Lozza

¹³¹ TRUCCO, Marcelo; Inmunidad de jurisdicción de los estados. Los cambios operados en la doctrina, jurisprudencia y legislación nacional; 2007, publicado en www.saij.jus.gov.ar, Id SAIJ: DASF070023

¹³² TRUCCO, op.cit.

¹³³ En cuanto al Reino Unido, la *State Immunity Act* tiene en cuenta la naturaleza de los actos (de imperio o de gestión) a los efectos de la inmunidad de jurisdicción y la jurisprudencia (*Philippine Admiral c. Wallen Shipping, Trendtex c Banco Central de Nigeria, Intpro Properties (UK) c. Sauvel y otros*) conserva la distinción de acuerdo a la naturaleza del acto y toma en cuenta en particular la actividad comercial como clave para denegar la inmunidad.

¹³⁴ Existe también la *Alien Tort Statute* (1789) que permite a extranjeros presentar acciones civiles ante cortes federales de EEUU por violaciones al derecho internacional cometidas en territorio extranjero, por ej violaciones a derechos humanos. Se sigue con más detalle la FSIA por tratarse de la normativa de aplicación principal en las causas seguidas contra la República Argentina en los casos de reclamos derivados por deuda soberana impaga.



Auditoría General de la Nación

Estados extranjeros en EEUU. Otorga inmunidad de jurisdicción y ejecución a los Estados ante las cortes de EEUU, con excepciones entre las que podemos señalar la renuncia, reconvencción y la actividad comercial realizada en EEUU o en conexión con actividad comercial en otro lugar, si el acto que se analiza se consuma allí.

Resumiendo, se destaca que, a nivel de tratados internacionales, se reconoce la inmunidad de jurisdicción y ejecución con excepciones, que se apoyan principalmente en el propio sometimiento del Estado a la jurisdicción de otro o la naturaleza del acto. Asimismo, se toma especialmente en cuenta el carácter comercial de la actividad como punto determinante de la pérdida de inmunidad, aunque la renuncia a la inmunidad de jurisdicción no parece implicar por sí misma la no aplicación de la inmunidad de ejecución, que aún se analiza con un criterio restrictivo.

En cuanto a la posibilidad de ejecutar sentencia de tribunales extranjeros en territorio nacional, tomando en cuenta que en las operaciones de los últimos 15 años se ha estilado la prórroga de jurisdicción hacia tribunales extranjeros –Nueva York, Londres, Tokio por ejemplo- según consta respecto a la ley aplicable y cláusulas específicas insertas en los *indenture* y suplementos de prospecto (Decretos 1735/04, 563/10, Res. 146/16 entre otras); se permite la prórroga y así lo ha sostenido la PTN en varios dictámenes a propósito de operaciones de crédito público externas (248:452, 251:652, 273:129 por ej.), y prevalece la inmunidad relativa en razón de la naturaleza del acto.

En la materia, la jurisprudencia ha destacado la existencia de una declaración de emergencia por vía legal, para que proceda el rechazo de la ejecución, ello por aplicación de lo establecido en *Galli-Brunicardi*¹³⁵: (posibilidad de que Estado Nacional) “en épocas de graves crisis económicas limite, suspenda o reestructure los pagos de la deuda para adecuar sus servicios a las reales posibilidades de las finanzas públicas, a la prestación de los servicios esenciales al cumplimiento de las funciones estatales básicas que no pueden ser desatendidas”. Tales principios fueron citados en *Claren*¹³⁶, donde se rechazó la pretensión de la actora por no satisfacer el requisito del inciso 4, art. 517 CPCCN, el cual “sujeta el reconocimiento de una

¹³⁵ Ver Galli, Hugo Gabriel y otro c/ PEN – ley 25.561 - dtos. 1570/01 y 214/02 s/ amparo sobre ley 25.561 y Brunicardi, Adriano Caredio c/ Estado Nacional (B.C.R.A.) s/ cobro

¹³⁶ Claren Corporation e/ E.N - arts. 517/518 CPCC exequátur s/ varios.



Auditoría General de la Nación

sentencia extranjera a que ésta "no afecte los principios de orden público del derecho argentino"; y destaca que tal control está previsto en una abrumadora cantidad de convenios bilaterales e internacionales suscriptas por nuestro país, en concordancia con la gran mayoría de las legislaciones internas que supeditan el reconocimiento y la ejecución de las decisiones foráneas a la condición de que no afecten el orden público o las políticas públicas fundamentales de los respectivos países".

En cuanto al embargo de bienes, no debería prosperar sin antes atender a la naturaleza y finalidad de los mismos, aquí ha sostenido la PTN "La tendencia general de los tribunales ha sido permitir la ejecución respecto de bienes destinados a la actividad comercial del Estado y denegarla sobre bienes afectados al cumplimiento de fines públicos del Estado. Se hace mención a los bienes que quedan fuera de la posibilidad de embargo (diplomáticos/consulares, militares, membresía de organizaciones internacionales, culturales, cuentas bancarias en tanto se relacionen a un servicio público) En cuanto al listado de bienes inembargables: "reviste carácter meramente enunciativo y no taxativo, (...) rige el principio general (...) en cuanto a que ninguna medida coercitiva contra un Estado soberano puede recaer sobre aquellos bienes que hacen al cumplimiento de sus funciones esenciales" (Dict. 248:452, entre otros).

Prórroga de jurisdicción hacia tribunales extranjeros en los dictámenes de la PTN

En cuanto a la posibilidad de convenir la prórroga de jurisdicción, los dictámenes analizados son homogéneos en cuanto a establecer la aplicación de las siguientes normas:

- Ley 11.672 art. 53 (anteriores 16 y 40 en las operaciones vistas)
- Ley 24.156 (deuda como cuestión patrimonial)
- Ley 24.488
- CPCCN art. 1
- CN, art. 116 y 117
- Foreign Sovereign Immunities Act (Estados Unidos)



Auditoría General de la Nación

La PTN ha sostenido que prevalece la inmunidad relativa, en parte por la vinculación comercial inter-estatal y la distinción de actos de imperio y de gestión¹³⁷ (con especial atención a la naturaleza comercial del acto). El art. 1 del CPCCN permite como excepción la prórroga de jurisdicción en cuestiones patrimoniales, en tanto no se trate de asuntos de competencia exclusiva de tribunales argentinos y no exista ley que lo prohíba.

El Código Procesal, Civil y Comercial de la Nacional “admite, a título de excepción, la posibilidad de que las partes de conformidad sometan determinados asuntos (los exclusivamente patrimoniales) a otros jueces; incluso a jueces o árbitros que actúen fuera de la República, si los asuntos fuesen de índole internacional. Los límites impuestos para que estos casos puedan prorrogarse son dos: a) que los temas no sean de jurisdicción exclusiva de los tribunales argentino y b) que no exista ley prohibitiva del instituto. La actividad debe revestir carácter patrimonial e internacional” (Confr. Dictámenes PTN 251:652, entre otros).

En cuanto a la validez de las obligaciones asumidas en este marco, en ocasión del canje 2010, la PTN agregó: “La renuncia a inmunidad por parte de la Argentina, la designación del Agente Autorizado para el diligenciamiento de notificaciones, el sometimiento por la Argentina a la jurisdicción de los tribunales federales o estatales de los Estados Unidos de América, con sede en el condado de Manhattan, ciudad de Nueva York, Estados Unidos de América (con respecto a los Títulos Nuevos) y la elección de la ley de Nueva York y de Inglaterra como ley aplicable, según corresponda, conforme a lo establecido en los Documentos de la Transacción y en los términos y condiciones de los Títulos Nuevos, son obligaciones válidas y vinculantes para la Argentina de acuerdo con las leyes de la Argentina”. (PTN Dict. 273:129, Canje 2010)

Específicamente en materia de crédito público: la autorización para prorrogar excepcionalmente jurisdicción se encuentra prevista en la Ley 11.672 (T.O. 2014), art. 53,

¹³⁷ El punto de inflexión que ha motivado a los Estados a admitir la prórroga de jurisdicción hacia tribunales extranjeros y a considerar que ello no afecta su soberanía se afirma en la diferenciación, clasificación y calificación de los diversos actos estatales. Así, ciertos actos constituyen manifestaciones de la soberanía estatal (actos *juri imperii*) en los que cabe la aplicación de la inmunidad en sentido amplio o absoluto (y, como una de sus secuelas, la improrrogabilidad de la jurisdicción), en tanto otros actos estatales, propios de la actividad comercial, se encuadran dentro del marco del derecho privado (*jure gestionis*), en los que domina de modo decisivo el principio de autonomía de la voluntad, pudiendo ser una de sus secuelas, la prórroga de jurisdicción. (criterio seguido por la Convención Europea en materia de Inmunidad de los Estados de 1972, Ley de Inmunidades Soberanas de Estados Extranjeros de los Estados Unidos de América de 1976 (FSIA) y Ley Británica de Inmunidad Soberana de 1978). En Argentina se adoptó este criterio mediante la Ley 24.488 (B.O. 28-6-95)



Auditoría General de la Nación

segundo párrafo. Similar previsión se incluyó en la Ley 27.249 (1-4-16), art. 9, respecto del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, en su carácter de Autoridad de Aplicación de la ley (operación relacionada al pago a los *holdouts*)

Quienes dirigen las negociaciones de la República no deben acceder a semejantes cláusulas sino en caso de excepcional importancia y de absoluta necesidad (Dictámenes 129:137). El examen de esas ponderaciones no es competencia de la PTN”.

La posibilidad de que el Estado Argentino someta eventuales controversias a tribunales extranjeros es jurídicamente viable, en la medida en que tales supuestos tuviesen notas específicas que justifiquen hacer excepción a aquella jurisdicción. “El examen de ponderaciones excede el marco competencial de esta Casa”, considerando que el art. 53, 2º párrafo de la Ley 11.672 lo autoriza expresamente. (303:221)

Límites a la embargabilidad de los bienes del Estado

Según lo ha dictaminado sostenidamente la PTN, en principio, el Estado extranjero y sus bienes no pueden ser objeto de medidas de ejecución, incluyendo esto a las medidas cautelares, los procedimientos de apremio, aprehensión, embargo o secuestro de bienes. En la práctica internacional, la inmunidad de ejecución, en general, se considera que puede ceder cuando los bienes a ejecutar no están destinados al ejercicio de funciones públicas.

La tendencia general de los tribunales ha sido permitir la ejecución respecto de bienes destinados a la actividad comercial del Estado y denegarla sobre bienes afectados al cumplimiento de fines públicos del Estado.

Existe un conjunto de bienes que no pueden ser ejecutados: a) Cualquier reserva del BCRA; b) Cualquier bien perteneciente al dominio público localizado en el territorio de la República Argentina, incluyendo los comprendidos por los artículos 234 y 235 del Código Civil y Comercial de la Nación; c) Cualquier bien localizado dentro o fuera del territorio argentino que preste un servicio público esencial; d) Cualquier bien (sea en la forma de efectivo, depósitos bancarios, valores, obligaciones de terceros o cualquier otro medio de pago) de la República Argentina, sus agencias gubernamentales y otras entidades gubernamentales relacionadas con la ejecución del presupuesto, dentro del alcance de los artículos 165 a 170 de la Ley N°11.672 Complementaria Permanente de Presupuesto (t.o. 2014); e) Cualquier bien alcanzado por los



Auditoría General de la Nación

privilegios e inmunidades de la Convención de Viena sobre Relaciones Diplomáticas de 1961 y la Convención de Viena sobre Relaciones Consulares de 1963, incluyendo, pero no limitándose a bienes, establecimientos y cuentas de las misiones argentinas; f) Cualquier bien utilizado por una misión diplomática, gubernamental o consular de la República Argentina; g) Impuestos y/o regalías adeudadas a la República Argentina y los derechos de ésta para recaudar impuestos y/o regalías; h) Cualquier bien de carácter militar o bajo el control de una autoridad militar o agencia de defensa de la República Argentina; i) Cualquier bien que forme parte de la herencia cultural de la República Argentina; y j) Los bienes protegidos por cualquier ley de inmunidad soberana que resulte aplicable.

En particular, para las operaciones abarcadas por este estudio por ejemplo en la Ley 27.249, art. 9, y Decreto 29/17 han receptado los principios internacionalmente aceptados en la materia, y enumeran aquellos bienes que no están alcanzados por las cláusulas de renuncia a oponer la inmunidad soberana.

Por otro lado, dado que el CCyCN legisla sobre bienes del dominio privado del Estado (art. 236), y que la renuncia a inmunidad soberana no es sobre ellos, se estudió la posibilidad de su embargo y/o ejecución.

En principio, los bienes enumerados en el art. 236 serían embargables, excepto se den ciertas condiciones que se explican a continuación.

a) Los inmuebles que carecen de dueño. Estos bienes serían embargables, siempre que no sea en perjuicio de la titularidad invocada por un particular a través de la prescripción adquisitiva¹³⁸.

b) Las minas de oro, plata, cobre, piedras preciosas, sustancias fósiles y toda otra de interés similar, según lo normado por el Código de Minería. En principio, estos bienes se encuentran

¹³⁸ La prescripción adquisitiva es un instituto del derecho civil que permite adquirir la propiedad de un bien mediante la posesión ininterrumpida del mismo, durante un tiempo fijado por ley (art. 1897 CCyCN). La atribución dominial al Estado lo es sin perjuicio de que los particulares acrediten la titularidad que invoquen sobre dichos inmuebles por vía de la prescripción. Llambías y Alterini, citados por Lorenzetti y otros en *Código Civil y Comercial de la Nación Comentado*, Página 775.



Auditoría General de la Nación

bajo el dominio de las provincias por ser preexistentes a la Nación, razón por la cual si se encuentran bajo el dominio provincial no son embargables¹³⁹.

Conforme el Código de Minería existen 3 categorías de minas: (1) “Minas de las que el suelo es un accesorio, que pertenecen exclusivamente al Estado, y que sólo pueden explotarse en virtud de concesión legal otorgada por autoridad competente”; (2) “Minas que, por razón de su importancia, se conceden preferentemente al dueño del suelo; y minas que, por las condiciones de su yacimiento, se destinan al aprovechamiento común”; y (3) “Minas que pertenecen únicamente al propietario, y que nadie puede explotar sin su consentimiento, salvo por motivos de utilidad pública (art. 2). Solamente las de la primera categoría pertenecen al Estado”. El Código establece que: “sin perjuicio del dominio originario del Estado reconocido por el artículo 7, la propiedad de las minas se establece por la concesión legal” (art.10) y que “la explotación de las minas, su exploración, concesión y demás actos consiguientes revisten el carácter de utilidad pública” (art. 13). Al analizar ambos artículos en conjunto, dada la utilidad pública, la concesión, exploración y explotación de las minas sería inembargable.

Dentro del Código de Minería se encuentra un apéndice referido al régimen legal del petróleo e hidrocarburos fluidos, el cual establece que pertenecen al dominio privado del Estado¹⁴⁰. Además, establece que: “las explotaciones de oleoductos serán ejecutadas como servicio público...” (art 33), por lo cual, dada su afectación como servicio público, no serían embargables.

c) Los lagos no navegables que carecen de dueño. Estos bienes serían embargables, y no deben confundirse con los lagos navegables, los cuales no son embargables debido a que se encuentran incorporados en el inciso c) del artículo 235 del CCyCN, donde se enumeran los bienes del dominio público.

d) Las cosas muebles de dueño desconocido que no sean abandonadas, excepto los tesoros. Estos casos serían embargables.

¹³⁹ C.N. Artículo 124, párrafo in fine: “Corresponde a las provincias el dominio originario de los recursos naturales existentes en su territorio.”. El Código de Minería establece: “**Art. 7°** – Las minas son bienes privados de la Nación o de las Provincias, según el territorio en que se encuentren.”

¹⁴⁰ **Art. 1°** – Las minas de petróleo e hidrocarburos fluidos son bienes del dominio privado de la Nación o de las provincias, según el territorio en que se encuentren.



Auditoría General de la Nación

e) *Los bienes adquiridos por el Estado nacional, provincial o municipal por cualquier título.*

Con la limitación de que no se encuentren destinados o afectados a un servicio público.

La afectación al servicio público, como se establece el artículo 243 del CCyCN, es otra limitación para la ejecución. Para que un bien quede sometido al régimen del dominio público, es menester que éste se encuentre afectado al uso público, ya sea directa o indirectamente.¹⁴¹

La ejecución de estos bienes se hace a través de la figura del *exequatur*, proceso por el que se reconoce una sentencia extranjera para ser aplicada en nuestro territorio. Esta sentencia debe cumplir con los requisitos formales de su propia jurisdicción y las normas procesales del estado argentino, enumerados en el artículo 517 del CPCyCN. Deberá constatarse que el bien que se pretende ejecutar no este afectado al servicio público o sea de utilidad pública, ni que pertenezca al patrimonio del Estado inalienable e imprescriptible. Por último, para que la sentencia sea autorizada al pago, debe ser incorporada como gasto al presupuesto nacional que es aprobado por el Congreso de la Nación¹⁴².

¹⁴¹ Herrera, Marisa y otros, Código Civil y Comercial de la Nación Comentado, Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, Presidencia de la Nación. Ediciones Infojus, 2015. Buenos Aires. Pág. 385 y 386.

¹⁴² LEY 24.624, Art. 20: “*Los pronunciamientos judiciales que condenen al ESTADO NACIONAL o a alguno de los entes y organismos enumerados en el artículo anterior al pago de una suma de dinero o, cuando sin hacerlo, su cumplimiento se resuelva en el pago de una suma de dinero, serán satisfechos dentro de las autorizaciones para efectuar gastos contenidas en el PRESUPUESTO GENERAL DE LA ADMINISTRACION NACIONAL, sin perjuicio del mantenimiento del régimen establecido en la Ley N° 23.982.*”



Auditoría General de la Nación
ANEXO 2 – Jurisprudencia relevante de Estados Unidos

Si bien nuestro país tiene una larga historia en materia de litigiosidad relacionada a endeudamiento soberano, solo se analizan aquellos casos que contienen conceptos o pronunciamientos importantes a los efectos de señalar situaciones de riesgo.

A modo de resumen, se exponen los puntos principales o clave que se desprenden de cada sentencia vista:

Cuadro N° 20

Jurisprudencia de Estados Unidos: resumen de puntos clave por fallo

Denominación	Puntos clave
Bancec - (1983)	La independencia y separación de una entidad normalmente reconocida como jurídicamente independiente no será tenida en cuenta cuando: - Una entidad es tan intensamente controlada por su propietario creando una relación de principal-agente, de manera que uno pueda ser considerado responsable por las acciones del otro. - El reconocimiento de tal separación pudiera acarrear fraude o injusticia.
Weltover - (1992)	- No cabe la inmunidad si el acto ocurre fuera de los Estados Unidos, pero en conexión con una actividad comercial del Estado extranjero que cause efecto directo en EEUU. - El carácter de la actividad comercial se define más por la naturaleza del acto que por su propósito. - La emisión de bonos, así como otros instrumentos de deuda es de naturaleza comercial y no da derecho a la presunción de inmunidad.
NML c República Argentina (2006)	- Renuncia expresa a la inmunidad de jurisdicción - Aceptación en el contrato de bonos soberanos respecto de la aplicación de la ley extranjera
EM Ltd. c República Argentina, Cámara de apelaciones de EEUU (2007) y NML Capital Ltd c. Banco Central de la República Argentina (2011)	Inmunidad de ejecución: - Si se trata de una entidad jurídicamente separada, sus fondos son inmunes bajo la FSIA. - BCRA: aún si se lo considera alter ego del gobierno, sus fondos no pueden ser embargados, por encontrarse en la cuenta de un banco central o autoridad monetaria extranjera - La FSIA solo permite el embargo de una propiedad del Estado extranjero en EEUU que se usara para actividad comercial: El pago al FMI no se considera actividad comercial - Se requiere renuncia a la inmunidad específica en relación a bienes del banco central



Auditoría General de la Nación

Aurelius Capital Partners LP c República Argentina (2009)	(Ejecución) Para que caiga la inmunidad la actividad que se realiza debe ser de naturaleza comercial y la entidad no debe ser independiente
NML c República Argentina (2012)	- Se interpretó la cláusula <i>pari passu</i> como dando lugar al <i>pago tasable (ratable payment)</i> , que en la práctica consistía en realizar el pago completo de la deuda a los <i>holdouts</i> , aún cuando se tratara del pago de un cupón a los acreedores de Canje. - Se reforzó la orden con la medida aplicada a los "participantes" en el circuito de pago: estos estaban impedidos de realizar cualquier pago a los acreedores de Canje, salvo que al mismo tiempo cumplieran con el pago total a los <i>holdouts</i> conforme la orden judicial - Se refuerza la idea de igualdad de trato entre acreedores
República Argentina c. NML (2014)	(Ejecución) La inmunidad no abarca pedidos de información (<i>discovery</i>) sobre bienes del Estado con objetivo de ejecución
Wilmington Savings Fund Society FSB v Cash America International Inc. (2016)	- La redacción del contrato en la parte relacionada a "remedios o soluciones" ante eventos de default, indica que la aceleración no es excluyente de otras soluciones previstas en el contrato (" <i>In other words, the Indenture gives the Trustee broad discretion to seek "any available remedy" and specifically authorizes the Trustee to seek specific performance.</i> ") - El incumplimiento verificado no deriva de la quiebra, sino de actos voluntarios de la demandada - La Corte aplica al caso el precedente Sharon Steel Corp. en donde se discutió si solo puede aplicarse la aceleración, excluyendo otras soluciones como por ejemplo el pago del premio: y aquí se sostuvo que la aceleración no excluye otras alternativas, no hay impedimento para el prestamista en buscar el cobro de de las provisiones en caso de rescate cuando es el deudor el que causa voluntariamente los eventos que hacen pagaderas las obligaciones. Como en el caso Sharon Steel, la aceleración no es excluyente de otras alternativas y el evento de impago de Cash America o se debió a la quiebra, sino a una acción voluntaria de la Compañía. Dado que la aceleración no es la solución excluyente y la existencia del incumplimiento voluntario por parte de Cash America, no hay impedimento para tal compensación.
White Hawthorne (y Otros) v. Republic of Argentina (2016)	- No pagar la acreencia de un deudor no implica por sí misma la violación de la <i>pari passu</i> - Además del default, lo que se considera crítico en la violación de la cláusula es la "conducta recalcitrante y continua del deudor"

Fuente: elaboración propia en base a sentencias de tribunales de EEUU



a) *Cláusulas que se mantienen en la vida del bono*

En las emisiones de deuda externa durante el período auditado, se incluyeron cláusulas de mantenimiento de condiciones y garantías a saber:

- Derechos de registro
- Montos adicionales
- Prohibición de constituir derechos de prenda (negative pledge)
- Pari passu

Del total de 18 bonos emitidos, 9 bonos cuentan con derechos de registro por haber sido emitido bajos las excepciones previstas en la Regla 144-A y Reg. S del Código de Normas Federales de Estados Unidos relacionadas a la Sección 5 de la Ley de Títulos Valores de EEUU (*Securities Act of 1933*)¹⁴³.

Respecto a la cláusula de montos adicionales, se establece que Argentina no impondrá impuesto, tasa, contribución u otra carga gubernamental sobre los pagos de capital e intereses que deban realizarse sobre los bonos, excepto que sea requerido por ley. En este supuesto los inversores se encuentran protegidos ante eventualidades futuras: Argentina pagará a los tenedores los montos adicionales necesarios para asegurar que el monto neto sea el mismo que se hubiese recibido sin la deducción o retención de la carga impuesta por ley¹⁴⁴.

¹⁴³ NO-2020-15232865-APN-ONCP#MHA en respuesta a Nota AGN 58/20 A-05. En el marco de las emisiones señaladas, los compradores iniciales y Argentina firmaron un Acuerdo sobre Derechos de Registro que se mencionan en los prospectos de emisión a los cuales le es aplicable. Dicho Acuerdo establece que en caso de que Argentina no complete el registro de los títulos y realice la sustitución de bonos no registrados por bonos registrados en la SEC (Incumplimiento de Registro o *Registration Default* en los términos del acuerdo), se prevé un incremento en la tasa de interés de los Títulos Registrables como penalidad. De acuerdo a lo informado por la ONCP, “la sustitución de bonos no registrados concluyó, debiendo destacarse que no todos los bonos no registrados participaron de dicha situación razón por la cual dicha cláusula no se encuentra vigente al día de la fecha.

¹⁴⁴ Prospectos de emisión, apartado Descripción de los bonos.



Auditoría General de la Nación

Las cláusulas de *negative pledge* (prohibición de constituir derechos de prenda) y *pari passu* aparecen como *covenants* ¹⁴⁵ en los prospectos de emisión de deuda soberana; las que resultan complementarias a los fines de dar un trato igualitario a los tenedores de deuda y de éstos respecto de otros endeudamientos externos futuros que pudieran significar mayores garantías a las otorgadas a los tenedores privados.

En esta línea, las emisiones de deuda del período 2016-2018 incluyeron la cláusula de *negative pledge* que indica que la Argentina “no constituirá ni permitirá que subsista ningún derecho real de garantía (por ejemplo, un gravamen, prenda, hipoteca, acta de fideicomiso, carga u otro gravamen o acuerdo preferente que tenga el efecto práctico de constituir un derecho real de garantía) respecto de sus ingresos o activos para garantizar su Deuda Pública Externa ¹⁴⁶, a

¹⁴⁵ De acuerdo al diccionario panhispánico del español jurídico, los *covenants* son “Cláusulas contractuales restrictivas habitualmente aplicadas en operaciones de financiación sindicada, con exigencias impuestas al deudor, como niveles mínimos de *rating* financiero, estructura de la deuda, beneficios mínimos o distribución de dividendos.” Disponible en: <https://dpej.rae.es/lema/covenants>

Los *covenants* suelen clasificarse en tres grupos: los de hacer, los de no hacer, y los financieros.

a) **Covenants de hacer (positive covenants)**

Este tipo de cláusulas imponen al deudor la obligación de realizar de forma activa diversos compromisos.

Por ejemplo:

- El prestatario se compromete a mantener el mismo equipo de dirección o *management* durante toda la vida del préstamo.
- El prestatario se compromete a renovar/mantener en vigor sus licencias administrativas.
- El prestatario se obliga a cumplir con todos aquellos contratos previos que garanticen la continuidad de su negocio.

b) **Covenants de no hacer (negative covenants)**

Al contrario que los anteriores, los *covenants* de no hacer se circunscriben esencialmente a prohibiciones específicas. Así, suele ser habitual impedir que el prestamista otorgue garantías a futuros acreedores sin la autorización previa del prestamista. O que el prestamista se obligue a no contraer nueva financiación por encima de determinados límites. Existen muchos otros, tales como la imposibilidad de distribuir dividendos, vender activos esenciales.

c) **Covenants financieros**

Consisten en el compromiso del deudor a mantener, durante la vigencia del crédito, ciertas ratios financieros a determinados niveles. Estas ratios indicarán al prestamista la capacidad de repago del prestatario. Dentro de esta clase de *covenants* podemos identificar, entre otros:

- Interest coverage ratio, que contrapone el EBITDA con los intereses a pagar.
- Current ratio, que compara el activo circulante con el pasivo circulante.
- Leverage ratio, que relaciona el total de la deuda financiera con el patrimonio efectivo.

<https://www.ilpabogados.com/covenant-y-waivers-que-son/>

¹⁴⁶ “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 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.



Auditoría General de la Nación

menos que los Bonos sean garantizados en forma igual o proporcional, o tengan el beneficio de una garantía real, garantía de indemnidad u otro arreglo aprobado por los tenedores...”¹⁴⁷ previendo algunas excepciones¹⁴⁸. Esta restricción protege a los inversores contra cualquier subordinación legal que se pudiera dar por sobre otro endeudamiento.

Como fuera mencionado, 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

El término en inglés es “Public External Indebtedness”; la traducción del convenio de fideicomiso 2016 dice “Endeudamiento Externo Público” (Anexo C, punto 1.e), a cuyos efectos se toman como sinónimos.

¹⁴⁷ Incluido en los prospectos de emisión de los bonos, apartado Descripción de los bonos”; y en el Modelo dispuesto en el Convenio de Fideicomiso del 22/4/2016, Anexo C sobre Reverso de los Bonos, Términos y condiciones de los bonos.

¹⁴⁸ La República puede permitir que subsista:

1. Cualquier derecho real de garantía sobre los bienes para garantizar deuda pública externa si esa deuda pública externa fue incurrida para financiar la adquisición de esos bienes por la República; cualquier renovación o prórroga de ese derecho real de garantía, en tanto el mismo se limite a los bienes originalmente cubiertos por el derecho real de garantía y estos garanticen cualquier renovación o prórroga de la financiación originalmente garantizada;
2. Cualquier derecho real de garantía sobre bienes que surja por imperio de la ley (o conforme a cualquier acuerdo que establezca un Gravamen equivalente a uno que de otro modo existiría conforme a la ley local pertinente) en relación con la deuda pública externa, incluyendo, sin limitación, cualquier derecho de compensación respecto depósitos a la vista o a plazo fijo con entidades financieras y gravámenes bancarios respecto de los bienes mantenidos por las entidades financieras (cada caso, depositados con o entregados a dichas entidades financieras en el curso ordinario de las actividades del depositante);
3. Cualquier garantía que exista sobre esos bienes al momento de su adquisición para garantizar deuda pública externa y cualquier renovación o prórroga de esa garantía que se limite a los bienes originalmente cubiertos por el derecho real de garantía y que garanticen cualquier renovación o prórroga de la financiación originalmente garantizada;
4. Cualquier derecho real de garantía constituido en relación con las operaciones contempladas por el plan de financiación de 1992 de la República de fecha 23 de junio de 1992, enviado a la comunidad bancaria internacional con la comunicación de fecha 23 de junio de 1992 del Ministerio de Economía de Argentina (el “plan de financiación de 1992”) y la documentación para su implementación, incluyendo cualquier derecho real de garantía para garantizar obligaciones bajo los bonos garantizados emitidos conforme al plan de financiación de 1992 (los “bonos par y discount 1992”) y cualquier derecho real de garantía que garantice deuda pendiente en la Fecha de Cierre, en la medida en que la misma deba contar con una garantía igual y proporcional a la que garantiza los bonos par y discount 1992;
5. Cualquier derecho real de garantía existente en la Fecha de Cierre;
6. Cualquier derecho real de garantía que garantice deuda pública externa emitida contra la entrega o cancelación de cualquiera de los bonos par y discount 1992 o el monto de capital de cualquier deuda pendiente al 23 de junio de 1992, en cada caso, en la medida en que la garantía se cree para garantizar la deuda pública externa en forma comparable con los bonos par y discount 1992;
7. Cualquier derecho real de garantía sobre cualquiera de los bonos par y discount 1992; y
8. Cualquier derecho real de garantía que garantice deuda pública externa incurrida a los efectos de financiar la totalidad o cualquiera parte de los costos de adquisición, construcción o desarrollo de un proyecto, siempre que (a) los tenedores de esa deuda pública externa acuerden expresamente limitar su recurso a los activos e ingresos de ese proyecto como la fuente de pago principal de la deuda pública externa y (b) los bienes sobre los que se otorga la garantía consistan únicamente en esos activos e ingresos.



Auditoría General de la Nación

sentada por los tribunales de Nueva York en la materia¹⁴⁹. El cuadro a continuación muestra las cláusulas insertas en los distintos contratos de deuda pública externa argentina.

Cuadro N° 21

Comparación de cláusulas *pari passu*

Fiscal Agency Agreement 1994	Convenio de Fideicomiso 2005	Convenio de Fideicomiso 2016
Los Títulos constituirán (excepto según lo previsto en el artículo 11 a continuación) obligaciones directas, incondicionales, con garantía común y no subordinadas de la República y tendrán la misma categoría <i>pari passu</i> y sin preferencia alguna entre ellos. Las obligaciones de pago de los Títulos de la República se categorizarán en todo momento al menos por igual con otro Endeudamiento Externo presente y futuro con garantía común y no subordinado (como se define en este Acuerdo).	Los Títulos constituirán obligaciones directas, incondicionales, con garantía común y no subordinadas de la República. Cada Serie tendrá la misma categoría <i>pari passu</i> que todas las otras Series, sin preferencia alguna de unas respecto de otras en razón de prioridad de fechas de emisión o moneda de pago o de otro modo, y tendrá como mínimo la misma categoría que todo otro Endeudamiento Externo (como se define en el presente)	Los (Bonos) constituyen y constituirán obligaciones directas, incondicionales, con garantía común y no subordinadas de la República compromete su plena fe y crédito. Los (Bonos) tienen y tendrán la misma categoría sin preferencia alguna entre sí y la misma categoría que todo otro Endeudamiento Externo Público de la República. Queda entendido que no se interpretará que esta disposición exige a la República efectuar los pagos en virtud de los Bonos en forma proporcional a los pagos que se realicen en virtud de cualquier otro Endeudamiento Externo Público.

Fuente: elaboración propia en base a párrafo 1.c del Fiscal Agency Agreement 1994, Anexo C del Convenio de Fideicomiso 2005 y Anexo C del Convenio de Fideicomiso 2016.

b) Cláusulas que se activan ante un Evento de Default

En este punto, las cláusulas que se destacan son:

- Incumplimiento cruzado (cross default)
- Aceleración
- Ejecución

¹⁴⁹ Ver apartado 3.b.iv sobre Jurisprudencia.



Auditoría General de la Nación

Ante la concurrencia de un evento de default especificado en los términos de cada serie de bonos¹⁵⁰, Argentina debe notificarlo al fiduciario mediante comunicación por escrito dentro de los 15 días posteriores al evento¹⁵¹.

Los eventos de default que figuran en los prospectos de emisión son los siguientes¹⁵²:

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 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.

Si tuviera lugar y continuara cualquiera de los supuestos de incumplimiento indicados respecto de una serie de los Bonos, los tenedores de dichos Bonos que representen por lo menos el 25% del monto total de capital de los Bonos de esa serie en ese momento en circulación podrán

¹⁵⁰ Convenio de Fideicomiso del 22/4/16, artículo 1.1 Definiciones.

¹⁵¹ Convenio de Fideicomiso del 22/4/16, artículo 3.5 Notificación de evento de default.

¹⁵² Según traducción publicada aprobada en las resoluciones de emisión de los bonos del período 2016-2018.



Auditoría General de la Nación

declarar el monto de capital de todos los Bonos de esa serie inmediatamente exigibles y pagaderos mediante notificación escrita a la República con copia al fiduciario, es decir, pueden demandar la aceleración de la deuda¹⁵³. Ante una declaración de aceleración, el capital, los intereses y todo otro monto pagadero respecto de esta serie de Bonos se tornarán inmediatamente exigibles y pagaderos en la fecha en que la notificación escrita es recibida por o en nombre de la República, a menos que la República hubiera subsanado el supuesto o supuesto de incumplimiento antes de recibir la notificación.

Los tenedores de una serie de los Bonos que representen en total más del 50% del monto de capital de los Bonos de esa serie en ese momento en circulación podrán dispensar cualquier incumplimiento existente y sus consecuencias en nombre de los tenedores de todos los Bonos de esa serie si:

- luego de la declaración de que el capital de dichos Bonos se ha tornado inmediatamente exigible y pagadero, la República deposita con el fiduciario una suma suficiente para pagar todos los montos pendientes en ese momento respecto de esos Bonos (fuera del capital pagadero en virtud de la aceleración por el supuesto de incumplimiento) junto con los intereses respecto de dichos montos hasta la fecha del depósito, así como los honorarios y gastos razonables del fiduciario; y
- todos los supuestos de incumplimiento (fuera de la falta de pago del capital pagadero en virtud de la aceleración por el supuesto de incumplimiento) hubieran sido subsanados o dispensados.

En el caso de un supuesto de incumplimiento del tipo indicado en los incisos (2) y (5) precedentes, el capital, los intereses y todo otro monto pagadero respecto de esa serie de Bonos solamente podrán ser declarados inmediatamente exigibles y pagaderos si dicho hecho es significativamente perjudicial para los intereses de los tenedores de esa serie de Bonos.

En el caso de una declaración de aceleración a causa de un supuesto de incumplimiento del tipo indicado en el inciso (3) precedente, la declaración de aceleración quedará automáticamente cancelada y anulada si la República hubiera subsanado o rectificado el supuesto de

¹⁵³ Cláusula de aceleración incluida también en el Convenio de Fideicomiso del 22/4/16, artículo 4.1.b) eventos de default, aceleración del vencimiento, rescisión y anulación.



Auditoría General de la Nación

incumplimiento o si los tenedores de la deuda pertinente revocan la declaración de caducidad de plazos dentro de los 60 días del hecho.

Solamente la deuda pública externa en situación de pago normal¹⁵⁴ es considerada a los efectos del incumplimiento cruzado. Otros supuestos de incumplimiento se aplican únicamente a cualquiera serie de Bonos que contiene dichos supuestos de incumplimiento.

Por su parte, el fiduciario puede determinar, sin estar obligado a hacerlo, si un evento de default o posible evento de default puede, en su opinión, ser subsanado y/o ser sustancialmente perjudicial y/o adverso y/o indebidamente perjudicial para los intereses de los tenedores. Cualquiera de esas determinaciones será concluyente y vinculante para Argentina y los tenedores de bonos (art. 5.1.j).

Por último, los prospectos de emisión señalan que, ante la concurrencia de un evento de default, y si éste continúa, el fiduciario podrá iniciar una acción judicial para hacer valer los derechos de los tenedores de bonos. Con excepción de un juicio iniciado por un tenedor en o luego de la fecha de vencimiento del título (según pueda ser modificada, pero sin dar efecto a ninguna aceleración), un tenedor no tendrá derecho a iniciar juicio, acción o procedimiento a menos que:

1. el tenedor haya cursado notificación escrita al fiduciario indicando que se ha producido y continúa un incumplimiento;
2. los tenedores de por lo menos 25% del monto total de capital en circulación de esa serie de bonos hayan instruido al fiduciario mediante notificación escrita que inicie una acción o procedimiento y le hubiesen proporcionado una indemnidad u otra garantía a satisfacción del fiduciario; y
3. habiendo transcurrido 60 días de la notificación al fiduciario, éste no hubiera iniciado acción o procedimiento según lo indicado y ninguna directiva inconsistente con dicha solicitud escrita hubiera sido impartida al fiduciario por una mayoría de tenedores de esa serie de bonos.

¹⁵⁴ "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).



Auditoría General de la Nación

Además, cualquier acción iniciada por un tenedor deberá ser para el beneficio igual proporcional y común de todos los tenedores de esa serie de bonos¹⁵⁵. No obstante, se advierte que ante a un evento de impago (ya sea de capital, intereses o montos adicionales), cada tenedor de títulos de deuda tiene “el derecho, absoluto e incondicional, (...) a iniciar juicio para la ejecución de dicho pago, en la fecha de vencimiento especificada o después de la misma, y ese derecho no será menoscabado sin el consentimiento de ese Tenedor” (Convenio de Fideicomiso del 22/4/16, cláusula 4.7). En este contexto, la acción individual iniciada por cada tenedor del título por falta de pago del bono conforme a las condiciones previstas en los prospectos de emisión será en beneficio exclusivo de aquel que la ejerce y no del conjunto de los tenedores de deuda.

c) Cláusulas de Acción Colectiva (CACs)

Como fuera mencionado, el Convenio de Fideicomiso contempla situaciones en las cuales se requiere el consentimiento de los tenedores para modificar cuestiones reservadas respecto de los títulos de deuda, a saber:

- i. Cambio de fecha en que cualquier monto sea pagadero
- ii. Reducción del monto de capital y/o la tasa de interés
- iii. Cambio del método utilizado para calcular los montos pagadores
- iv. Cambio de la moneda o el lugar de pago
- v. Modificación de la obligación de la República de efectuar cualquier pago (incluidos precios de rescate)
- vi. Cambio de la identidad del deudor
- vii. Cambio de la definición de títulos “en circulación” o porcentaje de votos afirmativos o consentimientos requeridos

¹⁵⁵ Esta cláusula se prevé en el Convenio de Fideicomiso 2016, Anexo C, punto 11 Ejecución, y en los arts. 4.4 Juicios de ejecución y 4.6 limitaciones a las demandas de los tenedores.

Asimismo, se encuentra contemplada en el Convenio de Fideicomiso 2005, Anexo C, punto 9 Ejecución; y agrega un último párrafo: “La República reconoce expresamente, con respecto al derecho de cualquier Tenedor a iniciar un recurso en virtud del Convenio de Fideicomiso o los Títulos, el derecho de cualquier beneficiario de Títulos a iniciar ese recurso con respecto a la porción del Título Global que representa los Títulos de ese beneficiario como si se hubieran emitido Títulos Cartulares.”



Auditoría General de la Nación

- viii. Cambio de la definición “uniformemente aplicable” o “modificación de cuestiones reservadas”
- ix. Autorizar al fiduciario, en representación de los tenedores de títulos de deuda, a canjear, reemplazar o convertir sus títulos por otros
- x. Cambiar el rango jurídico, ley aplicable, jurisdicción o renuncia a inmunidades.

En consonancia con lo que indican las CACs, las modificaciones a las cuestiones reservadas pueden realizarse mediante tres métodos¹⁵⁶:

1) *Series únicas (Series by series)*:

- a. Se consideran los tenedores de títulos de deuda que se encuentren afectados por esa modificación.
- b. Para cada serie se requiere el voto afirmativo de más del 75% del monto de capital de los títulos de deuda en circulación.

2) *Series cruzadas por votación única agregada (Cross-Series Modification with Single Aggregated Voting or Single limb)*:

- a. Se consideran los tenedores de títulos de deuda de dos o más series cuyos votos o consentimientos se contabilizan de manera agregada sobre el total de los bonos en circulación que se encuentren afectados por esa modificación.
- b. Se requiere el voto afirmativo de más del 75% del monto de capital de los títulos de deuda en circulación de todas las series afectadas de manera agregada.
- c. Debe ser aplicable uniformemente¹⁵⁷ a la totalidad de los bonos.

¹⁵⁶ Convenio de Fideicomiso del 22/4/2016, arts. 11.3, 11.4, 11.5 y 11.6.

¹⁵⁷ “Aplicable uniformemente” significa una Modificación en cuyo marco se invita a los Tenedores de los Títulos de Deuda de todas las Series afectadas por esa Modificación a canjear, convertir o reemplazar sus Títulos de Deuda en las mismas condiciones (x) por los mismos instrumentos nuevos o por otra contraprestación o (y) por nuevos instrumentos u otra contraprestación a partir de un menú idéntico de instrumentos u otras contraprestaciones. Queda entendido que no se considerará que una Modificación es Aplicable Uniformemente si no se ofrece a cada Tenedor de Títulos de Deuda de cualquier Serie afectada por esa Modificación que participa en el canje, conversión o reemplazo, el mismo monto de contraprestación por monto de capital, el mismo monto de contraprestación por monto de intereses devengados e impactos y el mismo monto de contraprestación por monto de intereses vencidos, respectivamente, que se ofrece a cada otro Tenedor de Títulos de Deuda de cualquier Serie afectada por esa Modificación que participa en el canje, conversión o reemplazo (o, cuando se ofrece un menú de instrumentos u otras contraprestaciones, si no se ofrece a cada Tenedor de Títulos de Deuda de cualquier Serie afectada por esa Modificación que participa en el canje, conversión o reemplazo, el mismo monto de contraprestación por monto de capital, el mismo monto de contraprestación por monto de intereses devengados e impagos y el mismo monto



Auditoría General de la Nación

3) *Series cruzadas con doble mayoría agregada (Cross-Series Modification with Two-Tier Voting or Dual limb):*

- a. Se consideran los tenedores de títulos de deuda de dos o más series cuyos votos o consentimientos se contabilizan de manera agregada sobre el total de los bonos en circulación que se encuentren afectados por esa modificación.
- b. Se requiere el voto afirmativo según una doble mayoría:
 - i. Más del 66 $\frac{2}{3}$ % del monto de capital de los títulos de deuda en circulación de todas las series afectadas de manera agregada y
 - ii. Más del 50% del monto de capital de los títulos de deuda en circulación para cada serie.

A los efectos de considerar la cantidad de votos, se toman en consideración los títulos de deuda “en circulación”¹⁵⁸, es decir, aquellos que se encuentren autenticados y otorgados en virtud del Fideicomiso¹⁵⁹. A estos efectos, no se considera la deuda intra sector público como deuda en circulación, entre otras¹⁶⁰. teniendo en cuenta lo siguiente:

de contraprestación por monto de intereses vencidos, respectivamente, que se ofrece a cada otro Tenedor de Títulos de Deuda de cualquier Serie afectada por esa Modificación que participa en el canje, conversión o reemplazo, que elige la misma opción de ese menú de instrumentos). Definición según traducción pública del Convenio de Fideicomiso del 22/4/2016, art. 1.1.

¹⁵⁸ Convenio de Fideicomiso 2016, art. 1.1 – Definiciones.

¹⁵⁹ Excepto: (i) los Títulos de Deuda de esa Serie cancelados previamente por el Fiduciario o entregados al Fiduciario para su cancelación o en poder del Fiduciario para su nueva emisión pero no emitidos nuevamente, o (ii) los Títulos de Deuda de esa Serie que han sido llamados a rescate de conformidad con sus términos o que hayan resultado vencidos y pagaderos al vencimiento o de otro modo y respecto de los cuales se hubiesen puesto a disposición del Depositario las sumas suficientes para efectuar el pago del capital (...), o (iii) los Títulos de Deuda de esa Serie o en reemplazo de los cuales se hubiesen autenticado y otorgado otros Títulos de Deuda.

¹⁶⁰ Para determinar la deuda “en circulación” se debe tener en cuenta lo siguiente:

- A. El monto de capital de un título de deuda con descuento de emisión original que se considerará “en circulación” será el monto de capital del mismo que resultaría vencido y pagadero en esa fecha tras la declaración de aceleración del plazo de su fecha de vencimiento en virtud de la sección 4.1 - Eventos de default, aceleración del vencimiento, rescisión y anulación,
- B. Si en esa fecha el monto de capital pagadero en la fecha de vencimiento especificada de un título de deuda no puede determinarse, el monto de capital de ese título que se considerará “en circulación” será el monto especificado según la Sección 2.1 – emisión en series, monto ilimitado.
- C. El monto de capital de un título de deuda denominado en una o más monedas extranjeras o unidades de moneda que se considerará “en circulación” será el equivalente en dólares estadounidenses, determinado en esa fecha conforme la Sección 2.1, del monto de capital de ese título de deuda (o, en el caso de un título de deuda descripto en el punto A o B anterior)
- D. Un título de deuda no se considerará “en circulación” y por lo tanto no se requerirá de su consentimiento, si el título pertenece a la Argentina, una Dependencia del Sector Público, una corporación, fideicomiso u otra persona jurídica que esté controlada por la Argentina o una Dependencia del Sector Público, salvo que los títulos se hayan prendado de buena fe y el beneficiario no sea ninguno de los casos mencionados.



Auditoría General de la Nación

Argentina puede seleccionar cualquiera de los tres métodos de modificación mencionados y seleccionar las series a las cuales se propone una modificación de una cuestión reservada. Una vez seleccionado el método y las series de títulos de deuda afectados, la decisión será definitiva. En este sentido, la República puede combinar los métodos de modificación¹⁶¹. No obstante, para los supuestos de modificaciones cruzadas y en caso de no cumplirse la condición de aplicación uniforme, deberá estarse al método de votación de series cruzadas con doble mayoría agregada, mientras que, si se cumple la condición mencionada, se podrá optar por la votación de series cruzadas con doble mayoría agregada o por votación única agregada¹⁶².

A modo comparativo, en el cuadro siguiente se presentan los requerimientos y mayorías para las modificaciones según los títulos que se traten.

Cuadro N° 22

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

	Serie única	Series agregadas	
		Doble mayoría	Única mayoría
Requerimiento de "aplicación uniforme"			
<i>Convenio de Fideicomiso 2005</i>	No	No	No contemplado
<i>Convenio de Fideicomiso 2016</i>	No	No	Sí
Umbral de votación			
<i>Convenio de Fideicomiso 2005</i>	75% (por serie)	85% (agregado) 66⅔% (por serie)	No contemplado
<i>Convenio de Fideicomiso 2016</i>	+ 75% (por serie)	+ 66⅔% (agregado) + 50% (por serie)	+ 75% (agregado)
Sub-agregación			
<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.

Como se puede observar, dependiendo del título de deuda que se trate los procedimientos de votación y las mayorías requeridas difieren. Asimismo, resulta importante destacar que la

“Dependencia del Sector Público” significa cualquier departamento, secretaría, ministerio u organismo de la República.

¹⁶¹ Convenio de Fideicomiso del 22/4/2016, arts. 11.3, último párrafo.

¹⁶² Convenio de Fideicomiso del 22/4/2016, arts. 11.6.b.



Auditoría General de la Nación

condición de aplicación uniforme (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 términos¹⁶³.

d) Rescate anticipado (make whole provision)

En el período auditado, Argentina emitió un bono a 100 años de plazo que contenía una cláusula de rescate anticipado (make-whole provision)¹⁶⁴, la cual contemplaba la opción de Argentina de rescatar los bonos en forma total o parcial en cualquier momento o en forma periódica antes de su vencimiento, a un precio de rescate igual al monto de capital de los mismos más el Monto Compensatorio, más los intereses devengados sobre el monto de capital de los Bonos hasta la fecha de rescate¹⁶⁵.

Este tipo de cláusulas generalmente se incorporan a los efectos de mitigar el riesgo financiero que puede implicar una posición a plazo extenso a una tasa determinada, que redunde en un endeudamiento oneroso por un plazo inconveniente (permite AL ESTADO EMISOR el rescate del bono si las condiciones en el mercado financiero imperantes en un momento dado, anterior

¹⁶³ FMI, *Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring*, párr. 34. 2014.

¹⁶⁴ La emisión del bono a un siglo de plazo en dólares estadounidenses fue por U\$S2.750.000.000, a una tasa de 7,125% anual, pagadera semestralmente, con amortización íntegra al vencimiento (Resolución 97-E/2017 del 26 de junio de 2017 y publicada en el Boletín Oficial del 28 del mismo mes).

¹⁶⁵ El art. 2 de la Res. aprobatoria establecía “La REPÚBLICA ARGENTINA tendrá derecho, a su opción, a rescatar los “BONOS INTERNACIONALES DE LA REPÚBLICA ARGENTINA EN DÓLARES ESTADOUNIDENSES 7,125% VTO. 2117”, en forma total o parcial en cualquier momento o en forma periódica antes de su vencimiento, conforme se describe en el “Memorándum de la Oferta (Offering Memorandum)” cuyo modelo se aprueba por el Artículo 4º de la presente norma como Anexo II (IF-2017-12213298-APN- SECF#MF) de la misma”. Más específicamente, el modo de rescate que describe el Memorándum, en el apartado concerniente a “La Oferta”, sería el que sigue: “Rescate Opcional: La República tendrá derecho, a su opción, mediante notificación cursada con por lo menos 30 días de anticipación, a rescatar los Bonos, en forma total o parcial, en cualquier momento o en forma periódica antes de su vencimiento, a un precio de rescate igual al monto de capital de los mismos más el Monto Compensatorio, más los intereses devengados sobre el monto de capital de los Bonos hasta la fecha de rescate”. El “Monto Compensatorio” será la diferencia entre “la suma de los valores presentes de cada pago programado remanente de capital e intereses respecto de los Bonos a ser rescatados (excluyendo los intereses devengados hasta la fecha de rescate), descontados hasta la fecha de rescate en forma semestral (asumiendo un año de 360 días consistente en doce meses de 30 días) a la Tasa del Tesoro (TT) más 50 puntos básicos”, y “el monto de capital de los Bonos”.

$$\text{Precio de rescate} = \text{capital} + \text{monto compensatorio} + \text{intereses devengados}$$

Los intereses devengados se calculan sobre el monto de capital de los Bonos hasta la fecha de rescate.



Auditoría General de la Nación

su fecha de vencimiento, tornaran más económico el rescate anticipado que seguir cumpliendo con el cronograma de pagos acordado).

El uso de este tipo de cláusulas aparece casi exclusivamente en los países de Latinoamérica y el Caribe, que utilizan la ley de Nueva York¹⁶⁶. Sin embargo, esta cláusula puede suponer un riesgo para los países que busquen reestructurar su deuda, ya que el emisor soberano en situación de default busca obtener de sus acreedores una quita y no pagar la cláusula de rescate, que es un monto mayor. El riesgo mayor proviene del caso de la justicia de Nueva York de 2016 *Wilmington Savings Fund FSB v. Cash America International Incorporated* (“Cash America”), donde lo que se considera un evento de impago puede activar la cláusula¹⁶⁷.

ANEXO 4 - Ley 16.432, art. 48 y modificaciones

El siguiente cuadro muestra la redacción original de la Ley 16.432, art. 48, y sus sucesivas modificaciones hasta el actual art. 53, Ley 11.672 (T.O. 2014).

Cuadro N° 23

Redacciones del actual art. 53, Ley 11.672 (T.O. 2014)

¹⁶⁶ Mitu Gulati y Hugo Panizza (2020). Make-Wholes in sovereign bonds. Pág 4

¹⁶⁷ En este caso el emisor, como resultado de haber separado su empresa en una subsidiaria, fue acusado de generar un evento de default con sus bonos. Lo controversial vino con la interpretación que dio la corte, cuando estableció que el emisor “voluntariamente” quebró el acuerdo y que por ello los tenedores tenían derecho a recibir el monto que hubieran recibido de activarse la cláusula de rescate anticipado.

En el caso, Wilmington Savings Fund Society FSB (fiduciario en representación de los Noteholders) demanda a Cash America International Inc. por violación de contrato, basado en que la escisión de una de las empresas que componen el grupo constituye un evento de impago y por tanto autoriza a implementar las medidas previstas en el contrato, planteando la discusión de cuál es el mejor remedio: la aceleración de las Notas o tratar la cuestión como un rescate, caso en el cual Cash America debe pagar un cargo adicional o "premio".

La Corte aplica al caso el precedente *Sharon Steel Corp.* en donde se discutió si solo puede aplicarse la aceleración, excluyendo otras soluciones como por ejemplo el pago del premio: y aquí se sostuvo que la aceleración no excluye otras alternativas, no hay impedimento para el prestamista en buscar el cobro de las provisiones en caso de rescate cuando es el deudor el que causa voluntariamente los eventos que hacen pagaderas las obligaciones.

Como en el caso *Sharon Steel*, la aceleración no es excluyente de otras alternativas y el evento de impago de Cash America no se debió a la quiebra, sino a una acción voluntaria de la Compañía. Dado que la aceleración no es la solución excluyente y la existencia del incumplimiento voluntario por parte de Cash America, no hay impedimento para tal compensación.



Auditoría General de la Nación

Ley 16.432 art. 48 <i>(B.O.</i> <i>13/1/62)</i>	Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el Poder Ejecutivo queda éste facultado para contratar préstamos con organismos internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la República Argentina, o con agencias o entidades de otros gobiernos, siempre que se ajusten a términos y condiciones usuales, y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos. Queda el Poder Ejecutivo, asimismo facultado para prestar la garantía de la Nación, con carácter accesorio o principal, a obligaciones que con las finalidades y bajo los requisitos mencionados asuman entidades públicas o privadas.
Ley 20.548 art. 7 <i>(B.O.</i> <i>9/11/73)</i>	Modifícase el párrafo final del artículo 48 de la Ley 16.432, incorporada a la Ley permanente de presupuesto 11.672, de la siguiente manera: El Poder Ejecutivo queda asimismo facultado para prestar la garantía de la Nación, con carácter accesorio o principal, a obligaciones que con las finalidades y bajo los requisitos mencionados asuman entidades públicas o privadas, así como para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la Corte Internacional de Justicia de La Haya
Ley 11.672 (T.O. 1993) art. 16 <i>Decreto</i> <i>1812/1993</i> <i>(B.O. 6/9/93)</i>	El PODER EJECUTIVO NACIONAL queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado a la CORTE SUPREMA DE JUSTICIA DE LA HAYA.
Ley 11.672 (T.O. 1995) art. 16 <i>Decreto</i> <i>988/1995</i> <i>(B.O.</i> <i>13/7/95)</i>	Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el PODER EJECUTIVO NACIONAL, queda éste facultado para contratar préstamos con organismos internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, siempre que se ajusten a términos y condiciones usuales, y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos. El PODER EJECUTIVO NACIONAL queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA DE LA HAYA.
Ley 11.672 (T.O. 1996) art. 16 <i>Decreto</i> <i>792/1996</i> <i>(B.O.</i> <i>22/7/96)</i>	Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el PODER EJECUTIVO NACIONAL, queda este facultado para contratar préstamos con organismos internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, siempre que se ajusten a términos y condiciones usuales. y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos. El PODER EJECUTIVO NACIONAL queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA DE LA HAYA.



Auditoría General de la Nación

Ley 11.672 (T.O. 1997) art. 16	<p>Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el PODER EJECUTIVO NACIONAL, queda este facultado para contratar préstamos con organismos internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, siempre que se ajusten a términos y condiciones usuales, y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos.</p> <p>El PODER EJECUTIVO NACIONAL queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA DE LA HAYA.</p>
Ley 11.672 (T.O. 1999) art. 16	<p>Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el PODER EJECUTIVO NACIONAL, queda éste facultado para contratar préstamos con organismos internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, siempre que se ajusten a términos y condiciones usuales, y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos.</p> <p>El PODER EJECUTIVO NACIONAL queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA DE LA HAYA.</p>
Ley 11.672 (T.O. 2005) art. 40	<p>Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el PODER EJECUTIVO NACIONAL, queda éste facultado para contratar préstamos con Organismos Internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, siempre que se ajusten a términos y condiciones usuales, y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos.</p> <p>El PODER EJECUTIVO NACIONAL queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA DE LA HAYA.</p>
Ley 11.672 (T.O. 2014) art. 53	<p>Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el PODER EJECUTIVO NACIONAL, queda éste facultado para contratar préstamos con Organismos Internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, siempre que se ajusten a términos y condiciones usuales, y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos.</p> <p>El PODER EJECUTIVO NACIONAL queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA DE LA HAYA.</p>

Fuente: elaboración propia.



Auditoría General de la Nación
Anexo 5 – Análisis de los comentarios del auditado

Hallazgo / Texto del Proyecto de Informe	Comentario del Auditado. Susana Casillas Directora Nacional Oficina Nacional de Crédito Público	Susana Casillas Directora Nacional Oficina Nacional de Crédito Público
En la pág 12, bajo el ítem “a) Importancia del objeto de Auditoría”, en relación al endeudamiento realizado bajo prórroga de jurisdicción, AGN manifiesta “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.”	Efectivamente se incrementa el riesgo jurídico y por eso existe un trade-off entre riesgo vs costo y volumen de endeudamiento. Un mismo instrumento colocado bajo legislación local ex_ante es más costoso para el Tesoro que uno bajo legislación externa. Ex post dependerá siempre del respeto por el contrato. A su vez, dado las necesidades de financiamiento, no todo el mercado local puede financiarlas y la emisión bajo legislación externa amplía la base inversora.	Se mantiene la redacción. Más allá de las razones por las cuales el auditado elije endeudarse bajo otra jurisdicción, el informe hace hincapié en el riesgo emergente de esa decisión ante un incumplimiento del deudor. Del mismo modo, si bien ex ante endeudarse bajo jurisdicción extranjera puede ser menos "costoso", en virtud del riesgo de moneda que surge de las emisiones bajo legislación extranjera, esto



Auditoría General de la Nación

		<p>puede revertirse en el muy corto plazo, aún sin un evento de default.</p> <p>Por otro lado, el informe pone de manifiesto que el análisis respecto al riesgo del endeudamiento bajo legislación local o extranjera no fue efectuado.</p>
<p>En la pág 12 del punto b) Estructura administrativa, la AGN manifiesta que “la Auditoría se focalizó en las áreas del front y middle office, en donde se desarrolla las actividades de autorización, negociación y contratación”.</p>	<p>Se resalta que en el periodo auditado existía una estructura administrativa diferente a la actual ya que actualmente esta Oficina Nacional no se está ocupando de las emisiones internacionales, si bien para Argentina en estos momentos es difícil el acceso a dichos mercados, lo cierto es que la última reestructuración de deuda realizada en el año 2020 en el mercado internacional fue llevada a cabo por la Subsecretaría de Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa. Por esa razón y si bien se comparte lo expresado por esa Auditoría en relación a la falta de procedimientos para el emisión y colocación de títulos públicos en los mercados internacionales, se</p>	<p>El comentario del auditado refuerza el hallazgo. Se mantiene la redacción.</p>



Auditoría General de la Nación

	destaca que, dadas los constantes cambios en la estructura administrativa del Ministerio, se dificulta elaboración del procedimiento. En tal sentido la falta de una estructura administrativa perdurable en el tiempo obstaculiza la elaboración de procedimientos.	
Pág. 32 del proyecto de informe, punto a) Importancia relativa/materialidad, afirma en relación al perfil de vencimientos que “el mayor vencimiento se da en el periodo 2050-2117 por USD 15.976, que corresponde a la amortización de capital e intereses del bono del siglo en el año 2117 que fue reestructurado en 2020. Sin tener en cuenta el vencimiento del bono del siglo, se observa una concentración de vencimientos en los primeros 10 años (2018 - 2028)”.	Como complemento de este análisis, en el cual queda homogeneizado 1 dólar de hoy con 1 dólar a 100 años, podría incorporarse el valor tiempo del dinero, para obtener conclusiones en términos de valor presente.	Se mantiene la redacción. El párrafo apunta a determinar el periodo en donde hay una mayor concentración de vencimientos. A tal fin se debe tomar en consideración el valor nominal de la erogación, no el valor actual. Esto en razón de que no se está buscando analizar el peso que cada pago/obligación tiene hoy en día, sino ver el impacto de las obligaciones a lo largo del tiempo.



Auditoría General de la Nación

<p>En cuanto a lo mencionado por esa AGN que: “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”</p>	<p>Se informa que desde la creación de esta Oficina Nacional y hasta la actualidad nunca se hizo esa distinción en las leyes de presupuesto sobre los límites de endeudamiento interno o externo y nunca se recibieron reclamos del Honorable Congreso de la Nación, que son los que aprueban dichas leyes, ni hubo observaciones anteriores por parte de esa AGN. Cabe mencionar también que la Oficina Nacional de Presupuesto del Congreso, creada por la ley 27.343 del 12 de diciembre de 2016, y que colabora con las cámaras antes de la sanción de las leyes, no solicitó esa apertura. Por otra parte, a partir de la Ley 27.612 del 11 de febrero de 2021 se establece, en su artículo 1° que: “La Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional de cada ejercicio deberá prever un porcentaje máximo para la emisión de títulos públicos en moneda extranjera y bajo legislación y jurisdicción extranjeras respecto del monto total de las emisiones de títulos públicos autorizadas para ese ejercicio. Toda emisión de títulos públicos en moneda extranjera y bajo legislación y jurisdicción extranjeras que supere dicho porcentaje requerirá de una ley</p>	<p>Se mantiene la redacción. La observación apunta al cumplimiento del artículo N° 60 de la LAF.</p>
--	--	--



Auditoría General de la Nación

	<p>especial del Honorable Congreso de la Nación que la autorice expresamente”. Como bien lo expresan en su informe, hasta el año 2021 el límite se impuso a través de los decretos de prórroga de jurisdicción que se dictaron, de la misma forma que se hizo desde la creación de esta Oficina.</p> <p>Según el proyecto de informe el Órgano Coordinador de los Sistemas de Administración Financiera (OCSAF) durante el período auditado no aprobó formalmente un procedimiento, se entiende que se refiere específicamente a los casos de títulos de deuda externa, porque para la colocación de títulos en el mercado local, si existían procedimientos.</p>	
<p>a) Planificación de las emisiones de deuda externa.”, la AGN afirma que “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</p>	<p>A modo de información la Secretaria de Finanzas podría anunciar un plan tentativo de endeudamiento, sin estipular fechas tal como ocurrió. Ver recortes de prensa y programa financiero, adjuntos en archivo embebido.</p>	<p>Se mantiene la redacción. La observación resalta que no se realizó un cronograma de emisiones tal como se manifiesta en la respuesta a la nota 457/21 A-05 mediante la nota NO-2021-49845396-APN-ONCP#MEC</p>



Auditoría General de la Nación

<p>jurisdicciones”.</p> <p>En ese contexto en página 36 manifiesta que, si “bien el auditado señaló que el cronograma no se realizó debido a la inconveniencia de publicarlo, dicho cronograma se podría haber elaborado (sin publicarlo), lo que hubiese permitido administrar los flujos de fondo de manera eficiente”. Debe destacarse que también se ha señalado que “las emisiones en el mercado internacional, no ocurren con regularidad y dependen del contexto y coyuntura económica internacional y local, por lo que estas emisiones se realizaron y realizan en función de las oportunidades que se presentan en los mercados financieros”.</p>		<p>Una noticia en un medio de comunicación no es equivalente a un cronograma de emisiones elaborado por el área con competencia en la materia.</p>
---	--	--



Auditoría General de la Nación

<p>a) Planificación de las emisiones de deuda externa.”, la AGN afirma que “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”.</p> <p>En ese contexto en página 36 manifiesta que, si “bien el auditado señaló que el cronograma no se realizó debido a la inconveniencia de publicarlo, dicho cronograma se podría haber elaborado (sin publicarlo), lo que hubiese permitido administrar los flujos de fondo de manera eficiente”. Debe destacarse que también se ha señalado que “las emisiones en el mercado internacional, no ocurren con regularidad y dependen del contexto y</p>	<p>En cuanto a los límites de endeudamiento es otras jurisdicciones ya fue comentado dado que esos límites los fijaron los decretos de prórroga de jurisdicción. Por una parte, en la Actuación 536/2019 (pag 37) en Criterio si afirma que “la Legislación primaria debe contener objetivos claros de gestión de deuda para evitar cambios frecuentes, una vez fijado los objetivos, estos deberían plasmarse en una estrategia de deuda pública a mediano plazo, obligación que debería incorporarse también dentro de la legislación primaria (Dempa, DPI 1). Por otra parte, se recomienda “establecer un proceso de elaboración de una estrategia de gestión de deuda pública a mediano plazo, que incluya la determinación de objetivos claros, a largo plazo y medibles para gestión de deuda y que considere un análisis costo-riesgo y los lineamientos a seguir. Esta dependencia si bien podría elaborar lo solicitado tal como se recomienda, enfrentaría una serie de dificultades como es la imposibilidad de que se convierta en legislación primaria, tal como lo plantea el Banco Mundial o la falta de coordinación con los objetivos de la política financiera fijada por el</p>	<p>Se mantiene la redacción. El propio auditado asevera la factibilidad de realización de ese análisis.</p>
---	---	---



Auditoría General de la Nación

<p>coyuntura económica internacional y local, por lo que estas emisiones se realizaron y realizan en función de las oportunidades que se presentan en los mercados financieros”.</p>	<p>Poder Ejecutivo. Por otra parte, la Subsecretaría de Sostenibilidad de Deuda Pública Externa actualmente dentro de sus funciones tiene la facultad de Asistir y asesorar a la Secretaría en la gestión y administración de la deuda pública externa de la República Argentina .[11]</p>	
<p>Cuadro N° 9, y a la aclaración sobre intervenciones parciales</p>	<p>Se destaca que habitualmente esta dependencia realiza informes de firma conjunta en los que el primer firmante es el coordinador con la competencia en la materia y luego su director y director nacional. Puede ocurrir que al momento de elaborar el informe alguno de los responsables del área que debe intervenir esté ausente, en cuyo caso no firma, por ello no figuran en algunas intervenciones de la oficina. En todas las actuaciones de emisión de títulos de deuda tanto interna como externa se da intervención a la Dirección General de Asuntos Jurídicos que forma parte del cuerpo de abogados del estado (Ley 12.954), destacándose que las áreas que menciona esa auditoria Subsecretaría de Asuntos Legales y</p>	<p>Se mantiene la redacción. La ausencia de un funcionario no es justificativo para la falta de intervención de área con competencia.</p>



Auditoría General de la Nación

	<p>Regulatorios fue creada a partir del Decreto 442 de fecha 7 de marzo de 2016 y actualmente ya no existe al igual que la Dirección de Asuntos Legales Internacionales.</p>	
<p>Adecuación a las prácticas internacionales del Banco Mundial. Selección de colocadores de Deuda Externa. Esa AGN expresa: “En ningún caso se analizó el grado de solvencia, responsabilidad y capacidad para cumplir con los compromisos que surjan de la oferta”.</p>	<p>Con respecto a esto se aclara que las emisiones no se colocaron mediante una suscripción de “compromiso firme”, en el que el banco garantiza comprar todos los valores ofrecidos a la venta por el emisor independientemente de si puede venderlos a los inversores, para lo cual debe contar con un patrimonio. A su vez todos los bancos gozaban de calificación de grado de inversión (BBB- o superior). Además, por tener solvencia, responsabilidad y capacidad ya figuraban entre los mejores bancos rankeados de colocación de deuda. Con respecto a la selección de Nomura, se agrega a lo afirmado por AGN que fue seleccionado como CoManager cuyas responsabilidades son menores a las de los Managers.</p>	<p>Se mantiene la redacción. Tal como figura en el informe, 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.</p>



Auditoría General de la Nación

<p>Con respecto a la publicación del Banco Mundial sobre sindicaciones externas la AGN afirma que no “establecen parámetros objetivos”,</p>	<p>En particular el Banco Mundial expresa que “Los colocadores principales conjuntos pueden seleccionarse en forma competitiva o sobre la base de juicios de valor. En el primer caso, se designan los bancos que ofrecieron el costo de financiamiento más bajo (es decir, el precio de bono más alto y las comisiones más bajas). En segundo lugar, los bancos designados son aquellos que el emisor considera que son los que se encuentran mejor equipados para alcanzar los objetivos, es decir, se considera la capacidad y experiencia del banco para la operación, la fortaleza de la relación del banco con la base de inversor específica, la capacidad y recursos del banco para respaldar al bono sindicado en el mercado secundario”. Además, agrega que: “La experiencia sugiere que emplear juicios de valor para designar a los colocadores principales conjuntos suele ser un procedimiento más eficaz”. (el resaltado es propio)</p>	<p>Se mantiene la redacción. Tal como figura en el informe, 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.</p>
---	--	--



Auditoría General de la Nación

<p>AGN recomienda que el Auditado elabore un manual o ficha que establezca los requisitos que deberán cumplimentarse en materia de recepción de propuestas y parámetros objetivos generales de selección de entidades financieras y áreas intervinientes en el marco de la emisión de bonos internacionales y/o actualice la Res MEOSP 731/1995.</p>	<p>Parte a) Se destaca que una vez establecidos los parámetros objetivos, la calificación de los bancos para determinar un ranking que defina al colocador, también estará caracterizada por aspectos de subjetividad, dado que muchos aspectos a considerar pueden no ser cuantificables tales como: ideas nuevas, asesoramiento, información, capacidad de ejecución, cobertura para distribución.</p> <p>Parte B) Debe resaltarse también que al referirse a la selección de las entidades financieras participantes en las emisiones dice: “Cabe destacar que el informe elaborado para las primeras 4 emisiones en el marco de la Ley 27.249 y Res. MHyFP 146/16 tiene fecha posterior a la emisión por lo que no se evidencia un análisis sobre la cuestión.” Se informa que el informe de selección de entidades financieras participantes se elevó con fecha 30 de marzo de 2016 y fue devuelto conformado con fecha 11 de abril, y la emisión de los títulos se realizó mediante la Resolución 146/16 con fecha 22 de abril, por lo tanto, no se comprende a que se refiere dicha observación.</p>	<p>Parte A) Se mantiene la redacción. El hecho de que en un proceso de selección puedan surgir aspectos subjetivos para la elección final, no justifica la ausencia de un proceso que sí contenga criterios objetivos y formales tal como se recomienda en el informe.</p> <p>Parte B) La emisión de los títulos fue realizada el 21 de abril, tal como figura en la norma Res. 146/16. Asimismo, mediante el artículo 11 de la misma se establece que la medida entrará en vigencia a partir del día de su dictado. De la documentación</p>
--	---	--



Auditoría General de la Nación

		<p>remitida por el auditado, en respuesta a la NOTA AGN 297/21 A-05, surge que la opinión vertida por la PTN a los bancos y al fiduciario son de fecha posterior (22/4/2016). Dentro de dicha nota se aclara que no se remite el expediente por encontrarse en formato físico.</p>
<p>En cuanto al análisis sobre que jurisdicción resultaría más favorable para las emisiones,</p>	<p>Se recuerda que la República tiene juicios, a partir del default del año 2001, en varias jurisdicciones por el impago de los bonos, desde ese punto de vista todas son complejas y hay que destacar que New York es la plaza financiera por excelencia, y en la que se pueden obtener mejores condiciones financieras, por ello todas las emisiones se hicieron con prórroga a dicha ciudad.</p>	<p>Se mantiene la redacción. A lo largo del informe se describen los riesgos que surgen de haber elegido esa jurisdicción y el informe apunta a la falta de análisis de esos riesgos. Asimismo, el peso y consecuencias de los litigios que tuvo la República en esa jurisdicción son de</p>



Auditoría General de la Nación

		público conocimiento.
<p>En lo que refiere al análisis de la capacidad de pago y atendiendo puntualmente a lo indicado por la Auditoría: “ De las respuestas dadas y la información provista por el auditado no surge que se haya tenido en cuenta la vulnerabilidad de la deuda considerando la capacidad de pago del país al momento de la decisión de emitir deuda externa.”,</p>	<p>Se aclara que cualquier decisión de endeudamiento externo requiere opinión sobre los efectos en la balanza de pagos por parte del BCRA.</p>	<p>Se mantiene la redacción. En la nota NO-2021-50320448-APN-DPEIF#MEC, en respuesta a Nota AGN 458/21 A-05 el auditado manifestó que “(...) ejercicios de este calibre exceden las tareas desarrolladas por cualquiera de las coordinaciones de la ONCP”. Es decir que no se realizaron los análisis que establecen las normas.</p>
<p>Con respecto a la nota al pie 98 del documento</p>	<p>Se pone en conocimiento de esta auditoría que los ejercicios de sostenibilidad enviados con antelación fueron elaborados en función de las proyecciones macroeconómicas y supuestos fiscales recibidas en el marco de la elaboración de los distintos proyectos de presupuesto (se reciben</p>	<p>Se mantiene la redacción. Los ejercicios enviados no son de sostenibilidad, sino de sensibilidad, tal como figura en los archivos enviados</p>



Auditoría General de la Nación

	<p>una vez al año y si bien son enviadas desde la Subsecretaría de Presupuesto, las proyecciones macroeconómicas son elaboradas por la Secretaría de Política Económica).</p> <p>La ONCP no tiene entre sus funciones elaborar este tipo de proyecciones y queda atada a lo recibido en el marco de la elaboración del proyecto de presupuestos ya que no se cuenta con un procedimiento de actualización periódica de esta información.</p>	<p>por el auditado (ver embebidos a la respuesta a la NOTA 460/21 A-05).</p> <p>Por otro lado, tal como se detalla en el informe, la ONCP y dependencias tienen funciones relacionadas a este tipo de análisis (Decreto 741/15).</p>
<p>En lo concerniente al punto donde se recomienda el análisis de la generación de divisas para el pago de deuda</p>	<p>Se aclara que no se reciben actualizaciones de esta variable de manera periódica y que no corresponde a esta área generar esta información.</p>	<p>Se mantiene la redacción. En ninguna parte del informe se realiza esa recomendación. En el informe se recomienda</p> <p><i>"...desarrollar e implementar un proceso previo al endeudamiento externo en el que se evalúe la vulnerabilidad de la deuda y la capacidad de pago del país ante nuevas emisiones externas</i></p>



Auditoría General de la Nación

		<i>que contengan las cláusulas analizadas".</i>
Con respecto al cuadro N°16	Se desconoce la fuente de información referida a Deuda externa pública, la misma no coincide con las publicaciones de ONCP.	Se mantiene la redacción. Tal como se cita inmediatamente debajo del Cuadro 16, la fuente es <i>"elaboración propia en base al Cuadro 1A de la Cuenta de Inversión y a la Dirección Nacional de Estadísticas del Sector Externo del INDEC"</i> .
La recomendación de desarrollar e implementar un proceso previo al endeudamiento externo	Sólo es factible para la ONCP si las autoridades políticas, con la antelación adecuada y siempre y cuando se cuenten con los recursos necesarios, deciden compartir con las áreas técnicas los lineamientos que guiarán el nuevo endeudamiento. A modo de ejemplo y con el fin de resaltar que esto se replica gestión tras gestión señalamos que, en el proceso de reestructuración que tuvo lugar en 2020, la ONCP fue escasamente consultada y no recibió lineamientos para implementar ningún ejercicio en particular.	Se mantiene la redacción. Independientemente de las dificultades administrativas y de gestión mencionadas, las que se encuentran vertidas en el informe, tanto la ONCP como sus dependencias tienen funciones normativas



Auditoría General de la Nación

		relacionadas a la elaboración de este tipo de análisis.
Con respecto a la nota 104	<p>Se aclara que las emisiones internacionales – o cualquier emisión en general- son realizadas considerando o aprovechando condiciones favorables de endeudamiento en los mercados financieros internacionales (o locales). Si bien para las emisiones locales se cuenta con un cronograma publicado, esto está en línea con la estrategia de renovación de vencimientos de la deuda doméstica.</p> <p>Adicionalmente se aclara que, en la medida que la oficina trabaja en la apertura de las bases de datos en mayores categorías o frecuencias se puede producir información con mayor grado de detalle. Esto no debería llamar la atención de la AGN ya que se enmarca en un proceso de mejora continua de las bases de datos. La información actual es más completa y detallada que la de períodos anteriores.</p>	Se mantiene la redacción. Las consideraciones realizadas fueron analizadas en las respuestas previas del auditado. Ver punto 5, d) ii).



Auditoría General de la Nación

<p>En su informe mencionan los criterios que propone el Banco Mundial, manifestando que “propone que, para asegurar que las operaciones de endeudamiento externo se planifiquen cuidadosamente, se prepara un plan anual para el endeudamiento externo y se realizan evaluaciones anuales de los términos y condiciones de endeudamiento externo más beneficiosos o rentables que se pueden obtener de los posibles acreedores y mercados. Asimismo, la INTOSAI considera la preparación de un plan de endeudamiento anual coherente con la estrategia de endeudamiento del país y la identificación de los mejores instrumentos de endeudamiento, como una de las actividades</p>	<p>A) Estos criterios serían aplicables a países con un historial distinto al de la República, ya que el país ha tenido varios eventos de incumplimiento de su deuda, lo que dificulta su acceso a los mercados, por ello, como ya se expresó busca oportunidades de financiamiento cuando existen propuestas para llevarlas a cabo, en esos casos se hacen los análisis para tomar la más ventajosa para la República.</p> <p>B) Por otra parte, hay que destacar que el tesoro busca financiamiento en función de las necesidades de caja y en ocasiones se prioriza la obtención del financiamiento para cubrir dichas necesidades y las plazas en donde se puedan realizar.</p>	<p>Se mantiene la redacción.</p> <p>A) Uno de los hallazgos de la auditoría consiste en que no se realizan esos análisis compatibles con las funciones otorgadas normativamente.</p> <p>B) La respuesta del auditado evidencia la falta de planeación de endeudamiento y la ausencia utilización de criterios que permitan minimizar el riesgo.</p>
--	---	---



Auditoría General de la Nación

específicas del ciclo de endeudamiento público”,		
El BCRA emitió opinión para cada una de las operaciones en particular consultadas por la ONCP, pero no sobre la totalidad de las operaciones autorizadas tal como lo establece el art. 61 del Decreto 1344/07 reglamentario de la LAF”,	Se señala que no es posible pedirle al BCRA una opinión general sobre la totalidad de las operaciones que se pretendan realizar en el mercado externo, dado que al no tener las condiciones financieras establecidas el BCRA no podría elaborar su informe y no se podrían usar escenarios supuestos dado que en la práctica dichas presunciones podrían no cumplirse.	Se mantiene la redacción. El auditado justifica la imposibilidad de solicitar opinión al BCRA asumiendo unilateralmente la incapacidad del organismo de efectuar ese estudio.
Resolución MEyP 209/05	Finalmente, y dado todos los cambios de estructura que se han producido, no podemos afirmar que la Resolución MEyP 209/05 continúe vigente, por ello entendemos que se le debería consultar a la Dirección Nacional de Diseño Organización de Jefatura de Gabinete de Ministros.	Se mantiene la redacción. La norma se encuentra vigente al momento de emisión del informe.