

**Voces:** SISTEMA INTEGRADO DE JUBILACIONES Y PENSIONES ~ ADMINISTRADORA DE FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES ~ COMISION NACIONAL DE VALORES ~ BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA ~ FONDO COMUN DE INVERSION ~ PATRIMONIO ~ TITULOS PUBLICOS ~ TITULO DE CREDITO ~ INFLACION ~ SEGURIDAD SOCIAL ~ PREVISION SOCIAL ~ JUBILACION ~ TASA DE INTERES

**Título:** Resolución conjunta N° 10/07, 517/07 y 209/2007. Un nuevo embate al ahorro de los argentinos

**Autor:** Mazzinghi, Marcos

**Publicado en:** Sup. Act. 30/10/2007, 30/10/2007, 1

**Cita Online:** AR/DOC/3278/2007

**Sumario:** SUMARIO: I. Introducción. — II. La Resolución. Una historia repetida. — III. El incremento de la liquidez ¿Reducción de las tasas de interés? ¿Aumento de la inversión?. — IV. Efectos no deseados. La inflación. — V. La manipulación del índice de inflación. Su impacto sobre los futuros jubilados. — VI. ¿Un nuevo default encubierto?. — VII. Conclusión.

#### I. Introducción

A través de la sanción de la Resolución Conjunta N° 10/07, 517/07 y 209/2007 de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP), la Comisión Nacional de Valores (CNV) y el Banco Central de la República Argentina (BCRA) (la "Resolución"), se redujo el límite de las inversiones que las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) podían detentar en fondos comunes de inversión cuyo patrimonio estuviere integrado por activos de emisores pertenecientes al MERCOSUR (o títulos representativos de estos emisores).

Es decir que a partir de la entrada en vigencia de la Resolución, la facultad de las AFJP de utilizar su liquidez para realizar este tipo de inversiones (prevista en el inciso (j) del artículo 74 de la Ley 24.241 —Adla, LIII-D, 4135—) quedó sujeta al tope del 2% computable de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones o de los Encajes.

En la práctica, lo que se busca a través de la Resolución es que las AFJP ingresen a la Argentina -conforme a un cronograma progresivo de un año- un volumen aproximado de \$8.000 millones (1) que actualmente se encuentra invertido en activos de países miembros del MERCOSUR (2).

El propósito de este trabajo es reflexionar sobre los fundamentos de la Resolución, hacer un análisis de la ideología que la inspira y advertir sobre el peligro que la misma representa para el sistema de administración de fondos de jubilaciones y pensiones. En un capítulo independiente se tratará también el tema de la manipulación del índice que mide la inflación, y cómo dicha conducta constituye una confiscación del derecho de propiedad de miles de futuros jubilados.

#### II. La Resolución. Una historia repetida

La sanción de la Resolución constituye una nueva manipulación del ahorro de miles de argentinos, con la excusa de direccionar el mismo a la consecución de una meta de política económica/financiera considerada crucial para el gobierno (en este caso la intención declarada es aumentar la liquidez y así reducir el nivel de las tasas de interés del mercado financiero local). Pese a que esta medida estaría inspirada en una finalidad loable, no puede perderse de vista que la misma contribuye a debilitar la autonomía e independencia del sistema, socavando así los pilares sobre los que debería basarse el régimen de las administradoras de fondos y jubilaciones.

Usualmente, el fundamento que se invoca para dictar este tipo de medidas aparenta justificar la implementación de las mismas (en algunos casos puede ser reducir el déficit fiscal, en otros encauzar los fondos hacia el financiamiento productivo, o como en el caso que nos ocupa, obtener una reducción de las tasas de interés).

Lo paradójico es que la historia resulta contundente en cuanto a que generalmente la finalidad anhelada no se obtiene, y en cambio las medidas terminan perjudicando seriamente a quienes son los titulares de los fondos involucrados.

No hay que remontarse demasiado en el tiempo para encontrar otros ejemplos de cómo la intromisión improvisada del Estado en el régimen de administración de fondos de terceros acaba en pérdidas y confiscaciones para los titulares de dichos fondos.

Basta citar como prueba a la Resolución de la Comisión Nacional de Valores N° 369/2001 (Adla, LXI-C, 3332), que en el afán de paliar el creciente déficit fiscal que afectaba al entonces alicaído gobierno de la Alianza coaccionó a las sociedades gerentes de fondos comunes de inversión a invertir un porcentaje sustancial de sus carteras en valores negociables que tuvieran activa negociación en el mercado secundario (3). Pese al eufemismo de esta última expresión, lo que se buscó -y consiguió -con dicha medida fue que las sociedades gerentes de los fondos comunes de inversión destinaran hasta el 25% de su liquidez a la adquisición de Letras del Tesoro (LETES) (4), las que posteriormente fueron deshonradas por el Gobierno Nacional.

Una situación similar se planteó con otro de los inversores institucionales existentes en la República

Argentina, las AFJP, las que a través de los Decretos del Poder Ejecutivo Nacional N° 1572/2001 y 1582/2001 (Adla, LXII-A, 68) fueron obligadas a invertir en Letras del Tesoro recursos que constituían la liquidez disponible en ese momento (bajo la forma de plazos fijos constituidos en entidades financieras), títulos cuyos servicios fueron suspendidos por el Estado Nacional merced al default de deuda declarado en diciembre de 2001.

Esta situación se encuentra expresamente reconocida por el Decreto del Poder Ejecutivo Nacional N° 1375/2004 (Adla, LXIV-E, 5483), el cual prevé un mecanismo de compensación para las AFJP, consistente en brindar, por el porcentaje invertido forzosamente en LETES, un tratamiento similar al que hubieran recibido esos recursos de haber permanecido invertidos en plazos fijos en las entidades financieras.

En este sentido, el Decreto N° 1375/2004 autorizó a las AFJP a suscribir Bonos del Gobierno Nacional en Pesos 2% 2014, utilizando las LETES que tuvieran en sus carteras, y asignando a las LETES un valor comparable al que recibieron los depósitos reprogramados en las entidades financieras.

Hay que reconocer que entre la Resolución y las normas arriba citadas hay un abismo, ya que en un caso se exigió destinar la liquidez de los inversores institucionales a la adquisición de títulos públicos, mientras que el efecto buscado a través de la Resolución es que las AFJP ingresen a la Argentina, parte de las inversiones que tienen constituidas en países del MERCOSUR, para incrementar así la liquidez del sistema local, y contribuir a una baja en las tasas de interés. Sin embargo, lo que realmente causa alarma y preocupación es la ideología que trasunta el tipo de norma bajo análisis, que no es otra que justificar la manipulación del ahorro público para la consecución de fines que el gobierno de turno juzga caros a sus intereses.

No se puede dejar de advertir el sesgo intervencionista de la medida comentada, ya que a través de la misma el Estado se erige en el órgano responsable de decidir el destino de inversión de fondos de terceros, reemplazando así a quien por ley tiene la facultad -y la responsabilidad- de hacerlo, es decir a la AFJP.

En este sentido, es importante remarcar que las inversiones que las AFJP deberán repatriar han registrado rendimientos excepcionales (5), lo que redundará en beneficios para los afiliados al sistema, por lo que la obligación de ingresar dichos fondos al país significará no sólo tener que tolerar una intromisión del Estado Nacional en las decisiones de inversión de las AFJP, sino que muy probablemente se traducirá en una baja en el rendimiento de los fondos administrados, en perjuicio de los afiliados y en beneficio de una potencial "reducción de las tasas de interés" del sistema financiero local. Es importante destacar que el artículo 74 de la Ley N° 24.241 establece que los fondos administrados por las AFJP deben ser invertidos respetando los criterios de rentabilidad y seguridad adecuados. La Resolución no busca ni incrementar la rentabilidad -difícilmente los fondos que ingresen al mercado local puedan obtener un rendimiento equivalente al que tienen actualmente- ni brindar mayor seguridad a los fondos que deben ser repatriados (lamentablemente la experiencia ha demostrado que cuanto más lejos se encuentren los fondos de la voracidad estatal local más seguros estarán), sino que la misma está únicamente inspirada en una necesidad coyuntural, cuya consecución se presenta como dudosa. Es decir que en aras de obtener un improbable beneficio para un sector de la economía, se impone un sacrificio concreto a otro sector diferente (el administrado por las AFJP), que se ve así perjudicado por la política redistributiva del gobierno de turno, el que maneja fondos de terceros con suma discrecionalidad.

### **III. El incremento de la liquidez ¿Reducción de las tasas de interés? ¿Aumento de la inversión?**

Los considerandos de la Resolución invocan como principal fundamento para su dictado a la necesidad de impulsar la liquidez y la inversión de la economía local a fin de favorecer una baja de la tasa de interés que permita ampliar el financiamiento de las inversiones de las empresas argentinas en el mercado financiero y de capitales local.

Está probado que el crecimiento económico y las buenas perspectivas en esa materia no bastan por sí solas para atraer masivamente a las inversiones, y que por el contrario resulta indispensable contar con un marco mínimo de seguridad jurídica, de previsibilidad y de seriedad que constituyen el presupuesto necesario para cualquier inversor, ya sea nacional o extranjero (6). Es lo que se conoce como riesgo institucional, que mide ni más ni menos que el bamboleo normativo, la incertidumbre generada por los cambios de reglas abruptos y repetidos, tan característicos de nuestra clase política. En este sentido, resulta elocuente que los propios argentinos tengan depositados en el exterior fondos por aproximadamente US\$ 112.000 millones (este monto sólo incluye los fondos declarados), los que emigraron con el obvio propósito de ser puestos a resguardo de las confiscaciones a las que se nos tiene acostumbrados.

Si los argentinos que se encuentran en condiciones de hacerlo han decidido ahorrar en el extranjero, cabe preguntarse por qué los futuros jubilados deben verse obligados a que parte de los fondos que constituyen su potencial jubilación sean invertidos localmente, quedando así sujetos al mayor riesgo que representa estar expuestos a los avatares de nuestra pendulante economía.

Por otra parte, habría que analizar cuidadosamente la afirmación de que un aumento en el nivel de liquidez necesariamente derivará en una reducción de las tasas de interés y en un incremento en el nivel de inversión. El argumento aparenta ser peligrosamente lineal y peca de parcialidad al soslayar el análisis de otros factores que inciden decisivamente en la fijación de la tasa de interés, tales como las expectativas de inflación.

Dado que los pronósticos más conservadores estiman que la inflación real oscila entre el 15 y el 20% anual, y que la tasa de interés "deseada" por el gobierno rondaría el 9% anual, cabe preguntarse con sinceridad si alguien en su sano juicio está dispuesto a prestar plata a una tasa de interés negativa.

Excluimos de la respuesta a las entidades que no tengan como objeto real el de obtener un lucro económico, sino que sean meros instrumentos de subsidio y fuentes generadoras de cuantiosas pérdidas, que afortunadamente pueden ser distribuidas "entre todos", ya que casualmente se trata de entidades de capital público, en donde el sentido de pertenencia estatal y el derecho de propiedad se vuelven difusos y abstractos (la idea de que el Estado pierda plata no conmueve al común de la gente, salvo que dicha pérdida ponga en riesgo su plazo fijo, en cuyo caso el derecho de propiedad se ve defendido con un celo y ahínco admirables).

¿Qué administrador de fondos de terceros -en definitiva las entidades financieras no son más que eso- debe prestar los fondos que le han confiado a una tasa de interés menor a la inflación real?

El razonamiento contenido en la Resolución (forzar la repatriación de fondos para incrementar la liquidez y lograr así una baja en las tasas de interés) también omite considerar otros factores que influyen de manera determinante en el costo del dinero y en las posibilidades de los bancos de desembolsar préstamos a mediano y largo plazo.

En este sentido, la Resolución nada dice acerca de la cuestión del costo de fondos de las entidades financieras, el que básicamente está compuesto por la tasa de interés de sus operaciones pasivas, más el costo transaccional o administrativo que le representa tener el banco en funcionamiento. Es decir que la tasa de interés de las operaciones activas se encuentra indisolublemente ligada a la tasa de interés que los bancos deben pagar a los depositantes para que estos últimos se vean tentados de dejar sus fondos inmovilizados en la entidad. De la información brindada por el propio BCRA (7) se desprende que las tasas ofrecidas por las entidades financieras por depósitos a 30 días rondan el 10% nominal anual, por lo que resulta absolutamente imposible que las operaciones activas lleven una tasa de interés menor a la expresada, salvo que se fuerce a las entidades a prestar dinero a pérdida (o que el Estado decida implementar algún mecanismo de subsidio, a través del cual se haga cargo de parte de la tasa de interés).

Un análisis serio de la problemática exigiría también estudiar la situación respecto de cada una de las diferentes líneas de financiamiento que ofrecen los bancos. El escenario no es necesariamente el mismo entre los préstamos hipotecarios a 20 años, y las facilidades de corto plazo destinadas al consumo. En este sentido, un problema adicional que enfrentan los tomadores de créditos hipotecarios es el valor de la propiedad en ciertas zonas del país, el que expresado en Dólares supera holgadamente el valor que dichos inmuebles tenían durante la época de la convertibilidad, en la que los salarios en Pesos tenían un valor idéntico en Dólares. Actualmente los salarios calculados en Dólares son muy bajos, lo que genera una notable desproporción entre la variable de cuota/ingreso, lo que provoca que a la hora de medir la capacidad de pago de un potencial tomador de crédito, la entidad financiera sólo pueda ofrecer una suma irrisoria respecto de la necesitada realmente para adquirir el inmueble.

Por otra parte, es de público conocimiento que la casi totalidad de los depósitos que la gente efectúa en el sistema financiero son realizados a 30 (treinta) días, lo que genera una dificultad muy grande a las entidades financieras que tengan intenciones de extender sus líneas de financiamiento al mediano y al largo plazo, las que pueden verse expuestas al riesgo de incurrir en un descalce de imprevisibles consecuencias.

La experiencia ha demostrado que en un país caracterizado por la volatilidad y por la constante modificación de las reglas de juego, el riesgo de utilizar los depósitos de corto plazo para brindar financiamiento a largo plazo es muy grande, y puede acarrear pérdidas millonarias para todo el sistema (8).

Como puede fácilmente apreciarse, el problema de la falta de crédito a tasas bajas es complejo y de difícil solución, por lo que suponer que un simple incremento de la liquidez resolverá la cuestión es pecar de optimista o de demagogo.

#### **IV. Efectos no deseados. La inflación**

Como hemos visto, no está claro que el cumplimiento de lo dispuesto por la Resolución provoque necesariamente una reducción de las tasas de interés del sistema financiero local, y aun cuando dicho efecto se logre, es probable que esa mayor liquidez fomente un mayor consumo y contribuya a acicatear un fenómeno en constante crecimiento: la inflación (9).

A esta altura y después de haber atravesado repetidas crisis inflacionarias, los argentinos conocemos de sobra que aparte de ser una variable económica, la inflación tiene tintes sociológicos (10), que una vez despertado resulta de difícil contención, ya que ante el potencial e inminente incremento generalizado de los precios los actores económicos buscan proteger el poder adquisitivo de sus fuentes de ingresos (la comercialización de los bienes o servicios por ellos ofrecidos), ya sea a través de la compra de moneda dura, no espuria, o por medio de la compra urgida de bienes y servicios.

Tampoco está en discusión el hecho de que la inflación castiga impiadosamente a los sectores más pobres de la economía, quienes se ven desguarnecidos frente a la creciente pérdida del valor adquisitivo de sus salarios.

Por más que pretenden arteralmente tapar el sol con la palma de la mano, no hay quién seriamente pueda desconocer que la inflación es un impuesto, en definitiva, que afecta a las clases más carenciadas.

¿Qué les espera a aquellos que no tienen posibilidad de resguardarse ante la inflación, que son, como ya se dijo, los sectores más carenciados? ¿Cómo hace un jubilado que cobra \$900 para evitar que los aportes de toda una vida de trabajo pierdan el poco poder adquisitivo que aún conservan? ¿Cómo hace un asalariado que no tiene la suerte de integrar alguno de los gremios "amigos" del gobierno, a los que se premia con incrementos salariales que al menos cubren la inflación anual? (11)

El gobierno se muestra impasible frente a este fenómeno, y en lugar de dedicarse a atacar sus causas de raíz, se encuentra abocado a disimular el diagnóstico, para lo cual no encontró mejor idea que manipular groseramente el índice utilizado para medir el incremento de los precios, lo que vulnera el derecho de propiedad de los futuros jubilados afectados al sistema de las AFJP. A esta cuestión dedicaremos el siguiente capítulo.

## **V. La manipulación del índice de inflación. Su impacto sobre los futuros jubilados**

Antes de adentrarnos en el análisis específico de la cuestión, conviene repasar brevemente los antecedentes que nos llevan a enfrentar el actual escenario.

A raíz del tristemente célebre default de la deuda soberana de nuestro país (12), se tornó imperioso buscar una salida a dicha situación, a menos que la Argentina decidiera vivir aislada del mundo y bajo un permanente repudio de sus obligaciones.

La solución se implementó a través del canje de deuda dispuesto por el Decreto PEN N° 1735/04 (Adla, LXV-A, 137) (13), el que básicamente consistió en un cambio de los títulos públicos emitidos originalmente por el Estado Nacional, por nuevos títulos con un plazo de vencimiento sustancialmente más extenso, con una tasa de interés menor, y lógicamente con una quita voluminosa (en términos de cálculo del valor presente al momento en que el canje se perfeccionó, el promedio de la quita implícita en el mismo rondó el 70%).

El canje de deuda propuesto por el Estado Nacional otorgó a los acreedores (externos e internos) la posibilidad de canjear los bonos defaulteados por alguno de los siguientes títulos (i) BONO PAR, con series emitidas en Dólares y en Pesos y con vencimiento en Diciembre de 2038, pagadero en 20 cuotas semestrales a vencer a partir del año 2029, (ii) BONO CUASI PAR, con vencimiento en Diciembre de 2045, pagadero en 20 cuotas semestrales a vencer a partir del año 2036 (14), (iii) BONO DISCOUNT, con vencimiento en Diciembre de 2034, siendo la amortización en 20 cuotas semestrales, venciendo la primera de ellas en el año 2024, y (iv) GDP-linked Securities, con vencimiento en Diciembre de 2035 (estos bonos están atados al crecimiento del PBI de la Argentina) (15).

Conforme a lo previsto expresamente en el Suplemento de Prospecto que contiene los términos y condiciones aplicables al canje, todos los títulos que estuvieran emitidos en Pesos deben ajustarse mediante la aplicación del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), que fuera creado a través del Decreto PEN N° 214/02 (Adla, LXII-A, 117) como un mecanismo de ajuste tendiente a neutralizar los efectos de la inflación (16).

Como ya hemos mencionado más arriba, durante el año 2001 las AFJP fueron obligadas a utilizar parte de su liquidez para adquirir títulos públicos, lo que motivó que estos inversores vieran ampliada su exposición en estos activos antes del default de la deuda pública (es decir que la tenencia de títulos públicos que las AFJP estaban facultadas a poseer conforme al artículo 74 inciso (a) de la Ley 24.241, se vio incrementada como consecuencia de la imposición del gobierno de turno, lo que obviamente agravó el impacto financiero que produjo la posterior falta de pago de dichos títulos públicos).

Es decir que los afiliados al sistema administrado por la AFJP tuvieron que tolerar que los títulos públicos que habían sido adquiridos con los fondos que son mensualmente aportados de sus sueldos fueran en primer lugar repudiados por el Estado Nacional, luego convertidos a Pesos a un tipo de cambio arbitrario y ajeno a la realidad, y posteriormente canjeados por nuevos títulos cuyo valor ascendía únicamente al 30% del valor original de la inversión. La confiscación fue evidente y notoria y no hubo mayor escándalo ni mediático ni jurídico. Es que una de las principales "habilidades" que exhibieron los gobernantes de dicho momento fue explotar la ligereza y la desinformación del público en general y exhibir al canje como un logro nacional respecto de los insatiabiles acreedores extranjeros y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Nada más alejado de la realidad, ya que el FMI -principal causante del descalabro financiero a criterio del gobierno- vio su acreencia completamente cancelada (y aún antes del vencimiento original de la misma!) mientras que los acreedores locales (dentro de los que se destacan las AFJP y los Fondos Comunes de Inversión) tuvieron que soportar estoicamente una quita confiscatoria y una modificación unilateral de los términos y condiciones de sus acreencias.

Las AFJP recibieron a cambio títulos expresados en Pesos que en un contexto inflacionario lógicamente son ajustables por CER. Pese a que la prohibición de indexar contenida en el artículo 7° de la Ley 23.928 (Adla, LI-B, 1752) continúa plenamente vigente, el Estado Nacional reestructuró toda su deuda pública vulnerando esta restricción, lo que proporciona una prueba cabal del desapego a las normas que reina en nuestro país.

Dado que la inflación se ha visto sustancialmente incrementada en los últimos 2 años, y que han fracasado estrepitosamente todas las estrategias implementadas por el gobierno para intentar frenar este fenómeno, recientemente se ha decidido cortar por lo sano, lo que implica directamente intervenir el Instituto Nacional de de Índices y Censos (INDEC), organismo estatal a cargo de realizar el cálculo de la inflación. Esta entidad que otrora gozaba de prestigio internacional ha sido intervenida a fin de arrojar un índice de inflación funcional al gobierno -el que lógicamente difiere sustancialmente de la inflación real que se registra en el mercado-, lo que configura una nueva confiscación del derecho de propiedad de los afiliados al sistema de las AFJP.

La manipulación del índice de inflación no sólo implica un desmanejo institucional prácticamente sin precedentes, sino que configura una afectación del derecho de propiedad de los afiliados al sistema de las AFJP, ya que los activos recibidos como consecuencia del canje ven periódicamente reducido su rendimiento por una decisión unilateral de su emisor.

## **VI. ¿Un nuevo default encubierto?**

A esta altura cabe interrogarse si la manipulación del índice de inflación por parte del Estado Nacional configura un supuesto de incumplimiento bajo el Suplemento de Prospecto que contiene los términos y condiciones de los títulos públicos emitidos como consecuencia del canje.

Al manipular el índice que mide la inflación para que arroje un porcentaje menor al real, se produce una reducción del importe de la deuda que el Estado debe pagar a los tenedores de títulos públicos ajustables por CER, lo que en la práctica equivale a una modificación unilateral en el monto de la acreencia de los tenedores de los títulos públicos, que configura una conducta reñida con los principios jurídicos más elementales, tales como el de la buena fe (art. 1198 del Código Civil), y el de la identidad e integridad del pago (arts. 740, 741 y 742 del Código Civil).

La situación que se plantea en el caso de los títulos ajustables por CER sería similar a la de un deudor que por ejemplo se hubiera obligado a destinar el 20% de su facturación anual a pagar la deuda registrada con sus acreedores. Al cerrar el balance anual, el deudor disfraza y manipula sus ingresos para disminuir los mismos y reducir así el monto que tendrá que destinar a pagar sus deudas. En este ejemplo el acreedor vería conculcado su derecho de propiedad, ya que el deudor estaría falseando el parámetro fundamental acordado por las partes para calcular el valor de la prestación que debe ser cumplida a favor del acreedor.

Admitir que el deudor de una obligación pueda modificar unilateralmente el contenido de la prestación a la que voluntariamente se ha obligado implica desnaturalizar el derecho de propiedad de los acreedores, lo que claramente repugna nuestro ordenamiento jurídico.

La conducta desplegada por el Estado Nacional no sólo vulnera el derecho de propiedad individual de cada uno de los tenedores de deuda pública ajustable por CER, sino que también implica una práctica contraria a la buena fe y transparencia que deben regir en el mercado de capitales (el que paradójicamente busca ser fomentado a través de la Resolución).

En este sentido, el artículo 34 del Decreto PEN N° 677/01 (Régimen de transparencia de la oferta pública) (Adla, LI-C, 2718) califica como manipulación y engaño al mercado a la conducta de los emisores, intermediarios, inversores, o cualquier otro interviniente o participante en los mercados de valores negociables o de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza que ya sea en ofertas iniciales o mercados secundarios pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes negociables.

El artículo citado prevé también que las personas mencionadas deberán abstenerse de incurrir en prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error a cualquier participante en dichos mercados, ya sea mediante la utilización de artificios, declaraciones falsas o inexactas en las que se omitan hechos esenciales, o bien a través de cualquier acto, práctica o curso de acción que puedan tener efectos engañosos y perjudiciales sobre cualquier persona en el mercado.

Si bien no se nos escapa que el artículo 18 de la Ley 17.811 (Adla, XXVIII-B, 1979) dispone que la oferta pública de títulos valores emitidos por la Nación no están comprendidos en dicha ley, consideramos que los principios de transparencia y la obligación de no manipular los precios y valores de los títulos privados con oferta pública -que fueran felizmente incorporados a nuestro ordenamiento jurídico a través del Decreto PEN N° 677/01- resultan plenamente aplicables a las emisiones de títulos públicos. Al emitir deuda pública, el Estado Nacional debería comportarse con el mismo grado de transparencia y de buena fe que el que se impone a los emisores privados, ya que en definitiva estos principios tienen como finalidad proteger al inversor y fomentar el desarrollo del mercado de capitales, los que se verían perjudicados en caso de que conductas como las arriba mencionadas quedaran sin sanción.

Sería también interesante que las asociaciones de defensa del consumidor -que tan activas se han mostrado en la defensa de intereses patrimoniales individuales- tuvieran a bien analizar si la manipulación de los índices del INDEC no constituye una violación a los derechos de los afiliados a las AFJP, que perfectamente quedarían encuadrados en la definición provista por el artículo 2° de la Ley 24.240.

## **VII. Conclusión**

La Resolución constituye un nuevo ejemplo de intromisión del Estado Nacional en las decisiones de inversión de las AFJP, con la finalidad de que los fondos administrados por estas últimas sean funcionales a la obtención de una finalidad económica/financiera coyuntural. El agravante de esta intromisión está constituido por el hecho de que el objetivo deseado difícilmente pueda ser alcanzado con dicha medida, ya que las causas que lo originan son notoriamente más complejas que la invocada situación de iliquidez.

Una de las medidas que contribuiría a abaratar el crédito bancario y a fomentar la inversión consistiría justamente en reconstruir la confianza y la independencia del sistema financiero y del régimen de administración de jubilaciones y pensiones -que fueran despedazadas durante la crisis de 2001-2002-, las que paradójicamente se ven afectadas por normas del tenor de la Resolución.

La manipulación del índice de inflación calculado por el INDEC constituye una confiscación de los derechos de propiedad de los afiliados al sistema de las AFJP (y de los demás tenedores de deuda ajustable por CER) que vulnera los principios jurídicos más elementales.

Especial para La Ley. Derechos reservados (ley 11.723)

(1) Esta cifra estimativa fue publicada en el diario La Nación del 18 de Octubre de 2007.

(2) De acuerdo a lo establecido por las normas de la CNV, las inversiones que se registren en países miembros del MERCOSUR son consideradas inversiones locales.

(3) Al momento en que la Resolución General de la CNV N° 369/2001 entró en vigencia, prácticamente los únicos valores negociables que poseían una activa negociación en el mercado secundario eran las Letras del Tesoro (LETES) emitidas por el Estado Nacional.

(4) Posteriormente, a través de la Resolución 380/2001 (14/12/2001) (Adla, LXII-A, 388), la CNV disminuyó este límite mínimo del 25% al 15%, y a través de la Resolución 406/2002 (Adla, LXII-C, 3276) eliminó por completo el porcentaje mínimo exigido de valores negociables con negociación en el mercado secundario.

(5) En algunos casos, la rentabilidad superó el 100%. Véase, La Nación del 19 de Octubre de 2007, Sección Economía.

(6) En este sentido, resulta útil la lectura del informe anual sobre inversiones que elaboró recientemente la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad, según sus siglas en inglés), en el que se afirma que la inversión extranjera hacia la Argentina se encuentra estancada, entre otros motivos por la gran cantidad de demandas ante el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias sobre Inversiones (Ciadi), con 42, por encima de México (18) y Estados Unidos (11) y la República Checa (11).

(7) Ver la Comunicación del BCRA "C" 49251 o la información publicada en [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar).

(8) En nuestro país no se trató únicamente de un problema de iliquidez temporaria -que buscó ser solucionado mediante la implementación de las restricciones al retiro de fondos fuera del sistema- sino que dicha medida estuvo acompañada de una devaluación y una pesificación forzosa de los créditos y depósitos bancarios.

(9) Con anterioridad a la fuerte suba de las tasas de interés registrada recientemente era frecuente advertir que gran parte de los tomadores de créditos bancarios eran personas cuyo nivel de ingresos no justificaba el endeudamiento, y que este último era contraído con el único fin de adquirir bienes de uso o financiar el consumo a tasas fijas en un contexto inflacionario.

(10) El tan admirado pero malentendido Keynes se refería a los "animal spiritis" de los agentes económicos.

(11) Recientemente, el titular del gremio de los maquinistas amenazó abiertamente nada menos que al futuro presidente de la Nación advirtiéndole que "Es importante que el próximo presidente entienda en qué gremios y sectores reside el poder real del sindicalismo, porque equivocarse en este diagnóstico es comprarse un escenario conflictivo." Véase, La Nación, del 13 de Octubre de 2007, Sección Política.

(12) El default de la deuda fue festivamente anunciado por el entonces Presidente Adolfo Rodríguez Saa, los últimos días del año 2001. Posteriormente, a través del Decreto del PEN N° 471/02, se dispuso la conversión a Pesos -a razón de \$1,40 por cada Dólar o su equivalente en otra moneda extranjera- de todos los títulos públicos emitidos por el Estado Nacional, Provincial y Municipal.

(13) Sin embargo, es importante destacar que una porción muy importante de tenedores (externos e internos) de bonos defaulteados no aceptó el canje, y aún aguarda pacientemente una solución a su problema.

(14) A raíz de lo dispuesto por el Decreto PEN N° 1375/04, este bono fue entregado principalmente a las

AFJP.

(15) La manipulación de los índices del INDEC también perjudicaría a esta categoría de bonos, ya que el importe final de los mismos depende de una variable calculada por dicha entidad.

(16) En un todo de conformidad con lo establecido en el Decreto PEN N° 214/04 y la Ley 25.713 (Adla, LXIII-A, 50), el mecanismo de cálculo del CER se compone básicamente del Índice de Precios al Consumidor (IPC) calculado por el INDEC, por lo que cualquier manipulación en los métodos de cálculo de este organismo repercute necesariamente sobre el CER.