

Gramercy Funds Management LLC
20 Dayton Avenue
Greenwich, Connecticut 06830

11 de enero de 2016

Señoras y Señores:

Han solicitado mi opinión legal, como especialista en derecho bursátil, en cuanto a si determinada información divulgada en folletos de emisión, así como en los complementos de estos, presentados por la República del Perú ("Perú") ante la Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos de América (*Securities and Exchange Commission* "SEC") en 2014 y 2015 contenían declaraciones erróneas graves, u omitieron incluir cualquier hecho de importancia esencial que debía incluirse a los efectos de que la información presentada no fuera engañosa, lo que habría implicado una violación a las leyes federales de Estados Unidos que rigen la actividad bursátil.¹ Como es bien sabido, la noción de "esencialidad" (*materiality*) es una "cuestión mixta de hecho y derecho"², y quien está encargado de establecer los hechos (sea un juez o un jurado) tiene amplias facultades de decisión al respecto. Sin embargo, desde mi punto de vista, la información presentada por Perú (y la información necesaria que ha omitido presentar) es claramente engañosa y no informa de manera adecuada a inversores razonables no solo sobre la calidad de los títulos de deuda emitidos por el Perú, sino tampoco sobre la capacidad de los

¹ He consultado las siguientes declaraciones de registro y complementos a folletos de emisión, los cuales Perú presentó ante la SEC durante 2014 y 2015: (1) Enmienda preefectiva nro. 1, con fecha 22 de julio de 2014, a la Declaración de Registro nro. 333-196690; (2) Complemento al folleto de emisión, con fecha 30 de octubre de 2014, a la Declaración de Registro anterior; (3) Complemento prospectivo, con fecha 19 de marzo de 2015, al folleto de emisión con fecha 30 de octubre de 2014; (4) Complemento preliminar al folleto de emisión, con fecha 18 de agosto de 2015, a la Declaración de Registro nro. 333-205678; (5) Complemento al folleto informativo, de fecha 18 de agosto de 2015, a la Declaración de registro nro. 333-205678; (6) Complemento al folleto de emisión, con fecha 27 de octubre de 2015, a la Declaración de Registro nro. 333-205678.

² Véase TSC Indus. c. Northway, 426 U.S. 438, 450 (1976).

inversores para hacer valer sus derechos legales en el Perú en lo relacionado con dichos títulos de deuda. Por consiguiente, según los estándares tradicionales de la noción de esencialidad,³ dichas declaraciones son en esencia engañosas y, como resultado, los folletos de emisión no solo violan los estándares mínimos de información emitidos por la SEC, sino que también hacen al Perú pasible de responsabilidad civil, tanto en acciones privadas iniciadas por compradores de bonos como en acciones iniciadas por la SEC, las cuales podrían procurar que se dicte una medida cautelar o que se tomen medidas administrativas para suspender las transacciones con dichos bonos. La información de naturaleza engañosa se vincula principalmente con el tratamiento que históricamente han recibido (y siguen recibiendo) los Bonos Agrarios (“**Bonos Agrarios**”) del Perú, los cuales han estado en mora por más de 20 años.

I. Antecedentes

En 1969, luego de nacionalizar numerosas empresas privadas, el gobierno militar del Perú, liderado por el general Juan Velasco Alvarado, puso en marcha un programa de “reforma” agraria, en virtud del cual se confiscaron numerosas propiedades pertenecientes a terratenientes a cambio de Bonos Agrarios de largo plazo emitidos por el Perú.⁴ Se incautaron aproximadamente 23 millones de acres de tierras rurales, y como indemnización (requerida por la constitución peruana), el gobierno emitió los Bonos Agrarios, a una tasa de interés del cuatro al seis por ciento anual durante un periodo de 20 a 30 años, los cuales fueron garantizados por el Perú sin reservas.⁵

Durante las décadas de 1980 y 1990, la economía peruana atravesó un periodo de hiperinflación, y Perú se vio obligado a cambiar su moneda en dos oportunidades. El impacto combinado de la inflación y la devaluación monetaria se tradujo en una drástica reducción del costo de pagar los Bonos Agrarios para el Perú. Sin embargo, y a pesar de que el costo para el Perú de pagar las sumas adeudadas por dichos bonos habría sido modesto, a finales de la década de 1980, el país comenzó a incumplir el pago de los mismos, y para 1992 había dejado totalmente de realizar pagos. No se ha realizado ningún pago sobre los Bonos Agrarios desde 1992.⁶

En 2001, el Tribunal Constitucional de la República del Perú dictaminó que los Bonos Agrarios eran obligaciones de deuda válidas y que el Perú tenía la obligación de pagar por los mismos una suma que fuera suficiente como para compensar a sus tenedores, tanto por la

³ *Ibíd.* en 449 (“un hecho omitido es de naturaleza esencial si existe una probabilidad sustancial de que un inversor razonable considerara que es importante en cuanto a su decisión de voto”).

⁴ Esta medida se tomó al amparo de la Ley de Reforma Agraria, Decreto Ley del Perú nro. 17716, Artículo 175, disponible en <http://peru.justia.com/federales/decretos-leyes/17716-jun-24-1969/gdoc/>.

⁵ *Ibíd.*

⁶ El banco a través del cual se realizaban los pagos por los cupones, Banco de Fomento Agrario, fue liquidado por el gobierno peruano el 6 de mayo de 1992. Véase Decreto Ley del Perú nro. 25478 (6 de mayo de 1992); disponible en <http://docs.peru.justia.com/federales/decretos-leyes/25478-may-6-1992.pdf>. Véase también Tribunal Constitucional de la República del Perú, caso nro. 022-1996-PI/TC (15 de marzo de 2001), sección 2, párr. 5; sección 3, párr. 4; disponible en <http://www.tc.gob.pe/jurisprudencia/2001/00022-1996-AI.html>. Véase también Tribunal Constitucional de la República del Perú, Decisión emitida en el caso nro. 022-1996-PI/TC del 16 de julio de 2013, párrafos 18, 19 y 25; disponible en <http://www.tc.gob.pe/jurisprudencia/2013/00022-1996-AI%20Resolucion.pdf>.

hiperinflación, como por los cambios en la moneda.⁷ Conforme a lo establecido en el Código Civil del Perú de 1984, se fijó una metodología basada en el Índice de Precios al Consumidor (o “IPC”) para actualizar el monto pagadero por las obligaciones de deuda; el método consistía en aplicar el índice mensual de precios al consumidor del Perú al valor nominal original de la obligación de deuda aplicable y, luego, añadir un interés compuesto anual, según la tasa de interés establecida en la obligación de deuda en cuestión.⁸

A pesar de la existencia de la metodología basada en el IPC, la cual podría haberse aplicado con relativa facilidad a los Bonos Agrarios, comenzó una lucha extremadamente prolongada, y que aún continúa, entre el sistema judicial peruano, comprometido a proteger los derechos básicos de propiedad al amparo de la Constitución del Perú, y el cambiante liderazgo político del país, el cual se ha resistido a pagar significativas sumas a ciertos tenedores de Bonos Agrarios. Durante un tiempo, las cortes y el Congreso del Perú ratificaron el uso de la metodología basada en el IPC, mediante una serie de acciones durante la siguiente década. En el año 2006, el Congreso del Perú realizó un estudio en el cual se concluyó que el país estaba obligado a pagar los Bonos Agrarios a un valor justo y actualizado; en este mismo estudio se estableció el valor ajustado a esa fecha según la metodología IPC estándar en Perú en 10.025.618.044 Nuevos Soles (o aproximadamente \$3.455.000.000).⁹ En 2011, la Comisión Permanente del Congreso del Perú aprobó la legislación necesaria para hacer posible el pago de los Bonos Agrarios.¹⁰ Sin embargo, dicha legislación fue criticada por personas asociadas con el partido político del entonces presidente electo Ollanta Humala, quien definió la legislación como una “bomba de tiempo” fiscal.¹¹ Como resultado, la ley nunca se promulgó, y el presidente Humala continúa ocupando su cargo hasta el día de hoy.

El costo actual del pago de los Bonos Agrarios a un precio actualizado que refleje la metodología del IPC es incierto (y Perú no ha realizado ninguna estimación oficial desde la realización del estudio de 2006, antes mencionado). Las estimaciones realizadas por la prensa

⁷ Tribunal Constitucional de la República del Perú, caso nro. 00022-1996-PI/TC (15 de marzo de 2001); disponible en <http://www.tc.gob.pe/jurisprudencia/2001/00022-1996-AI.html>.

⁸ Véase Resolución de la Corte Suprema de Justicia, con fecha 13 de marzo de 2012, en el caso nro. 4385-2010, Fundamento 4, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Corte-Suprema-Resolución-del-13-de-marzo-de-2012.pdf>. Véase también, Informe de Tasación N° 456-2-CVL-2008 en el mismo caso, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Informe-de-Tasacion-456-2-CVL-2008-Economista-Carlos-Adolfo-Venegas-Lizama-caso-Augusto-Durand.pdf>. Véase también, 9no. Juzgado Civil de Lima, Exp. 34632-1997-Civil, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/9o-Juzgado-Lima-Exp.-34632-1997.pdf>. Véase también, Tribunal Constitucional de la República del Perú, caso nro. 00041-2004-AI/TC, del 11 de noviembre de 2004, Fundamento 53. Disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2015/03/TC-Exp.-0041-2004-Sentencia-del-11-de-noviembre-de-2004.pdf>.

⁹ Dictamen emitido sobre los proyectos de ley nros. 7440/2002-CR, 8988/2003-CR, 10599/2003-CR, 11459/2004 – CR y 11971/2004 – CR, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Dictamen-Comision-Agraria-de-mayo-2005.pdf>.

¹⁰ Véase Patricia Velez y Terry Wade, “Congreso del Perú aprueba ley para pagar Bonos Agrarios”, Reuters (19 de julio de 2011), <http://www.reuters.com/article/us-peru-bonds-idUSTRE76I46Y20110719>.

¹¹ “García vetará la ley de pago de la deuda agraria,” Infobae (20 de julio de 2011), <http://www.infobae.com/2011/07/20/1029644-garcia-vetara-la-ley-pago-la-deuda-agraria>.

han variado significativamente, entre mil y ocho mil millones de dólares.¹² En febrero de 2015, un ex Ministro de Economía y Finanzas del Perú, Ismael Benavides, estimó que el costo ascendería a unos \$5100 millones;¹³ más recientemente, Standard and Poor's estimó ese costo en un máximo de \$4100 millones.¹⁴ En un informe sobre los Bonos Agrarios, Moody's se manifestó de acuerdo con la estimación de \$5100 millones del ministro Benavides, y también estimó que el método actual de "dolarización" propuesto por el gobierno peruano resultaría únicamente en una obligación de pago de \$500 millones.¹⁵ A pesar de que la capacidad de pago del Perú en este rango estimativo no se pone en duda, si se paga en efectivo, este costo podría ser significativo para el Perú, podría afectar significativamente el presupuesto del Perú durante varios años¹⁶, y presumiblemente generaría controversias políticas, particularmente en un año de elecciones (Perú convocará elecciones presidenciales en 2016).

En tales circunstancias, el aspecto esencial no es la capacidad de pago del Perú a los tenedores de bonos, sino la voluntad política de hacerlo.¹⁷ Este último componente de incertidumbre es esencial para los inversores que están decidiendo si comprar o no los títulos de deuda que actualmente está emitiendo Perú debido a que, simple y llanamente, el pasado es prólogo. Una nación que está dispuesta a renunciar a compromisos pasados sin reservas podría hacerlo nuevamente en el futuro, especialmente si las condiciones económicas se deterioran (como podría suceder en Perú por los motivos que se explican más adelante). Para los posibles inversores, resulta particularmente inquietante que Perú ha ocultado su negativa a cumplir con las obligaciones de deudas de los Bonos Agrarios detrás de una débil fachada de legalidad, y que

¹² Véase Mitra Taj & Marco Aquino, "El pago de la deuda agraria por parte de Perú podría ser mínimo, dicen los tenedores de bonos," Reuters (17 de julio de 2013) <http://www.reuters.com/article/peru-economy-bondholders-idUSL1NOFN1RU20130717>. Véase también, John Quigley & Veronica Navarro Espinosa, "Se acerca en Perú el día de pago de los bonos en mora del dictador: Crédito Andes," Bloomberg (17 de julio de 2013), <http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-07-17/payday-looms-on-dictator-s-defaulted-bonds-in-peru-andes-credit>.

¹³ Véase Dr. Ismael Benavides, Dr. Cesar Peñaranda y Profesor Carlos Adrianzen, "Sobre los Costos y Beneficios del Default de la Deuda Agraria Peruana: Implicancias fiscales y macroeconómicas de honrar la deuda asociada con los bonos de la reforma agraria" (17 de febrero de 2015); disponible en http://perubonds.org/wp-content/uploads/resources/benavides_expert_report_english.pdf. El Dr. Benavides fue Ministro de Economía y Finanzas en 2010-2011.

¹⁴ Véase Standard & Poor's, análisis complementario: República del Perú, 30 de septiembre de 2015, en 12, <http://www.alacrastore.com/s-and-p-credit-research/Supplementary-Analysis-Republic-of-Peru-1458085>.

¹⁵ Véase Gobierno del Perú, Preguntas frecuentes sobre Bonos de la Deuda Agraria del Perú, servicio para inversores de Moody's (18 de diciembre de 2015); disponible en <https://www.moodys.com/credit-ratings/Peru-Government-of-credit-rating-601500>. Cabe destacar que Moody's no hizo referencia a ninguna fuente ni otra documentación de apoyo para la estimación de \$500 millones, lo cual constituye un marcado contraste con un análisis preparado por Deloitte (Perú), en el cual se utiliza el método de dolarización y se estima el valor en un máximo de entre \$12 y \$24 millones. Véase nota 30.

¹⁶ Por supuesto, Perú podría intentar reestructurar su obligación ofreciendo un canje de los Bonos Agrarios por bonos que cumplen con los pagos programados, tales como los bonos recientemente ofrecidos en los folletos de emisión que Perú presentó ante la SEC, en cuyo caso no se producirían impactos significativos sobre el presupuesto. Véase nota 13.

¹⁷ Cualquier fórmula que se utilice para convertir los bonos de la reforma agraria a la valor presente, dicho monto entraría cómodamente dentro de la capacidad de pago del Perú. Véase nota 13. Véase también servicio para inversores de Moody's, nota 15 anterior.

tampoco ha reconocido esa negativa de forma honesta. Posiblemente, Perú crea que puede escapar de todas las consecuencias de este incumplimiento. En cualquier caso, en vez de reconocer la verdad, Perú se ha valido de eufemismos para negar la realidad de que aún no ha cumplido con los pagos adeudados, para lo que ha afirmado que ha puesto en marcha un procedimiento para actualizar el valor de los Bonos Agrarios. Sin embargo, ese procedimiento es un compromiso ilusorio que no hace más que frustrar las perspectivas económicas de los reclamos de los tenedores de los Bonos Agrarios. En este punto, vale la pena repasar brevemente los hechos ocurridos durante los últimos cinco años. Cuando en 2011 se le solicitó al Tribunal Constitucional del Perú que exigiera el cumplimiento de su decisión anterior de 2001, es decir, la ratificación de los Bonos Agrarios como obligaciones válidas del Perú, este tribunal sí ordenó en 2013 el pago de tales bonos por parte del gobierno (lo que constituyó una victoria técnica para los inversores).¹⁸ Sin embargo, modificó el método para calcular el monto actualizado al dejar de exigir el uso de la metodología basada en el IPC, la cual había sido ratificada en dos oportunidades por la Corte Suprema del Perú y utilizada en distintitos fallos.¹⁹ El Tribunal, que entendió que la anterior metodología del IPC “supondrían graves impactos en el Presupuesto de la República” que potencialmente harían que el repago de la deuda fuera “impracticable” (conclusión que se alcanzó sin que se celebrara ninguna audiencia ni se presentara prueba alguna con respecto al asunto),²⁰ dispuso que se utilizara una metodología alternativa de “dolarización”. A través de esta nueva metodología se convertiría el monto nominal de los Bonos Agrarios a dólares estadounidenses a la fecha de emisión, según un tipo de cambio paridad, para luego convertir nuevamente el monto en dólares estadounidenses al valor actual en *Nuevos Soles*. En realidad, desde el punto de vista funcional, eso significó el repudio de la deuda relacionada con los Bonos Agrarios, pero dicha estrategia se disimuló con el argumento de que las acciones del Perú no fueron más que un cambio de naturaleza técnica en el procedimiento de actualización del valor de los Bonos Agrarios.

El hecho de que actualmente se esté desarrollando una investigación penal en cuanto a la manera en que se alcanzó esta decisión es revelador. Hacia finales de 2015, un magistrado peruano del Tribunal Constitucional, presentó una demanda penal en la que alega que la decisión mayoritaria original que él firmó (y que hubiese actualizado los bonos utilizando el IPC) fue falsificada usando corrector líquido y fraudulentamente transformada en su supuesto voto singular.²¹ En diciembre de 2015, fiscales de Lima imputaron penalmente al secretario del

¹⁸ Véase Tribunal Constitucional de la República del Perú, Decisión emitida en el expediente No. 022-1996-PI/TC de 16 de julio de 2013, fundamentos 17-19, disponible en

<http://www.tc.gob.pe/jurisprudencia/2013/00022-1996-AI%20Resolucion.pdf>.

¹⁹ Véase, p. ej., Corte Suprema, Cámara de Derecho Constitucional y Social, CAS N° 1002-2005 del 12 de julio de 2006, sección 5, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Corte-Suprema-Casacion-1002-2005-del-12-de-julio-de-2006.pdf>; Véase también, Corte Suprema, Cámara de Derecho Constitucional y Social, CAS N° 1958-2009 del 26 de enero de 2010, Sección 4, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Corte-Suprema-Casacion-1958-2009-del-26-de-enero-de-2010.pdf>.

²⁰ Decisión de Julio de 2013 del Tribunal Constitucional, supra nota 18, en párr. 25.

²¹ Denuncia penal presentada por el exmagistrado del Tribunal Constitucional Carlos Mesía ante el Fiscal 12 de Lima (Septiembre 2015) disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Carlos-Mesia-Solicito-incorporacion-como-agraviado-23-October-2015.pdf>; Véase también, “Peruvian judge files complaint over bond ruling,” Financial Times (27 de octubre de 2015), <http://www.ft.com/fastft/2015/10/27/peruvian-judge-files-complaint-over-bond-ruling>. Véase también Christopher Sabatini, “Peru’s test on respect for rule of law,” Miami

Tribunal Constitucional por falsificación de documentos judiciales relacionados con dicha decisión.²² El 6 de enero de 2016, un juez peruano rechazó la solicitud del secretario para desestimar la acción, y dictaminó la continuación del procedimiento penal.²³ Los informes de prensa también han afirmado que los fiscales de Lima creen que cuatro de los seis jueces del Tribunal Constitucional inicialmente aprobaron la decisión de actualización de los Bonos Agrarios, en la que se desestimó el uso de la metodología basada en el IPC.²⁴ Dos jueces efectivamente firmaron esa decisión. Sin embargo, antes de la publicación oficial de la decisión, el borrador de la misma fue presuntamente alterado con líquido corrector a fin de insertar nuevos contenidos para hacer que la decisión pareciera ser únicamente una decisión disidente de uno de los dos jueces que originalmente la habían firmado. El procedimiento está en curso, y, en este momento, es prematuro predecir la resolución definitiva de cualquier cargo penal. Sin embargo, debido a estos hechos, actualmente las opiniones de las agencias de calificación crediticia están sumamente divididas en cuanto a cómo calificar la deuda actual del Perú, y una de estas agencias calificó la deuda peruana por debajo del grado inversor.²⁵ Esta agencia calificadora expresó sus dudas de forma clara y concisa:

Herald (7 de octubre de 2015), <http://www.miamiherald.com/opinion/op-ed/article38141850.html>. Para una descripción gráfica y numerosas fotografías de las páginas adulteradas de la Resolución de Julio 16 de 2013 del Tribunal Constitucional, véase Informe Pericial N° 12439-12454/2015 preparado por los expertos José Luís Carrión Cabrera y Félix Roger Escajadillo Cabrera del Instituto de Medicina Legal y Ciencias Forenses (14 de agosto de 2015), disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Informe-Pericial-Instituto-de-Medicina-Legal-y-Ciencias-Forenses-Agosto-2015.pdf>.

²² Los cargos fueron presentados el 23 de noviembre de 2015 contra Oscar Arturo Díaz Muñoz, secretario del Tribunal Constitucional, por “Falsificación de documentos en perjuicio del Estado y de Carlos Mesía Ramírez” disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Cargos-criminales-contra-Oscar-Diaz-119-2015.pdf>. Véase “Egan-Jones ratifica tres calificaciones de la deuda soberana peruana sobre la base de cargos penales relacionados con los Bonos Agrarios peruanos”, PR Newswire, 10 de diciembre de 2015 (en el que se afirma que Egan-Jones había revisado la “demanda penal oficial”) disponible en <http://www.prnewswire.com/news-releases/egan-jones-affirms-three-ratings-on-peruvian-sovereign-debt-based-upon-new-criminal-charges-related-to-peruvian-land-bonds-300191008.html>. Véase también, Ministerio Público denuncia adulteración de resolución del TC sobre bonos de la deuda agraria, Gestión (8 de diciembre de 2015), disponible en <http://gestion.pe/politica/ministerio-publico-denuncia-adulteracion-resolucion-tc-sobre-bonos-deuda-agraria-2150594>. Panamericana Televisión reportó en su show Las Cosas Como Son, disponible en

<http://panamericana.pe/lascosacomoson/locales/196344-bonos-agrarios-escandalo-corrupcion-tribunal-constitucional> y <https://www.youtube.com/watch?v=igOWg2DSHeA&feature=youtu.be> (13 de diciembre de 2015); además <http://panamericana.pe/lascosacomoson/locales/196771-nuevos-documentos-comprueban-escandalosos-casos-corrupcion-tc> y <https://www.youtube.com/watch?v=eR6pg-RKOYI> (20 de diciembre de 2015).

²³ Véase “PJ investiga a relator del TC por falsificación de documentos,” El Comercio, 7 de enero de 2016, <http://elcomercio.pe/politica/justicia/pj-investiga-relator-tc-falsificacion-documentos-noticia-1869235>. Véase también “Juzgarán a ex relator del TC por adulterar fallo sobre bonos,” La República, 7 de enero de 2016, <http://larepublica.pe/imprensa/politica/731697-juzgaran-ex-relator-del-tc-por-adulterar-fallo-sobre-bonos>.

²⁴ Véanse fuentes citadas anteriormente en nota 22.

²⁵ Egan-Jones otorgó a Perú una calificación por debajo del grado inversor a partir del 17 de noviembre de 2015 con base en los Bonos Agrarios, y calificaciones por debajo del grado inversor de BB y BB- para sus bonos extranjeros y en moneda local, respectivamente. Véase <https://www.egan-jones.com/public/press/egan-jones-rates-peru-bonds.aspx>. Moody's ha mantenido su calificación de A3. Véase Mark Melin, “Acusaciones de fraude en Perú relacionadas con dos calificaciones de bonos muy diferentes” ValueWalk, 10 de diciembre de 2015, <http://www.valuewalk.com/2015/12/peru-debt-rating/>.

La confirmación de la fiscalía de que la sentencia definitiva de la más alta corte constitucional del Perú fue modificada de forma ilegal reafirma nuestra grave preocupación sobre el carácter del gobierno peruano. La situación es aún más compleja si se toma en cuenta que se trataba de una sentencia significativa que afectó adversamente los derechos de los tenedores de bonos vinculados con una cuantiosa obligación soberana.²⁶

Hasta Moody's, que no otorga calificaciones a los Bonos Agrarios ni parece dar demasiada importancia a la mora con respecto a los mismos a los efectos de formular su calificación,²⁷ recientemente mencionó que los Bonos Agrarios son una “obligación impaga del Perú”.²⁸ Simple y llanamente, a pesar de que otros gobiernos soberanos han incumplido con sus obligaciones de pago, no tengo conocimiento de ningún caso en el que lo hayan hecho de esta forma tan impactante, encubierta y, aparentemente, ilegal. Estos hechos son un fuerte indicador de que el proceso judicial en Perú podría estar sujeto a presiones y manipulación de tipo político, al menos cuando las decisiones legales son controversiales desde el punto de vista político. Habida cuenta de estas cuestiones, los inversores que inviertan en los bonos de deuda actuales que Perú ha registrado ante la SEC necesitan que se divulgue información considerablemente más detallada al respecto.

Por más sospechosa que haya sido esta decisión judicial, su implementación por parte del poder ejecutivo del Perú planteó aún más preguntas. De conformidad con la decisión modificada de 2013 del Tribunal Constitucional, el Ministerio de Finanzas del Perú emitió, en enero de 2014, una directiva especial (generalmente conocida como “Decreto Supremo”), en la cual se especificó una fórmula precisa de dolarización para implementar la decisión del Tribunal Constitucional, junto con un procedimiento detallado que los demandantes debían seguir.²⁹ Según el tipo de cambio paridad establecido en el Decreto Supremo, si se asume que el valor de los Bonos Agrarios ascendía a \$5100 millones según la metodología basada en el IPC (tal como el exministro Benavides estimó en 2015), con el método de “dolarización” ese valor disminuiría aproximadamente un 99,5 %, para ubicarse entre \$12 y \$24 millones.³⁰ Lo que es aún peor para

²⁶ Véase PR Newswire nota 22 anterior (en la cual se cita a Sean Egan, fundador de Egan-Jones Ratings Company).

²⁷ A pesar del incumplimiento en el pago, la calificación actual de Moody's para los bonos del Perú es de A3, la misma otorgada a países como México, Malasia y Lituania, ninguno de los cuales mantiene deudas soberanas impagas.

²⁸ Servicio para inversores de Moody's, nota 15 anterior.

²⁹ Véase Decreto Supremo nro. 17-2014-EF (18 de enero de 2014), artículos 6.1 y 6.2, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2015/03/Decreto-Supremo-017-2014-EF.pdf>, posteriormente revisado por el Decreto Supremo nro. 19-2014-EF (21 de enero de 2014), disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2015/03/Decreto-Supremo-019-2014-EF.pdf>.

³⁰ Véase Deloitte (Perú), “Análisis comparativo del Decreto Supremo nro. 017-2014-EF y nro. 019-2014-EF y valor económico de las tierras expropiadas durante la reforma agraria peruana”, marzo de 2015, citado en el escrito presentado por la Asociación de Bonistas de la Deuda Agraria del Perú (ABDA) ante el Tribunal Constitucional, 16 de marzo de 2015, p. 5, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2015/03/Peticion-de-ABDA.pdf>. Véase también, “Análisis de las fórmulas para calcular el valor de redención de los Bonos de la Reforma Agraria en Perú” por Iván Alonso e Italo Muñoz (febrero de 2015) (concluyendo que “la fórmula de [los Decretos Supremos] es matemáticamente insostenible[.]” dado que no pasa el “examen básico” “de que ambos lados de la ecuación estén expresados en las mismas unidades,” y además confirmando que la fórmula contenida en los Decretos Supremos es

los tenedores de los Bonos Agrarios es que el Decreto Supremo también establece que (i) no es necesario realizar ningún pago a favor de ningún tenedor de bonos por hasta siete años; (ii) el Ministerio de Finanzas tiene facultades para elegir el método de pago (p. ej., nuevos bonos o créditos fiscales); (iii) el Ministerio de Finanzas podrá establecer un orden de prioridad para los pagos, de forma tal que a los acreedores que hayan comprado Bonos Agrarios en el mercado secundario se les pague en último lugar (o que no se les pague nada en absoluto, si el Ministerio decide que Perú no puede enfrentar los costos); y (iv) se exige que los tenedores de Bonos Agrarios renuncien a sus derechos legales al inicio del proceso, antes de que hayan tenido la oportunidad de estimar qué indemnización recibirán (si es que reciben alguna).³¹ No es sorprendente que muchos tenedores de bonos hayan optado por no participar en el proceso ni renunciar a sus derechos.³² Las perspectivas de recibir pago sobre los Bonos Agrarios, en un futuro cercano, son poco prometedoras, ya que el Ministro de Finanzas no ha solicitado ninguna partida presupuestaria para realizar algún pago sobre estos para 2016.³³

A pesar de que este tratamiento a los titulares de bonos es poco menos que confiscatorio, su particular importancia, para aquellas personas que comprenden los bonos que Perú recientemente ha ofrecido en Estados Unidos y Europa, es que revela una profunda hostilidad hacia los inversores extranjeros; en especial por aquellos que adquieren bonos peruanos en el mercado secundario. Por lo tanto, si Perú llega a enfrentar dificultades económicas en el futuro, nuevamente podría discriminar a los inversores extranjeros y a aquellos que han realizado sus inversiones a través del mercado secundario.

La problemática historia del Perú con los Bonos Agrarios es de importancia fundamental para los inversores que actualmente están considerando la posibilidad de comprar nuevos títulos de deuda emitidos por el país; sin embargo, Perú ha mantenido un llamativo silencio sobre esta

“inadecuada para establecer el valor original en dólares de los bonos, tanto desde un punto de vista económico como matemático” y que la aplicación de esta fórmula “subestimaría significativamente el valor original de los bonos”), disponible en: http://perubonds.org/wp-content/uploads/resources/alonzo_and_munoz_analysis.pdf.

³¹ Véase Decreto Supremo, nota 29 anterior, en artículos 17 a 19, y Disposiciones finales adicionales.

³² Varios tenedores de bonos, entre ellos Gramercy y ABDA, una organización conformada por al menos 342 tenedores de bonos, han criticado fuertemente las acciones del gobierno con respecto a los bonos agrarios, y se han opuesto vigorosamente a las mismas. Véase Robin Wigglesworth y Andres Schipani, *Fondo de cobertura presiona a Perú para que pague deuda con 40 años de atraso*, Financial Times (7 de octubre de 2015), <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/db360686-6ba5-11e5-aca9-d87542bf8673.html#axzz3qdfi8zah>; véase también Andres Schipani y Robin Wigglesworth, *Fondo de cobertura amenaza a Perú por deudas con ex terratenientes*, Financial Times (9 de octubre de 2015), <http://www.ft.com/cms/s/0/87b557e8-6e96-11e5-8171-ba1968cf791a.html#axzz3qdfi8zah>. Más de 100 tenedores adicionales de bonos también han respaldado la petición de la ABDA ante el Tribunal Constitucional demandando la anulación de los Decretos Supremos, véase Apéndice C a la petición de ABDA de marzo de 2015, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Apendice-C-Lista-de-Bonistas-que-suscriben-el-pedido-de-ABDA.pdf>. Véase también, Informe Especial del programa Cuarto Poder de AmericaTV sobre los perniciosos efectos de los Decretos Supremos sobre el valor de los bonos, titulado “La Licuadora de los Bonos Agrarios” (27 de abril de 2015), disponible en <https://www.youtube.com/watch?v=ZGQ0enmWzK8>.

³³ El 10 de noviembre de 2015, el ministro de Finanzas de Perú, Alonso Segura, comunicó a la Comisión presupuestaria de Perú que no se realizarían pagos sobre los Bonos Agrarios durante 2016. Véase “MEF: bonos de la deuda agraria se pagarán después del 2016,” Gestión (10 de noviembre de 2015), <http://gestion.pe/economia/mef-bonos-deuda-agraia-se-pagaran-despues-2016-2147982>.

parte de su historia. De hecho, la única mención explícita de los Bonos Agrarios en cualquiera de los folletos de emisión presentado por Perú en 2014 y 2015 es la siguiente declaración, muy selectiva e incompleta, que está enterrada en una discusión sobre la historia económica del Perú:

En 1968, el gobierno militar liderado por el general Juan Velasco Alvarado nacionalizó numerosas empresas privadas e inició una campaña contra la participación extranjera en la economía peruana. En 1969, la administración Velasco promulgó la Ley de Reforma Agraria, en virtud de la cual se confiscaron extensas propiedades de terratenientes acaudalados a cambio de bonos a largo plazo emitidos por Perú, lo que permitió transformar las tierras en cooperativas a cargo de los exempleados de los terratenientes; asimismo, se adoptaron tarifas elevadas para proteger a la industria local y al sector manufacturero de la competencia extranjera. ***Durante 2010, se produjo un aumento significativo en la cantidad de reclamos administrativos y judiciales presentados contra Perú vinculados con el pago de montos adeudados correspondientes a los bonos emitidos por el país al amparo de la Ley de Reforma Agraria. En conformidad con una resolución emitida por el Tribunal Constitucional Peruano en 2013, el poder ejecutivo promulgó un estatuto para regular un proceso administrativo a través del cual las deudas relacionadas con los Bonos Agrarios podían actualizarse a valores presentes.***³⁴

A pesar de lo escueto de la información presentada, nada similar aparece en ningún otro de los folletos de emisión presentados por Perú ante la SEC en 2014 y 2015. En realidad, incluso la divulgación de información arriba citada es inexacta, ya que ignora que el “procedimiento administrativo” no actualiza la “deuda relacionada con los Bonos Agrarios” a su “valor presente”, sino que, en gran medida, erradica ese valor. Por lo tanto, no permitirá dar por terminado el “aumento significativo en la cantidad de reclamos administrativos y judiciales” que reconoce. Lo que es más importante, los folletos de emisión del Perú ocultan el hecho fundamental de que Perú ha permanecido, y aún permanece, en una situación de incumplimiento de pago con respecto a los Bonos Agrarios por más de 20 años.

II. Vista general de las principales omisiones y tergiversaciones

La mayoría de los incumplimientos en la divulgación de información pueden caracterizarse como omisiones y tergiversaciones. Lo que es más importante son los hechos que han sido distorsionados. A continuación se enumeran los principales incumplimientos en la divulgación de información:

³⁴ Véase Complemento al Folleto informativo presentado por la República del Perú el 19 de marzo de 2015, p. 24, disponible en <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/77694/000119312515099415/d890012d424b4.htm>.

1. Perú incumplió con el pago de una cuantiosa deuda, y hace 20 años que está en situación de mora con respecto a la misma. La información anterior, que se incluye en una sección denominada “Antecedentes”, procura caracterizar el incumplimiento de pago por parte del Perú como una salida negociada resuelta a través de un “procedimiento administrativo” que restaura los Bonos Agrarios a su “valor presente”. Pero de hecho, no se ha alcanzado ninguna solución, ni hay perspectivas de que se alcance. Además, Perú parece haber asumido una postura de negación con respecto al incumplimiento por su parte, y lo ignora en otros folletos de emisión recientemente presentados ante la SEC (es decir, no hay ninguna mención de estos hechos en los folletos de emisión presentados el 28 de octubre y el 18 de agosto de 2015).

El hecho de que un país haya incumplido en el pago de una deuda cuantiosa eclipsa casi cualquier otro hecho sobre un emisor soberano, lo que incluye su situación económica. Tal como Sean Egan, fundador de Egan-Jones Rating Company, Inc., dijo en una fecha tan reciente como el 17 de noviembre de 2015 sobre Perú y su deuda:

En este caso, existe constancia de que el deudor tiene la capacidad, pero no la voluntad, de pagar todas sus obligaciones dentro del plazo y en su totalidad ... Hemos estado calificando bonos desde 1995, y hemos visto muchos casos ... Este caso constituye el extremo del espectro, debido a que se ha reconocido que existe una obligación válida, pero se hace caso omiso a dicho reconocimiento.³⁵

En pocas palabras, poco importa si una nación tiene la capacidad financiera para cumplir con sus obligaciones de deuda si ha optado por no hacerlo. Tal parece haber sido la elección de Perú a la fecha.

2. Perú ha ocultado su incumplimiento de pago con un claro engaño de que una resolución administrativa ha puesto fin al incumplimiento. Por más negativa que sea una situación de incumplimiento de pago, una señal aun peor para un inversionista es el hecho de que un emisor soberano intente ocultarla. El Decreto Supremo de 2014 que solicita a los tenedores de deuda que renuncien a todos sus derechos antes de enterarse si recibirán algún tipo de compensación, y que da prioridad a algunos tenedores con respecto a otros según el arbitrio del gobierno, equivale a tal encubrimiento. Más que un compromiso, es un intento agresivo de obligar a los inversores a dar su consentimiento a dichas condiciones. En realidad, tampoco ha funcionado, ya que son pocos los tenedores de deuda que han aceptado la oferta. A medida que crece la controversia en torno a la situación de los Bonos Agrarios y a las acusaciones penales de falsificación de expedientes judiciales vinculados con estos que aguardan ser juzgadas, esta continua publicidad negativa, probablemente, tenga consecuencias en los más recientes títulos de deuda que Perú está vendiendo en este momento.³⁶

La deshonestidad de Perú en este aspecto establece un marcado contraste con la candidez demostrada por Argentina, país que ha reconocido que se encuentra en una situación de cesación

³⁵ Véase Mark Mellin, nota 25 anterior (que cita a Sean Egan).

³⁶ Véanse las fuentes citadas en las notas 21 y 22 anteriores.

de pagos, y que podría experimentar numerosas consecuencias negativas como resultado de esto. Luego de caer en cesación de pagos, Argentina reveló lo siguiente sin ambages:

El incumplimiento del pago de la deuda pública por parte de Argentina ha llevado a varios acreedores a iniciar numerosas demandas en varios países, muchas de las cuales terminaron en sentencias contra Argentina. Asimismo, la posibilidad de que continúen iniciándose litigios y que se emitan nuevas sentencias podría tener impactos significativos en las finanzas públicas de Argentina y en la capacidad de pago de nuestra deuda pública.³⁷

Argentina procedió a enumerar esas varias sentencias, demandas y procedimientos de arbitraje y concluyó con la siguiente advertencia:

No podemos ofrecer ninguna garantía de que el gobierno resultará vencedor en los reclamos pendientes de resolución ante CIADI o en procedimientos de ejecución. Las sentencias contra el gobierno en estos procedimientos y en otros que se inicien en el futuro podrían traducirse en la ejecución, constitución de embargos o en la aplicación de medidas cautelares contra los activos de Argentina, o activos que los demandantes afirmen que sean propiedad de Argentina ... y podrían tener consecuencias significativas y adversas sobre nuestras finanzas públicas, sobre el precio de mercado de nuestros títulos valores y sobre la capacidad de pagar nuestra deuda.³⁸

Todas estas consecuencias adversas también amenazan a Perú, a pesar de que el país ha optado por no hablar de ellas.

3. La integridad del sistema judicial peruano y la exigibilidad de los reclamos legales contra Perú han quedado en tela de juicio debido a la presión que el gobierno ha ejercido sobre el Tribunal Constitucional. A pesar de que Argentina también cayó en cesación de pagos, la integridad de su sistema judicial no se ha visto comprometida a tal grado. La invención de una decisión judicial es un hecho sin precedentes y escandaloso que, por algún tiempo, podría menoscabar la reputación del Perú como un país responsable y sofisticado desde el punto de vista comercial. Además, genera dudas en cuanto a que si el poder ejecutivo de Perú seguirá obligando a su sistema judicial a racionalizar una renuncia de hecho de la deuda peruana (o al menos las deudas mantenidas con algunas clases de inversores). Este es un riesgo independiente para aquellos que inviertan en títulos de deuda peruanos que es bastante diferente de la capacidad de pago del Perú.

4. Perú parece estar dispuesto a discriminar a los acreedores extranjeros y a los acreedores que compraron los títulos en el mercado secundario. Según el Decreto Supremo, Perú reclama el derecho de priorizar los pagos de forma retroactiva, lo que en efecto implica

³⁷ Véase República Argentina, Complemento al Folleto informativo, 28 de abril de 2010, p. 11, disponible en http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000090342310000252/roa-424b5_0428.htm.

³⁸ Ibid en p. 11.

subordinar a algunos tenedores con respecto a otros. En particular, eso ha revelado su hostilidad hacia los inversores que compraron los bonos en el mercado secundario. Si esa circunstancia se revelara de manera cabal y honesta, pocos inversores estarían dispuestos a comprar deuda peruana en el mercado secundario. A su vez, esta circunstancia, probablemente, acabaría con el mercado secundario. También demostraría a los inversores que compraron (o que compararán) bonos en la oferta primaria que no podrían acceder a ningún comprador en ningún mercado secundario (a menos que otorgaran grandes descuentos). Sin embargo, Perú no ha divulgado ninguno de esos hechos. Lo que es aún peor, Perú enfrenta graves problemas económicos y una elección presidencial en un futuro cercano.

En su más reciente presentación 18-K, Perú describe el comienzo de su última cesación de pagos de la siguiente manera:

La crisis de deuda en América Latina, que comenzó en 1982, tuvo como consecuencia una creciente reticencia de los bancos comerciales extranjeros a otorgar préstamos a Perú. Al mismo tiempo, una marcada caída en los precios de las exportaciones de los productos de minería y el fenómeno de *El Niño*, entre 1982 y 1983, llevó a un deterioro de la balanza de pagos y de las cuentas fiscales de Perú, lo que dificultó el cumplimiento de la deuda por parte del país. Ante el peso de una carga de deuda que no podía solventar, el gobierno suspendió el pago de su deuda con bancos extranjeros en 1984. Para finales de 1984, Perú había incumplido en el pago programado de su deuda por un monto de USD 1000 millones en conceptos de capital e intereses, respecto a su deuda con instituciones bancarias comerciales.³⁹

Esta cadena de acontecimientos es sorprendentemente similar a la actual situación de Perú. América Latina se encuentra en medio de una posible mini crisis de deuda, con Argentina en situación de cesación de pagos con respecto a su deuda externa, y Venezuela y Brasil en una situación de grave crisis económica y conmoción política. Además, los precios de las materias primas han experimentado un marcado descenso en todo el mundo,⁴⁰ en parte como consecuencia de una menor demanda de China.⁴¹ La economía de Perú tiene un gran componente de materias primas⁴² y, tal como Perú puntualizó en su presentación 18-K, “una disminución significativa en los precios de la materias primas podría afectar negativamente la economía de

³⁹ República de Perú, 18-K (8 de agosto de 2015), p. D-114, disponible en <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/77694/000119312515294043/d17928dex99d.htm>.

⁴⁰ Véase Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/markets/commodities>.

⁴¹ Véase Administración General de Aduanas, República Popular de China, <http://english.customs.gov.cn/newsroom/statisticsdetail/f78db55a-9c8f-4147-a714-3e5403563622>.

⁴² Véase Banco Central de Reserva del Perú, <http://www.bcrp.gob.pe/statistics.html>.

Perú”.⁴³ Sobre Perú también pende la amenaza de un fenómeno “El Niño” particularmente severo este año, lo que podría reducir en gran medida la producción agrícola.⁴⁴ Como resultado, Perú ha comenzado a experimentar un deterioro en su balanza de pagos y cuentas fiscales.⁴⁵

En una economía deprimida, el pago de los Bonos Agrarios sería más difícil y podría transformarse en un factor políticamente conflictivo. Todo esto implica que es necesario divulgar más información en cuanto a las medidas (formales e informales) que Perú ha tomado para evadir sus compromisos contractuales y las intenciones de sus líderes políticos con respecto a los Bonos Agrarios. Asimismo, el hecho de que Perú no ha divulgado suficiente información podría ser el principal motivo de que algunas agencias calificadoras de crédito no hayan reducido sus calificaciones respecto de la deuda soberana de Perú. Es decir, por cuestiones de conveniencia, dichas agencias están ignorando la creciente nube que se cierne sobre la situación crediticia peruana, pero se verían obligadas a enfrentarse a la realidad si Perú difundiera con honestidad los hechos esenciales (*material*).

5. Perú ha descrito sus antecedentes como deudor con significativas tergiversaciones que de manera falsa restan importancia a su situación de incumplimiento y niegan que siquiera exista una “disputa”. En lo que posiblemente sea el ejemplo más claro de una tergiversación, en sus folletos informativos Perú ha descrito sus antecedentes como deudor en términos que son diametralmente opuestos a lo que realmente ha sucedido:

Desde la reestructuración Brady, en 1997, Perú ha cumplido fielmente con el pago de su deuda externa sin caer en cesación de pagos, a excepción de lo que se describe a continuación.

Luego de finalizar la reestructuración Brady, Perú dejó de realizar pagos de capital e intereses a los acreedores que no participaron en la reestructuración. Entre dichos acreedores estaba Elliot Associates, L.P., una firma privada de inversiones que adquirió USD 20 millones en deuda emitida por Perú. Un tribunal dictó una sentencia por USD 55,7 millones a favor de Elliot Associates por incumplimiento en el pago de intereses y constituyó un embargo sobre fondos de Perú en una cuenta en el banco Chase Manhattan Bank de Nueva York que el país había destinado para realizar el pago de intereses sobre sus bonos Brady. Como resultado del embargo, el 7 de septiembre de 2000, Perú incumplió en un pago obligatorio de intereses por USD 80

⁴³ Véase presentación 18-K de la República de Perú, nota 39 anterior, en D-6.

⁴⁴ Véase Perú: capeando el temporal, Instituto de Finanzas Internacionales (10 de noviembre de 2015). Véase también Paul Cashin, Kamiar Mohaddes y Mehdi Raissi, Fair Weather or Foul? The Macroeconomic Effects of El Niño, documento de trabajo del FMI WP/15/89 (abril de 2015), disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1589.pdf>.

⁴⁵ Véase Banco Central de Perú, nota 42 anterior.

millones sobre los bonos Brady, a pesar de que había depositado el monto requerido en su cuenta en el banco Chase Manhattan Bank de Nueva York.

El 26 de septiembre de 2000, Elliot Associates obtuvo una medida cautelar contra la agencia de compensación Euroclear System, a través de la cual se prohibió a la agencia recibir o distribuir fondos provistos por Perú para pagar intereses sobre los bonos Brady. Luego de la emisión de la medida cautelar contra Euroclear System, se llegó a un arreglo en el litigio iniciado por Elliot Associates, y Perú realizó pagos de intereses sobre los bonos Brady el 4 de octubre de 2000, dentro del período de gracia aplicable de 30 días. Perú ha realizado todos los pagos adeudados a Elliot Associates conforme a lo dispuesto en los términos del arreglo.

Otros acreedores tampoco participaron en la reestructuración Brady por motivos que incluyeron la no presentación de la documentación requerida y la no identificación del tenedor efectivo de la deuda objeto del canje. Desde la reestructuración de los bonos Brady, Perú ha estado en situación de incumplimiento con respecto a los pagos a dichos acreedores. Para el 31 de diciembre de 2011, ya no había más amortizaciones o pagos de intereses programados con respecto a dichas deudas. Ninguno de estos acreedores ha presentado reclamos contra Perú por pagos en mora.

*A la fecha de este folleto informativo, Perú no está al tanto de que se haya presentado ningún otro reclamo por pagos en mora en su contra, sea en el territorio nacional o en otros países, y el país no está involucrado en ninguna controversia con sus acreedores internos o externos.*⁴⁶

En este caso, las afirmaciones de Perú parecen ser categóricamente falsas. Según esta descripción, los tenedores de Bonos Agrarios de Perú que no han recibido ningún pago por los mismos parecen haber desaparecido a los ojos de Perú debido a que no han “presentado reclamos contra Perú por pagos en mora”. De hecho, el gobierno de Perú está absolutamente al tanto de la existencia de numerosas demandas y “reclamos” iniciados en Perú. En realidad, en reiteradas oportunidades Perú ha reconocido formalmente que dichos reclamos existen.⁴⁷ Moody’s también

⁴⁶ Véase República de Perú, Complemento al Folleto informativo, 27 de octubre de 2015, p. 1.

⁴⁷ A través de sus respuestas a solicitudes de información pública, Perú ha revelado la existencia de al menos 400 procedimientos judiciales a nivel nacional, tanto contra el Ministerio de Economía y Finanzas como contra el Ministerio de Agricultura y Riego, por situaciones de incumplimiento de pago de la deuda por la reforma agraria. Véase Memorando nro. 522-2014-EF-52.04, de fecha 9 de diciembre de 2014, que enumera al menos 350 juicios

ha reconocido públicamente que estas controversias existen y se encuentran en curso.⁴⁸ Perú también debe saber que está profundamente involucrado en una “controversia” con acreedores externos, entre los cuales nuevamente se cuenta Gramercy. Es inevitable concluir que estas tergiversaciones son intencionales.

III. Responsabilidad y reparaciones

Para establecer la responsabilidad en una acción civil privada, un demandante privado en una demanda bursátil según la ley federal de los EE. UU. en general debe alegar y demostrar la existencia de conocimiento doloso (es decir, haber tenido la intención de defraudar), lo cual puede probarse si se logra demostrar que se ha incurrido en una grave indolencia o indiferencia con respecto a la veracidad o exactitud de las declaraciones públicas de la parte demandada.⁴⁹ Debido a la distancia que me separa del caso, no cuento con información suficiente como para opinar, como cuestión de derecho, que la totalidad de las tergiversaciones y omisiones de Perú con respecto a los Bonos Agrarios fueron realizadas con conocimiento doloso (lo cual es diferente a haber incurrido únicamente en una conducta de negligencia grave). A pesar de que algunas de las tergiversaciones u omisiones parecen intencionales, en última instancia este punto tiene poca importancia en lo relacionado con las recientes ventas de Perú, en 2014 y 2015, de los bonos que registró ante la SEC, por dos motivos:

En primer lugar, las Secciones 11 y 12(a)(2) de la Ley de Títulos Valores de 1933 aplican a las ventas registradas de títulos valores, y ninguna de ellas exige que la parte actora pruebe que se haya producido una situación de conocimiento doloso o siquiera negligencia.⁵⁰ De hecho, Perú, en su calidad de emisor de estos bonos, tendría una responsabilidad objetiva según la Sección 11, y según la Sección 12(a)(2), lo único que tendría a su disposición es una defensa por debida diligencia, la cual sería difícil de establecer. Todo lo que la parte actora debe probar para

desarrollados en cortes del Perú, entre ellas en *Lima, Lambayeque, La Libertad, Chiclayo, Pisco, Ica, Cajamarca, Abancay* y *Piura*, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Memo-No-552-2014-EF52-9.12.2014.pdf>; Memorando 1379-2005-MINAGRI-OGA, de fecha 17 de septiembre de 2015, en el cual se incluye una lista de 47 juicios en los cuales se han emitido fallos definitivos, pero con respecto a los cuales Perú no ha pagado ninguna sentencia, disponible en <http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Memo1379-2015.pdf>. Véase también Robin Wigglesworth y Andres Schipani (7 de octubre de 2015), nota 32 anterior, Andres Schipani y Robin Wigglesworth (9 de octubre de 2015), nota 32 anterior, Paul Kilby y Davide Scigliuzzo, *Perú se acogerá a la ley nacional en controversia sobre deudas: Ministro de Finanzas*, Reuters (11 de octubre de 2015) <http://www.reuters.com/article/2015/10/11/peru-bonds-gramercy-idUSL1N12A0J220151011>; Javier Parker y Javier Priale, *MEF: “De no haber implementado programas sociales habría aumentado la pobreza,”* Gestión (13 de octubre de 2015), (Alonso Segura indicó que algunos bonistas presentarán demandas en contra del Perú debido a que no están conformes con la compensación que les ha sido otorgada), disponible en <http://gestion.pe/economia/no-implementado-programas-sociales-habria-aumentado-pobreza-2145309>.

⁴⁸ Véase Servicio para inversores de Moody's, nota 15 anterior.

⁴⁹ Según la Regla 10b-5, que es la principal reparación contra el fraude según las leyes bursátiles federales, la parte actora debe alegar conocimiento doloso. Véase *Ernst & Ernst c. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976).

⁵⁰ Según la Sección 11 de la Ley de Títulos Valores de 1933, 15 U.S.C. § 77k, el emisor incurre en una responsabilidad objetiva en caso de tergiversaciones de carácter esencial (*material*). Según la Sección 12(a)(2), 15 U.S.C. §77l, el emisor dispone de una defensa afirmativa según la cual debe probar que fue suficientemente diligente al revisar las afirmaciones vertidas en la declaración de registro.

presentar un reclamo prima facie es el carácter esencial (*materiality*) de la tergiversación u omisión, aspecto que ya se ha analizado anteriormente.

En segundo lugar, según la Sección 17(a)(2) y (3) de la Ley de Títulos Valores de 1933,⁵¹ la SEC puede, por sí misma, presentar una demanda por tergiversaciones u omisiones de carácter esencial (*material*) con respecto a las ofertas de Perú en 2014 y 2015, y dichas disposiciones no requieren que se pruebe la existencia de conocimiento doloso. Todo lo que la SEC debe demostrar es el carácter esencial (*material*) de la tergiversación u omisión. Además, la Sección 8(d) de la Ley de Títulos Valores de 1933 autoriza a la SEC a emitir una “orden de cesación” que suspenda la vigencia de una declaración de registro.⁵² La emisión de una orden de ese tipo en realidad impediría a numerosos corredores efectuar transacciones con bonos registrados según la declaración de registro revocada por la “orden de cesación”.⁵³ Como alternativa, la Comisión podría instituir un procedimiento de cesar y desistir contra cualquier emisor que haya sido responsable de tergiversar u omitir información esencial (*material*) en una declaración de registro (o que de otra manera haya violado las leyes bursátiles federales), y dicho procedimiento podría imponer sanciones pecuniarias al emisor o exigirle la devolución de ganancias ilícitas y el futuro cumplimiento con las leyes bursátiles.⁵⁴ Nuevamente, la SEC no estaría obligada a probar la existencia de conocimiento doloso en ninguno de tales procedimientos, ya que podría basarse en la Sección 17(a)(2) y (3) de la Ley de Títulos Valores de 1933.

IV. Conclusión

La conclusión es que la SEC tiene a su disposición varias acciones. Al decidir si ejercerá alguna de ellas, la SEC podría tener en cuenta diversos factores de equidad. Uno de tales factores, al cual debería asignársele una importancia especial, es si se están efectuando transacciones con títulos valores en relación con los cuales existan tergiversaciones u omisiones. En este caso, Perú ha emitido varias clases de bonos en 2014 y 2015, tanto en Estados Unidos como en Europa. A pesar de que las transacciones con bonos no son tan frecuentes como las transacciones con acciones de capital, la realidad es que esas transacciones existen (especialmente en las transacciones por computadora en el mercado extra bursátil, en las cuales los garantes y corredores originales en la oferta inicial generalmente cumplen el rol de creadores del mercado).⁵⁵ Dichas transacciones en el mercado secundario frecuentemente se realizan entre

⁵¹ Sección 17(a)(2) y (3) de la Ley de Títulos Valores de 1933, 15 U.S.C. §77q(a)(2) y (3).

⁵² Sección 8(d) de la Ley de Títulos Valores de 1933, 15 U.S.C. §77h(d).

⁵³ Los garantes y corredores incurrirían en una violación de la Sección 5 de la Ley de Títulos Valores de 1933 si no hubiera una declaración de registro vigente para una oferta pública de títulos valores, ya que no podrían ampararse en la exención que otorga la Sección 4(a)(1) de la Ley de Títulos Valores de 1933, 15 U.S.C. §77d(a)(1). Los corredores que ejecutaran órdenes no solicitadas de compra o venta podrían estar amparados en la exención de la Sección 4(a)(4) de la Ley de Títulos Valores de 1933, 15 U.S.C. §77d(a)(4).

⁵⁴ Sección 8A de la Ley de Títulos Valores de 1933, 15 U.S.C. 77h-1.

⁵⁵ Según una plataforma de *trading* independiente, durante el período de seis meses terminado el 8 de enero de 2016, se realizaron más de 700 transacciones con bonos de Perú incluyendo bonos al 2,750 % denominados en euros, con vencimiento al 2026, bonos al 4,125% denominados en dólares de EE.UU., con vencimiento al 2027 y bonos al 5,625% denominados en dólares de EE.UU., con vencimiento al 2050, para un volumen total de aproximadamente \$500 millones.

inversores que presentan diferencias en su nivel de conocimiento sobre los aspectos esenciales (*material*) relacionados con la condición de los Bonos Agrarios y su potencial impacto en otras ofertas de deuda de Perú (es decir, algunos inversores están informados, y otros no). Simple y llanamente, las partes no están en igualdad de condiciones, y este es un factor que la SEC normalmente tomaría en cuenta (como lo ha hecho en el pasado) al momento de determinar si ejercerá sus facultades.

Por supuesto, también es posible que la SEC se muestre reticente a presentar una demanda o tomar medidas contra una nación soberana, especialmente una que mantiene una buena relación con los Estados Unidos. En tales circunstancias, dicha renuencia podría ser prudente. Pero las circunstancias presentes involucran factores especiales y llamativamente inusuales, entre ellos: (1) la probabilidad de que se produzca un escándalo político de enormes proporciones; (2) importantes desacuerdos entre las agencias calificadoras de crédito en lo relacionado con la solvencia de Perú como deudor; (3) un caso único en el cual un emisor está en condiciones de pagar su deuda, pero no lo hace, en un contexto en el cual sus propios órganos judiciales han ratificado la validez de sus obligaciones según el derecho nacional; (4) profundas diferencias en el nivel de conocimiento que inversores informados y desinformados poseen sobre los títulos de deuda de Perú y la actual investigación; y (5) la probabilidad de que Perú continúe ofertando en los mercados de capital de EE.UU. en el futuro. En tales circunstancias, sería un hecho desafortunado que la SEC se desvíe de sus precedentes y tolere el hecho de que Perú continúe omitiendo informar a la comunidad inversora sobre su negativa a cumplir con sus obligaciones en virtud de los Bonos Agrarios, o las circunstancias altamente sospechosas (por no decir extrañas) relacionadas con la decisión judicial que permite a Perú dejar de lado la metodología de cálculo basada en el IPC. En un contexto en el cual (i) ni siquiera las agencias calificadoras de crédito se ponen de acuerdo, (ii) los títulos de deuda más recientes de Perú se están comercializando activamente, y (iii) es razonable esperar que Perú emita nueva deuda en 2016, la SEC debe tomar medidas para, o bien asegurarse de que los inversores estén bien informados, o bien suspender las transacciones.⁵⁶

Presentado respetuosamente,

John C. Coffee, Jr.
Profesor Adolf A. Berle de Derecho
Facultad de Derecho de la Universidad de
Columbia

⁵⁶ Véase Ley nro. 30374, que otorga a Perú el derecho de emitir hasta \$2250 millones en bonos de deuda externa durante el año fiscal 2016, disponible en http://www.mef.gob.pe/index.php?option=com_content&view=article&id=2327&Itemid=101158&lang=es. También disponible en http://bonosagrarios.pe/wp-content/uploads/2016/01/Ley_30374-6.12.2015.pdf. Véase también EM Debt: Technicals Monitor, Deutsche Bank Markets Research (9 de diciembre de 2015), p. 5.