

Como no defaultear la deuda soberana

La disputa de Argentina con respecto a los bonos ofrece lecciones importantes para las reestructuraciones soberanas, escribe el ex-ministro de economía Domingo Cavallo.

La Argentina declaró el default sobre su deuda soberana en Diciembre del 2001. Después de los canjes de deuda del 2005 y del 2010, reestructuró el 93% de los bonos, dejando sin reestructurar el 7% del monto original de la deuda que entró en default.

A pesar de estos canjes, Argentina no pudo volver a acceder a los mercados internacionales de capitales y en Junio del 2014 un fallo de la corte de Nueva York impidió el normal servicio de la deuda reestructurada, a menos que la Argentina pague simultáneamente el monto total debido a los tenedores de bonos no reestructurados que ganaron el litigio judicial.

Si la Argentina no cumple, para el 30 de Julio habrá incurrido en un default sobre los bonos reestructurados. Y si cumple, opiniones legales argumentan que los tenedores de bonos reestructurados tienen el derecho de solicitar igual trato que el finalmente dado a los holdouts.

Entonces, la situación de la deuda soberana de la Argentina parece hoy peor incluso que la del final del 2001. La deuda pública total se incrementó de 144 mil millones de USD en 2001 a 225 mil millones de USD en 2013 y el valor de los bonos en circulación bajo jurisdicción extranjera es hoy más alta que al final del 2001.

Esta es la consecuencia de haber realizado el default de una manera desordenada y de haber llevado a cabo el proceso de reestructuración de la deuda sin el respaldo del FMI y de una manera que los acreedores no consideraron de buena fe.

En el segundo semestre del 2001, quedó claro que la Argentina había perdido el acceso a los mercados internacionales de capitales. Esto pasó a pesar de todos los esfuerzos previos realizados para lograr un reperfilamiento voluntario de la deuda (los llamados “blindaje” y “megacanje”).

El FMI aprobó el programa que, además de un desembolso inmediato de 5 mil millones de USD para recomponer reservas, prometió un desembolso adicional de 3 mil millones de USD para respaldar la reestructuración ordenada de la deuda. Además, la Argentina estaba esperando dos desembolsos trimestrales pendientes del llamado “Programa del Blindaje” de finales del 2000 de 1.28 mil millones de USD cada uno.

El gobierno argentino así como el FMI estaban preocupados con la posibilidad de que una reestructuración abriera la puerta a juicios por parte de los holdouts. Eso podría volver totalmente inefectiva a la reestructuración e incluso contraproducente.

Comenzamos a trabajar en un programa para llevar a cabo una reestructuración ordenada de la deuda bajo el consejo de Jacob Frenkel, después en el Merrill Lynch. Él nos percató de la posibilidad de utilizar “Cláusulas de Salidas Consentidas” como sustituto de la faltante “Cláusulas de Acción Colectivas” que Argentina, como la mayoría de los países emergentes, todavía no habían utilizado al momento de emitir bonos.

Las Cláusulas de Salidas Consentidas, como las CACs, facilitan la imposición sobre el 100% de los bonos reestructurados las condiciones aceptadas por el 66% o el 75% de los tenedores de bonos, dependiendo de la jurisdicción. Eso ocurre porque mediante la aprobación de las Cláusulas de Salidas Consentidas, cualquiera que tenga los antiguos bonos pierde una manera efectiva de solicitar el repago completo mediante una demanda judicial.

Para preparar un canje de los bonos emitidos bajo jurisdicción extranjera que tuviera altas chances de ser aprobado con las cláusulas de salidas consentidas, decidimos comenzar el proceso de reestructuración ordenada de la deuda mediante el ofrecimiento de un canje de bonos por préstamos al gobierno con una tasa máxima del 7% y con una extensión en la maturity de tres años. El pago del préstamo estaba garantizado por

la recaudación del impuesto a las transacciones financieras que iría directamente a una cuenta de garantía en el Banco Central.

La primera etapa de la reestructuración fue concluida satisfactoriamente el 30 de Noviembre del 2001 por un monto de 40 mil millones de USD, representando el 43% del stock de bonos en circulación. En el caso de los bonos emitidos bajo jurisdicción de EE.UU., como aquellos que surgieron tras el megacanje de Mayo del 2001, la presentación de los bonos totalizó el 90% del total. Este resultado reflejó los respaldos de los fondos de pensión, de los bancos locales y de otros inversores institucionales, así como también de un buen número de argentinos tenedores de bonos, al proceso de reestructuración ordenada de la deuda.

Una condición de este canje estableció que el gobierno adquiriría el poder de voto de los bonos transformados en préstamos. Entonces, estaba claro que una oferta de canje de los bonos que permanecían en circulación podría fácilmente alcanzar la proporción de votos para aprobar las cláusulas de salidas consentidas, particularmente para los bonos más importantes, que acarrearaban intereses más altos.

En el momento del cierre del canje de los bonos por préstamos garantizados, el gobierno ya había designado un grupo consultivo de banqueros para la preparación de la oferta. El grupo consultivo estaba integrado por Jacob Frenkel, Bill Rhodes y Joe Akerman. El propósito de dicha junta consultiva era demostrar que la Argentina quería llevar a cabo las negociaciones de buena fe.

El objetivo era canjear los antiguos bonos por nuevos con el mismo capital pero con un interés máximo del 5% y con una extensión de la maturity de tres años. Implicó una diferencia de 200 puntos básicos con la tasa de interés pagada en los préstamos garantizados debido a que los últimos habían sido emitidos bajo ley argentina. 200 puntos básicos era el margen normal de intereses requerido para aceptar la jurisdicción local.

Desafortunadamente el FMI anunció la suspensión del programa el 5 de Diciembre del 2001 y el gobierno cayó el 20 de Diciembre. Los pagos sobre la deuda externa fueron formalmente suspendidos el 28 de Diciembre y el default completo de la deuda pública vino unos pocos días después, cuando el Presidente Duhalde anunció la "Pesificación" de todos los contratos denominados en moneda extranjera bajo ley argentina.

Deuda pública argentina (miles de millones de USD)		
	31 Dic, 2001	31 Dic, 2013
Total	144	225
Bonos públicos	55	154
Moneda nacional (ley local)	2	33
Moneda extranjera (ley local)	9	66
Moneda extranjera (ley extranjera)	45	55
- Bonos emitidos en el pasado		29
- Holdouts estimados		20
- Bonos Repsol		6
Préstamos	83	52
Préstamos garantizados (del canje)	42	3
Organismos internacionales	32	19
Instituciones oficiales	5	10
Bancos comerciales	2	5

Banco Central		30
Letras del tesoro	7	4
Otros acreedores	2	4

Fuente: Domingo Cavallo/Ministerio de Economía de la Argentina

La decisión de transformar dólares en pesos implicó que el canje a préstamos garantizados fue revuelto- por lo que el stock total de bonos que existían antes de la primera etapa del proceso de reestructuración ordenada de la deuda estaba ahora en default, no solamente aquellos que no habían sido transformadas en préstamos garantizados.

El nuevo gobierno decidió mantener la suspensión de los pagos por un período largo de tiempo y el programa ordenado de reestructuración fue completamente abandonado.

Teniendo la oportunidad de ofrecer dos canjes sucesivos, en 2005 y en 2010, el gobierno de los Kirchner no intentó aplicar las Cláusulas de Salidas Consentidas y sancionó una ley declarando que la deuda con los holdouts nunca sería pagada. Al mismo tiempo, incluyeron la cláusula RUFO (siglas en inglés de derechos sobre futuras ofertas) en los bonos reestructurados que otorga a los tenedores de bonos el derecho de solicitar igual trato que los holdouts si antes del 31 de Diciembre del 2014 se les paga en mejores condiciones que aquellas que fueron aceptadas en los canjes del 2005 y del 2010.

Entonces, ahora, después de la decisión de la corte de Nueva York, Argentina se enfrenta a una situación que es peor a la que se enfrentó en Diciembre del 2001.

Podemos concluir que cuando un país pierde acceso a los mercados internacionales de capitales debe evitar un default desordenado de la deuda. Debería buscar el respaldo de las organizaciones financieras internacionales (principalmente la del FMI) y llevar a cabo una negociación de buena fe.

Si los bonos a ser reestructurados no incluyen CACs, el país debería tratar de utilizar Cláusulas de Salidas Consentidas o algún tipo de mejora para asegurar la mayor participación posible. En ningún caso los nuevos bonos deben incluir cláusulas RUFO.

Si para algunos bonos los holdouts tienen algún poder bloqueador, es mejor negociar con ellos de forma separada que comprometerse en una larga disputa judicial. Los casos de Uruguay en 2002 y Grecia en 2012 son buenos ejemplos de procesos de reestructuración ordenada de la deuda.

Domingo Cavallo es socio en Global Source Partners. Fue ministro de economía de Argentina entre 1991 y 1996, y de nuevo en 2001. LatinFinance lo nombró Hombre del Año en 1992 por el programa de estabilización que incluyó fijar el austral al dólar después de una prolongada inestabilidad.