

- Domingo, 28 de junio de 2015

- Edición impresa

## **Salir del default, la pulseada que le tocará librar al sucesor de CFK**

**El próximo presidente deberá encarar la negociación con los holdouts. Los antecedentes inmediatos son el pago de un embargo que hizo Perú en 1995 y cuando Mendoza revirtió sentencias en 2004.**

Redacción LA

La negociación con los holdouts y los otros acreedores que reclaman trato igualitario o me too será parte de la agenda del nuevo gobierno.

Suponiendo que la nueva administración quiera reanudar inmediatamente las negociaciones, el interrogante es cuán duros seguirán siendo los acreedores al evaluar las ofertas argentinas, que se espera que incluyan principalmente bonos a largo plazo, poco o nada de cash y quizá una emisión de un bono en dólares para obtener divisas.

Sin antecedentes de países que hayan renegociado tras una sentencia firme favorable a los holdouts, el nuevo Gobierno sólo podrá inspirarse en la experiencia de Perú, en 1995, que pagó tras un embargo, y en la de Mendoza, en 2004, que revirtió sentencias en primera instancia.

La nueva administración nacional también podría intentar seguir como hasta ahora: Carlos Zannini, el precandidato oficial a vicepresidente de la Nación, en agosto del año pasado, junto al ministro Axel Kicillof, defendió en el Congreso la estrategia oficial y sostuvo que “es mentira” que el Gobierno sea “duro negociando con el futuro del país”.

En un escenario continuista, el país enfrenta riesgos: que se acelere alguna serie de bonos (es decir, que los titulares de bonos reestructurados demanden el pago adelantado inmediato del total de los intereses y el capital), que podría forzar a una nueva y costosa reestructuración de todos los bonos; y que nuevos buitres compren bonos de la reestructuración defaulteada y no quieran entrar a la nueva.

A un año del fallo del juez Thomas Griesa que impide que el país pague los bonos reestructurados de 2005 y 2010 hasta que se llegue a un acuerdo con los holdouts y, desde las últimas semanas, con los me too, el status jurídico del país sigue igual, lo cual restringe el acceso a financiamiento externo a tasas razonables. Si bien a fines de 2014 se esperaba que el 1º de enero, tras expirar la cláusula RUFO -que impedía al país ofrecer mejores condiciones de canje a las de 2005 y 2010- recomenzaran las negociaciones, eso no sucedió.

Hace dos semanas, Griesa dispuso que la Argentina debe pagar U\$S 5.400 millones a más de 500 acreedores que se sumaron a la demanda de los fondos NML y Aurelius contra el país por su deuda impaga. Estos acreedores reclaman trato igualitario antes de poder pagar la deuda reestructurada. De este modo, estos U\$S 5.400 millones se suman a los U\$S 1.330 millones más intereses de la demanda inicial.

El Gobierno consideró al fallo de Griesa una “nueva aberración jurídica” que “hace imposible que en la práctica se llegue a una verdadera solución al conflicto”. Pero tarde o temprano, la próxima gestión deberá acordar con los holdouts y los me too. ¿Qué ofertas, aceptables para los acreedores, estará en condiciones de hacer la Argentina? ¿Qué antecedentes exitosos hay de negociaciones de este tipo?

### **Techo y piso**

En la discusión con los fondos buitres hay dos dimensiones cruciales: cuánto y cómo. Respecto de la primera, es decir, el monto total de la deuda que surge del cumplimiento de la sentencia, Maximiliano Castillo Carrillo, director de Análisis de Coyuntura Macroeconómica (ACM), sostiene que “se debe y se puede negociar una quita para alcanzar un entendimiento”.

“El próximo gobierno deberá definir, en primer lugar, una estrategia de negociación, lo cual requiere previamente un buen diagnóstico de la situación de cada bonista o grupo de bonistas”, considera Jorge Todesca, presidente de Finsoport.

Según las planillas del Ministerio de Economía, asegura el exviceministro, la deuda no regularizada es de U\$S 6.567 millones y los intereses totalizan U\$S 5.282 millones, lo cual arroja un total de U\$S 11.849 millones.

“El Gobierno maneja una cifra de U\$S 20.000 millones, que seguramente suma intereses punitivos”, evalúa el titular de Finsoport, para quien “éste es un techo de aspiraciones de los acreedores: capital al 100%, más intereses, más punitivos” y será “la posición de arranque de los fondos buitres”.

“La cuestión es identificar el piso del lado argentino y a partir de allí negociar sobre la base de que ingrese el 100% de los bonistas o de que un número menor que no entre no tenga la posibilidad de que su eventual reclamo sea recibido en la Justicia”, plantea Todesca.

“El piso para los acreedores seguramente será el valor de compra, más los gastos de litigio y una tasa de interés por el tiempo transcurrido. En ese entorno conceptual podría ubicarse la propuesta argentina”, opina el exviceministro y ejemplifica: si se aplicara una quita de 70% sobre el capital y los intereses originales -considerando el valor de compra de los bonos- se estaría en un número base de unos U\$S 8.300 millones, a los cuales habría que agregar los costos del litigio y algún interés punitivo.

“La forma de pago no podría ser otra que a través de bonos, dado el nivel de reservas internacionales de la Argentina”, evalúa Todesca, para quien sólo simbólicamente podría efectuarse algún pequeño pago en efectivo.

## Mendoza y Perú

Una de las dificultades para anticipar el resultado preciso de la negociación es la falta de casos equivalentes al argentino. Si bien los economistas Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart, de la Universidad de Harvard, contabilizaron desde 1800 hasta la década de 2000 unos 250 defaults declarados por Estados, es decir, un promedio de más de uno por año, con sus consecuentes reestructuraciones, el caso local es excepcional porque los holdouts ya tienen un fallo firme favorable.

No obstante, en la Argentina está el antecedente de Mendoza. “En 2004, con el entonces gobernador de Mendoza, Julio Cobos, en 2004 diseñamos una estrategia legal anti buitres en el canje de esa provincia”, describe Etchebarne.

“Si bien los holdouts lograron el dictado de cautelares en Nueva York, impidiendo la consumación del canje, revertimos las medidas en primera instancia y en seis meses ganamos todos los juicios, sentando el primer precedente a nivel mundial en contra de acciones del tipo el pari passu”, continúa.

“No hay ningún otro precedente como el de la Argentina”, enfatiza. Según el abogado experto en reestructuraciones, “si la Argentina hubiera derogado la ley cerrojo, junto a otras medidas y una estrategia judicial distinta, se podría haber evitado que el problema del pari passu pase de U\$S 1.700 millones a U\$S 8.000 millones” y actualmente “hay que evitar que el problema pase de U\$S 8.000 millones a U\$S 25.000 millones”.

“La situación argentina de haber llegado a un default es inédita”, enfatiza Luciano Cohan, economista jefe de Elypsis, quien destaca que, en el caso argentino, “no se trata de una mera reestructuración de deuda, sobre la que hay muchísimos casos para comparar, sino de holdouts que hicieron juicio y lo ganaron”.

“Nunca hubo ejemplos exitosos para los países afectados, pero sí para los buitres”, explica Alejandro Banzas, economista jefe de Reporte Económico. Como ejemplo, plantea que, cuando Perú en 1995 se disponía a cumplir con el Plan Brady, el fondo Elliot, que ahora persigue a la Argentina, se hizo de unos U\$S 20 millones en papeles de la deuda soberana peruana pagando U\$S 11 millones.

Al año siguiente, cuando Perú se disponía a pagar a los acreedores que habían entrado en la reestructuración, un fallo de segunda instancia en Nueva York se pronunció a favor de los fondos buitres, y Perú optó por pagarlo ante el embargo de las divisas giradas.

“Cualquier similitud con la realidad argentina no es mera coincidencia”, advierte el economista Alejandro Banzas.

“Comparar el caso argentino con experiencias pasadas es complicado, ya que no hay precedentes similares”, concuerda Ritondale.

En general, los fallos favorables que obtuvieron los fondos buitres en otras experiencias fueron muy inferiores al fallo del pari passu y sus potenciales implicancias futuras como los me too. Por ende eran relativamente baratos de afrontar respecto de potenciales costos de desobedecer el fallo. Como es habitual, Argentina se encuentra en una situación inédita que no tiene antecedentes comparables.

Como Banzas, Castillo advierte que “lo que muestra la experiencia internacional y la de otras reestructuraciones es que más temprano que tarde se terminan imponiendo las decisiones judiciales que favorecen a los holdouts; o los gobiernos logran ponerse de acuerdo antes de concluir el proceso judicial”.

En la mayoría de los casos, destaca el director de ACM, “estas ‘soluciones’ suelen ser extremadamente injustas con los acreedores que aceptaron la reestructuración y no acudieron a la vía judicial”. “Estos resultados en gran medida se deben a las falencias en el diseño de la arquitectura financiera externa, dado que no hay un mecanismo de solución de insolvencia para los estados”, concluye