

JUAN JOSÉ CRUCES

Una república sin buitres

PARA BAJAR EL COSTO DE INVERTIR
EN LA ARGENTINA PRODUCTIVA



FONDO DE CULTURA ECONÓMICA

MÉXICO - ARGENTINA - BRASIL - COLOMBIA - CHILE - ESPAÑA
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA - GUATEMALA - PERÚ - VENEZUELA

Primera edición, 2016

Cruces, Juan José

Una república sin buitres : para bajar el costo de invertir en la Argentina productiva / Juan José Cruces. - 1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Fondo de Cultura Económica, 2016.- (Economía)
180 p. ; 21 × 14 cm.

ISBN 978-987-719-106-6

1. Economía global. I. Título.
CDD 330.82

Armado de tapa: Juan Balaguer

D.R. © 2016, FONDO DE CULTURA ECONÓMICA DE ARGENTINA, S.A.
El Salvador 5665; C1414BQE Buenos Aires, Argentina
fondo@fce.com.ar / www.fce.com.ar
Carr. Picacho Ajusco 227; 14738 México D.F.

ISBN: 978-987-719-106-6

Comentarios y sugerencias: editorial@fce.com.ar

Fotocopiar libros está penado por la ley.

Prohibida su reproducción total o parcial por cualquier medio de impresión o digital, en forma idéntica, extractada o modificada, en español o en cualquier otro idioma, sin autorización expresa de la editorial.

IMPRESO EN ARGENTINA - *PRINTED IN ARGENTINA*
Hecho el depósito que marca la ley 11723

ÍNDICE

<i>Agradecimientos</i>	11
<i>Prefacio</i>	13
<i>Introducción</i>	15
I. <i>La economía de las inversiones riesgosas y el costo del descrédito</i>	21
II. <i>¿Quiénes son nuestros acreedores y por qué emitimos deuda que termina en manos de buitres?</i>	43
III. <i>Marco jurídico de las reestructuraciones de deuda soberana</i>	69
IV. <i>Nuestra reestructuración en perspectiva internacional comparada y la historia de los juicios</i>	103
V. <i>Una solución para bajar el costo de invertir en la Argentina productiva</i>	155
<i>Apéndice. Fuentes de datos</i>	165
<i>Referencias bibliográficas</i>	169
<i>Índice de nombres</i>	179

*A los hombres y mujeres que trabajan sin descanso
por un futuro mejor*

AGRADECIMIENTOS

AGRADEZCO especialmente a los investigadores alemanes Julian Schumacher y Christoph Trebesch por compartir datos de sus trabajos y por las discusiones mantenidas en la elaboración de este libro. En dicho proceso, me beneficié además de comentarios y críticas de Diego Faroni, Gabriel Gómez-Giglio, Ricardo López Murphy, Claudio Loser, Daniel Marx, Horacio Spector, Juan Gabriel Tokatlian, y de participantes en seminarios en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales, la Fundación Cívico Republicana, la Universidad de Buenos Aires y la Universidad Torcuato Di Tella. También me fueron muy útiles las discusiones durante los almuerzos con mis colegas Pablo Gerchunoff, Bernardo Kosacoff, Lucas Llach, Germán Lódola, Nicolás Merener y Guido Sandleris. Obviamente que la responsabilidad por los errores remanentes y por las interpretaciones personales de los hechos es por completo mía. Agradezco también a Francisco Cravero, Bárbara Ferraresi, Patricio Goldstein, Victoria Lacasa, Tomás Sanguinetti, y Agustín Soula por su excelente ayuda en esta investigación. Una mención individual merece el abogado Federico Varni, quien, además de ayudarme en los aspectos jurídicos de la investigación, fue la referencia de cabecera para los temas vinculados a los juicios entablados contra la República Argentina en los tribunales de Nueva York. Finalmente, agradezco a mi esposa e hijos por las discusiones mantenidas, por la contención recibida y por perdonarme todas las horas que no les dediqué para poder escribir este libro.

PREFACIO

A PARTIR de mi tesis doctoral, me dediqué al estudio del costo que tienen para los países y las empresas los incumplimientos de contratos financieros, incluyendo los *defaults* soberanos. Mi querida abuela me predestinó para ello sin buscarlo, en una conversación a solas en su casa, mientras tomábamos mate una tarde cuando tenía 7 años. Ella era una persona muy ahorrativa y enormemente agradecida por las oportunidades que la Argentina del siglo xx le había dado a los miembros de una pujante clase media recién inmigrada y con hambre de gloria. Sin embargo, me advirtió: “Nunca jamás compres bonos argentinos, porque yo tenía muchos ahorros en bonos y la inflación me los robó”.

Como economista académico, el foco de mi producción profesional ha estado orientado a la docencia de posgrado, a la gestión universitaria y a escribir para que me lean otros especialistas. Este libro persigue un objetivo distinto. El 16 de junio de 2014, la Corte Suprema de Estados Unidos confirmó la sentencia de tribunales inferiores contra la República Argentina en el juicio por la cláusula *pari passu*. Esto nos puso en una situación muy comprometida. En ese momento sentí el deber moral de devolver a nuestro país una parte de lo mucho que tuve la suerte de recibir de él. Creo que abunda la desinformación y el uso intencional de verdades a medias por parte de los distintos actores de este conflicto, lo cual nos pone en riesgo de tomar malas decisiones. De modo que mi contribución es tratar de responder con lenguaje sencillo por qué nos endeudamos, por qué emitimos deuda bajo ley extranjera, hacer una comparación internacional de la reestructuración de 2005, pasar

revista al problema de los juicios que enfrentamos en Nueva York y proponer lo que, a mi criterio, sería una solución conveniente para nuestro país, que reduzca el costo de invertir en la Argentina productiva.

Este libro es el resultado de este ejercicio, en el cual traté de presentar una visión balanceada y ecuánime de los hechos sin otro interés que contribuir con mi granito de arena al bien común. Ojalá usted pueda disfrutar al leerlo tanto como yo disfruté al escribirlo.

Buenos Aires, diciembre de 2015

POSDATA: Pensando en el lector con escaso tiempo disponible, los puntos principales del libro están sintetizados en los cuadros y gráficos y en la explicación que hay debajo de cada uno de ellos. Para permitir esta lectura rápida, los epígrafes sintetizan (y a veces repiten) conceptos que están en el texto principal.

INTRODUCCIÓN

¿QUÉ HACER con los buitres? En años recientes, la sociedad argentina se ha dividido en posiciones irreconciliables sobre este tema. Según una encuesta de Poliarquía Consultores (2014), el 47% de la población sostiene que Argentina llegó hasta esta situación por un mal manejo del gobierno, mientras que el 42% declara que la responsabilidad es del sector financiero internacional, que está perjudicando al país. Más aún, el 26% de nuestros compatriotas piensa que el juez Griesa actúa imparcialmente haciendo cumplir las leyes, mientras que el 51% cree que actúa favoreciendo los intereses de los *holdouts*.¹ Estoy convencido de que, más allá de las legítimas diferencias ideológicas, gran parte de nuestras divisiones surgen de la desinformación acerca de los hechos. Una persona puede preferir viajar en automóvil y otra en lancha, pero, si deben cruzar juntas de una isla a otra, la discusión se complica si el mapa que tiene un viajero muestra un puente que no figura en el del otro. Algo similar ocurre con el problema de los *holdouts*. Este libro aspira a contribuir al debate público proveyendo información certera y una propuesta de solución sobre un tema tan controvertido.

Muchos *holdouts* son personas ahorrativas como algunos lectores o yo mismo, que compraron bonos argentinos

¹ *Holdouts* son los tenedores de bonos en *default* que rechazaron las reestructuraciones que Argentina ofreció en 2005 y en 2010. Por oposición a ellos, *hold-ins* son los tenedores de bonos viejos que sí aceptaron alguna de estas dos reestructuraciones y consecuentemente canjearon sus bonos viejos por bonos nuevos.

bastante antes del *default* con la expectativa de mantenerlos como vehículo de ahorro de largo plazo y pensando que serían pagados en tiempo y forma. Han considerado que las ofertas de canje eran confiscatorias de sus derechos y no las aceptaron. Algunos *holdouts* han litigado y vienen obteniendo sentencias a favor desde el año 2003. Sin embargo, hasta el momento del cierre de este libro, el gobierno argentino no las ha pagado. Si bien los buitres son una fracción pequeña del total de personas *holdouts*, poseen la mayor cantidad de capital en litigio. Los buitres, y algunos pocos bonistas no buitres, han llevado el tema a otro juicio invocando el incumplimiento de la cláusula de trato igualitario (o *pari passu*) contenida en los contratos de los viejos bonos. Su argumento es que, si se paga a los *hold-ins*, se debe pagar también a los *holdouts* en igual proporción de su acreencia. El juez Griesa les dio la razón, que fue confirmada por su tribunal de alzada y consentida por la propia Corte Suprema de Estados Unidos. Además, nuestro gobierno no pudo hacer una mejor oferta antes de 2015 por una cláusula contenida en los canjes previos que establecía que, si la hubiese hecho, debería haber ofrecido iguales términos al 93% de acreedores que ya los aceptaron. Durante 2015, tampoco se cerró el tema, y quedó abierto para que lo retome el nuevo gobierno que asumió en diciembre de ese año.

Cumplir la sentencia nos enfrenta a dilemas éticos en ambos lados de la grieta que divide a nuestra sociedad. En primer lugar: ¿es justo pagarles a los *holdouts* en mejores términos que a los *hold-ins*, cuando dicho pago solo es factible porque los *hold-ins* aceptaron reducir sus acreencias bajo la promesa de que nunca se pagaría en mejores términos a los *holdouts*? Tal vez no sea “justo”, pero es lo que establecen los contratos, ya que bajo la ley elegida para regirlos no hay forma de forzar a los *holdouts* a aceptar lo mismo que los *hold-ins*. Pero que sea un juez quien nos fuerce a pagar distinto a unos acreedores que a otros pa-

rece darse de bruces con la interpretación más elemental de la palabra “justicia”.

En segundo lugar, si de cumplir promesas se trata, el texto de los contratos de los bonos en *default* no podría ser más claro:

Los títulos de deuda serán obligaciones directas, incondicionales, sin garantía específica e insubordinadas de la Argentina y tendrán una posición *pari passu* y sin preferencia entre ellas. Argentina compromete su plena buena fe y crédito para realizar todos los pagos de capital e intereses sobre los títulos de deuda a su vencimiento [...] Las obligaciones de pago de la Argentina bajo los títulos de deuda tendrán un privilegio al menos igual a toda otra deuda externa, futura y presente, no garantizada e insubordinada (República Argentina, 2000: 4 y 5).²

No parece muy ético argumentar que Argentina tuvo entre 2003 y 2012 su mejor década de desempeño económico desde 1810, pero que a la vez está en una situación de tal emergencia que le impide cumplir con una promesa tan contundente hecha por un gobierno democrático y solo puede hacerlo con una quita del 73 por ciento.

A veces se sostiene que el reclamo de los *holdouts* es abusivo porque algunos buitres compraron los bonos a 23 dólares por cada 100 de valor nominal en momentos de crisis.³ Pero lo cierto es que nuestro país tomó prestados 100 dólares de los inversores originales, y no ha estado dispuesto a devolver dicho dinero en mejores términos que su oferta de 2005 a aquellos que aún son *holdouts*.

² Todas las traducciones de citas de textos en otras lenguas pertenecen al autor; a menos que se indique lo contrario.

³ Utilizamos las palabras “pagaré” y “bono” como sinónimos. En los cuadros, gráficos y fórmulas las cifras de dinero están expresadas en dólares estadounidenses e indicadas con el signo \$.

En tercer lugar, la historia sugiere que a veces los países necesitan inexorablemente reestructurar sus deudas. Esto puede ser bueno tanto para la inmensa mayoría de la gente de a pie, que jamás podrá ahorrar en bonos, como para los mismos acreedores. Pero, si se sienta jurisprudencia en la que se automatiza el mecanismo para que los *holdouts* cobren la deuda en los términos originalmente pactados, se mina la posibilidad de ejecutar canjes que serían beneficiosos para todos. De modo que surge un tercer dilema ético: ¿queremos consentir esto, a sabiendas de que conspira contra el éxito de futuras reestructuraciones de cualquier país?

Por último, hay un cuarto dilema ético, para mí mucho más importante que los tres anteriores: seguir postergando una solución con los *holdouts* dificulta enormemente conseguir capital para nuevas inversiones productivas en Argentina y nos somete a una volatilidad macroeconómica que es tan excesiva como evitable. Como en cualquier crisis, los más dañados son los más pobres. ¿Es ético infligir este daño a nuestros conciudadanos más débiles para hacer honor a nuestros pruritos éticos anteriores? Y más allá: ¿qué es lo más conveniente para Argentina hacia el futuro?

En la década de 1980, los principales países de América Latina estaban en *default*. Hoy casi todos tienen una alta calidad crediticia que les permite conseguir capital apenas más caro que al Tesoro estadounidense, el deudor con menos riesgo del planeta. Lamentablemente, nosotros no pudimos mejorar nuestra calidad crediticia y nos quedamos afuera de esa “fiesta”. ¿Fue así? ¿Por qué? ¿Qué deberíamos hacer para ser más dignos de crédito en el futuro? A su vez, nuestra sociedad vivió desde 2003 una bonanza inusitada, en parte resultante de un estilo de política económica muy distinto al de la mayoría de los países de la región. Millones de argentinos vivieron su gran “fiesta” en décadas, de modo que no comprenden cuál es la que se perdieron por carecer de una mejor calidad crediticia.

Interpreto que la reestructuración de la deuda argentina en 2005 fue una de las políticas del gobierno kirchnerista que gozó de mayor consenso en nuestra sociedad. Sin embargo, la tasa de aceptación de este canje por parte de los acreedores fue muy baja para estándares internacionales. La quita que aceptaron los *hold-ins* al momento del canje fue muy alta, tanto en valor absoluto como comparada con las quitas que hicieron otros deudores soberanos en similares circunstancias. El resultado es que muchos acreedores han litigado. Es importante comprender que, de los 16 canjes ejecutados entre 1998 y 2009 (más Grecia-2012), la mitad no generaron juicios de acreedores institucionales en tribunales de Estados Unidos, Inglaterra o el tribunal del Banco Mundial que atiende diferendos en temas de inversiones. De los ocho restantes, cinco canjes generaron un solo juicio, Ecuador-2000 generó dos juicios, Iraq-2006 diez y Argentina-2005 41.⁴ A fines de 2010, había un total de 43 juicios de *holdouts* pendientes de resolución; cuarenta de ellos eran contra Argentina, y explicaban el 96% del volumen monetario total litigado. Deduzco que no hay un problema generalizado de la arquitectura financiera internacional, pero nosotros sí tenemos un problema importante. Cuanto antes lo resolvamos, tanto mejor para nuestros conciudadanos más vulnerables.

Este libro pretende responder estas fascinantes y espinosas preguntas en lenguaje accesible y sin presuponer conocimientos previos, de modo que pueda ser comprendido mucho más allá del reducido círculo de expertos. Está organizado así: el capítulo I introduce el tema de los préstamos sujetos a riesgo de crédito y caracteriza los tipos de inversores en estos mercados. La presencia de riesgo país da lugar

⁴ Siguiendo la práctica habitual en la literatura sobre estos temas, el nombre de un país seguido de un año indica una reestructuración de su deuda soberana cerrada en ese año.

a diferentes reacciones, que se analizan en el capítulo II. Allí también se abordan las críticas a los fondos buitres, se explica por qué emitimos deuda y qué habría que hacer para tener más soberanía económica hacia el futuro. El capítulo III presenta el contexto jurídico general de las reestructuraciones, caracteriza el mapa de estos litigios y pasa revista a las propuestas para mejorar la arquitectura jurídica internacional referida a estos contratos. El capítulo IV compara la quita de nuestro canje de 2005 con todas las reestructuraciones efectuadas por otros países luego del Plan Brady, y analiza si la magnitud de nuestra quita podría justificarse por circunstancias particularmente gravosas que nos afectaron más a nosotros que a otros deudores. Luego se compara la litigiosidad que ha sucedido a los canjes de distintos países. Una cronología de los juicios de *holdouts* contra nuestro país en Nueva York cierra este capítulo. El libro concluye con una propuesta de gestión de este problema que permita bajar el costo del capital para financiar inversiones productivas en nuestro país hacia adelante.