

El Sobreendeudamiento Soberano en Debate

JORGE JAURI



A N Á L I S I S Y P R O P U E S T A S

**FRIEDRICH
EBERT** 
STIFTUNG

REPRESENTACIÓN EN URUGUAY

Democracia, Género y Equidad:
aportes para el debate sobre
los mecanismos de acción afirmativa

CONSTANZA MOREIRA
NIKI JOHNSON

El Sobreendeudamiento
Soberano en Debate

JORGE JAURI

Los trabajos que publicamos son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no representan necesariamente el pensamiento de la Fundación Friedrich Ebert. Se admite la reproducción total o parcial, a condición de mencionar la fuente y se haga llegar un ejemplar.

Jorge Jauri

Es periodista, uruguayo, especializado en economía, tiene un grado de Economía para el Desarrollo CLAEH 1979–1982. Es asesor de CARE Calificadora de Riesgo.

FRIEDRICH EBERT STIFTUNG
FESUR – Representación en Uruguay
Plaza Cagancha 1145, piso 8
Casilla 10578, Suc. Pluna
e-mail: fesur@fesur.org.uy
<http://www.fesur.org.uy>
Tels.: [++598 2] 902 2938 / 39 / 40
Fax: [++598 2] 902 2941

Realización gráfica integral: www.glyphosxp.com

El Sobreendeudamiento Soberano en Debate

*Un encuentro, varias visiones, experiencias actuales,
una perspectiva diferente y algunas interrogantes para
retomar el debate*

JORGE JAURI



julio 2003

A N Á L I S I S Y P R O P U E S T A S

Indice

SECCIÓN I. NOTICIA Explicación del documento	5
SECCIÓN II. SÍNTESIS GENERAL Idea general sobre contenidos y principales conclusiones integradas	6
SECCIÓN III. LA DEUDA EXTERNA EN DEBATE Actualización del estado del endeudamiento soberano de los países emergentes con datos agregados disponibles a mayo 2003, información respecto a la evolución de la discusión sobre las nuevas propuestas de negociación de la deuda, reflexiones surgidas de lo nuevo y aportes para la conformación de una nueva agenda	8
SECCIÓN IV. EL CASO URUGUAYO: UNA EXPERIENCIA INÉDITA Reseña del diseño y ejecución de la operación de canje de deuda realizada por el gobierno uruguayo entre abril y mayo 2003 como aporte para futuras experiencias	15
SECCIÓN V. UN APORTE EMERGENTE PARA SUPERAR LA CRISIS Síntesis de la discusión, conclusiones y propuestas del Seminario sobre Deuda Externa realizado en Montevideo Uruguay en marzo de 2003	20

23

ANEXO 1

Los Nuevos Bonos de Uruguay listados en Bolsas norteamericanas

Detalle oficial sobre los nuevos documentos de deuda emitidos por el gobierno uruguayo

25

ANEXO 2

Nuevos Bonos de Uruguay – Innovación y riesgos

Explicación de las innovaciones y cambios de condiciones logrados en el canje

32

Referencias y vínculos documentales

sección I.

Noticia

El presente documento integra la actualización a mayo de 2003 de la información disponible sobre el estado de la deuda de los países no desarrollados, una contribución al debate sobre la causalidad y consecuencias del endeudamiento público en estos países, una noticia de la experiencia de reprogramación de la deuda soberana de Uruguay en condiciones muy

novedosas y, por último, intenta vincular estos elementos a una discusión más global sobre los temas del endeudamiento en el relatorio de un seminario internacional realizado en Uruguay en marzo de 2003. El documento fue preparado y redactado por Jorge Jauri a solicitud de FESUR Uruguay.

Rápidamente los temas vinculados al endeudamiento o sobreendeudamiento de las economías emergentes se han transformado en uno de los capítulos más trascendentes y ricos de la discusión económica, político y social del mundo entero. Lejos de ser una temática vinculada a los problemas de las economías emergentes, las implicancias del sobreendeudamiento sobrevuelan la discusión de las economías desarrolladas y últimamente han sido jerarquizadas en la revisión de las estrategias estabilizadoras de las organizaciones del consenso de Washington. La deuda ha crecido en escenarios de apertura financiera y globalización a dimensiones insoportables en la estructura actual y, en tanto, las magnitudes y consecuencias de este endeudamiento atentan contra la estabilidad económica y política internacional. El Fondo Monetario estima que el próximo año los países desarrollados pagarán U\$S 319 mil millones de

dólares por el servicio de sus deudas públicas, casi cinco veces más de lo que pagaban al término de la década maldita de los 80', período en la cual la deuda pasó a constituirse en el embrión de un potencial cataclismo económico mundial. Empero, la deuda no es sólo un problema de montos. Actualmente es, quizás, la principal traba al desarrollo sustentable de las economías emergentes. La ponderación del endeudamiento soberano en las matrices de riesgo de naciones y empresas nacionales inhibe cualquier ensayo de competencia global de las empresas públicas o privadas de estos países. Su estructura es causalmente patógena y cualquier solución que rebase las alternativas coyunturales que se ejercitan actualmente debe atender varios frentes de elaboración y confrontación: Entre ellos la revisión de las políticas de endeudamiento y la relación que con ellas tiene el conjunto de la sociedad: la modificación de los

marcos reguladores y la vinculación global de esos cambios: naturalmente estas soluciones de largo plazo deben apuntar a construir un nuevo marco normativo de la contratación del endeudamiento con flexibilidad para la negociación y el respeto de esos derechos previamente acordados en nuevos documentos. En esta perspectiva es importante vincular los problemas del corto y mediano plazo, las experiencias actuales de países y pueblos sin tiempo para aguardar el nuevo ordenamiento, con los avances en la construcción de esos nuevos marcos legales. Las agresivas propuestas de Anne Krueger para ese nuevo reordenamiento de esa nueva legalidad han sido rechazadas dejando un amplio campo abierto a la iniciativa de pueblos y gobiernos respecto a las formas de afrontar el pago del sobreendeudamiento, en camino hacia la construcción de una nueva legalidad en la materia. Es probable que las nuevas experiencias de negociación y la propia urgencia de flexibilizar la negociación de las deudas impacte en la discusión de los organismos multilaterales en los próximos meses. Pese

a lo cual es claro que sin modificaciones en la jerarquización de la atención social sobre los problemas de la deuda será muy difícil mejorar la actual brecha que separa a deudores y acreedores.

Importa canalizar todo esto en una perspectiva utilitaria, concreta. Quizás sea posible plantear los trabajos próximos sobre tres vertientes de aporte común:

- i. hallazgo y generalización de modelos de refinanciación y reperfilamiento de la deuda en el corto plazo con incorporación de jurisprudencia a nivel global. Solución transitoria pero vinculada a la obtención de nuevas formas de acceso al financiamiento de corto y mediano plazo con tasas accesibles.
- ii. monitoreo y control del vínculo deuda/ resultado fiscal
- iii. mejoras en la regulación nacional del sistema financiero y los mercados de capital con vínculos al sistema internacional de regulación y calificación.

sección III.

La deuda externa en debate

La riqueza de la vida ha vuelto a superar la teoría. Varios países emergentes, en América Latina en particular, sin tiempo ni posibilidades formales de modificar las normas legales que regulan el potencial de negociación de sus sobreendeudamientos y acuciados por la necesidad de mantener el financiamiento externo de sus economías han incursionado directamente en novedosas formas de negociación. Incluso, algunos han vuelto al mercado de deuda soberana con modificaciones interesantes en los nuevos contratos.¹ En otros han construido ingeniosas fórmulas de reperfilamiento con mecanismos que sin dejar de ser comprensivos y voluntarios

han logrado quitas y extensión de plazos.² Incluso, en el caso más extremo de la realidad latinoamericana como es el argentino, desde el default, han logrado retomar el acceso a la negociación con los organismos multilaterales procurando fórmulas de defensa y amparándose en la decisión de una corte neoyorquina que, suponiendo una futura operación de reestructura, ha bloqueado una acción de representación del conjunto de los acreedores. Esta negativa a proveer una **class action** a dos demandantes recoge aspectos de la discusión actual sobre la necesidad de buscar elementos de mayor justicia para los países deudores.³

1 México y Brasil.

2 Ver Anexo 2 – Síntesis de la advertencia al inversor sobre las Cláusulas de acción mayoritaria del prospecto de emisión de los nuevos bonos registrado en la SEC.

3 Sentencia del Juez Thomas Griesa (Distrito Sur de Maniatan) en juicio de representación colectiva de acreedores Pedro Kabermann y Stefan Engelsberger vs. Argentina – 12/05/03. El mismo juez que negó la acción de clase había fallado contra la Argentina en una demanda por el pago de U\$S 8 millones el pasado 20 de abril 2003.

Deuda vs. desarrollo

Empero, la deuda pública de los países en vías de desarrollo y de los países de América Latina en particular ya se ha constituido en un problema estructural grave. No sólo supone un costo elevado o un vínculo de dependencia permanente sino que, ahora, desde la perspectiva de la economía de riesgo en un mundo globalizado, estas deudas afectan cualquier desarrollo nacional sea público o privado. El riesgo soberano es un *death line* que opera como una barrera más lesiva aún que las discriminatorias políticas comerciales que imponen los países centrales. El acceso a los mercados de capital y derivados es una práctica inexcusable para cualquier proyecto nacional de entidad; lo cual requiere la construcción de mercados locales de financiamiento no bancario vinculados con los mercados abiertos del mundo. Con ratios de deuda de la entidad que tienen hoy los países latinoamericanos los costos directos e indirectos inhiben cualquier desarrollo independiente, técnica y socialmente sustentable de estos países. A no ser mediante mecanismos muy sofisticados y caros, a las empresas nacionales de estos países, sean públicas o privadas, les resulta imposible evadir el costo derivado de la descalificación crediticia que tienen países con ratios de deuda muy elevados. También en esta perspectiva, la deuda externa o pública es un problema estrictamente vinculado a la capacidad de captar ahorro externo, inversión externa directa o, simplemente, permitir a las empresas nacionales evadir los círculos bancarios cerrados en búsqueda de financiamiento de menor costo y más funcional con la inversión de riesgo.

Pero, además, la deuda es inexcusable como tema de los núcleos familiares con capacidad de generar ahorro. Frente a ellos, el estado compete y debe competir en creciente medida con los demandantes empresariales de crédito público. Es preferible observar al Estado competir y rendir cuentas de sus demandas de fondos ante un mercado de valores transparente y bien regulado que observarlo utilizando su poder coercitivo de aplicar impuestos; sobre todo si esas unidades familiares y los ciudadanos

que deciden colocar sus ahorros en títulos públicos entienden que el control de la gestión del Estado en el mercado es una vía complementaria de afirmación democrática. Pese a que no es el tema del trabajo, no sería conveniente perder de vista este tipo de inferencias que tiene el tema de la deuda pública también sobre la creación de mercado de capital y derivados más profundos con la participación del gobierno y las empresas públicas en la puja sana por la captación del ahorro público.

En la misma dirección, la problemática de la deuda en los nuevos escenarios de globalización genera inferencias de extremo interés. A manera de ejemplo, luego de las crisis bursátiles precipitadas entre 1997 y 2001, han comenzado a aparecer con centralidades nuevas los objetivos de políticas monetarias y cambiarias conjuntas como condición necesaria para la solidificación de los bloques regionales. El eventual relanzamiento del MERCOSUR es un ejemplo acerca de cómo la construcción institucional y económica de un bloque exige la aproximación a la utilización común de mercados e instrumentos financieros que requieren estabilidad y disminución de los riesgos soberanos. En los encuentros y seminarios de discusión de la nueva problemática de la negociación de las deudas soberanas se ha puesto énfasis en la necesidad de tener políticas de bloque respecto a los nuevos procesos de negociación. Ello requiere cierta unidad institucional de los mercados y reguladores regionales, desde los cuales ir a la negociación externa con más fuerza y credibilidad. Pero, a la vez, estas condiciones requeridas exigen avanzar rápidamente en la disminución del peso y el riesgo de la deuda actual. Brasil ha hecho mucho al respecto y a fines de abril de 2003 logró pasar de la renegociación de su deuda con residentes a la emisión de un bono externo contribuyente a mejorar el perfil de sus vencimientos de corto plazo.

Deudas públicas y de masas

Esas reflexiones surgen de la aceptación del problema de la deuda como un inexcusable tema de actualidad. Avanzar en la búsqueda e

implementación de soluciones supone democratizar la información y la didáctica del problema de la deuda, compartir con conjuntos más amplios de la población una problemática hasta ahora encerrada en la discusión de académicos, funcionarios y operadores de mercado. Las deudas externas en marcos de globalización son deudas públicas que, en general, exigen la responsabilidad de centenas de miles de personas. En Uruguay se estima que hay aproximadamente 60.000 ciudadanos tenedores de títulos de deuda del gobierno más los 300.000 trabajadores que vierten sus ahorros previsionales en FAPs del que 50% de capital está obligatoriamente invertido en títulos de deuda del gobierno uruguayo. Se calcula que en la Argentina hay casi medio millón de tenedores de bonos gubernamentales más los que poseen las AFJP. Esta situación, con matices se reitera en Brasil, Chile y el resto de los países. En escenarios de concurrencia masiva como estos, el acceso diferencial a la información de calidad se constituye en un discriminador a tener en cuenta en el diseño de las estrategias.

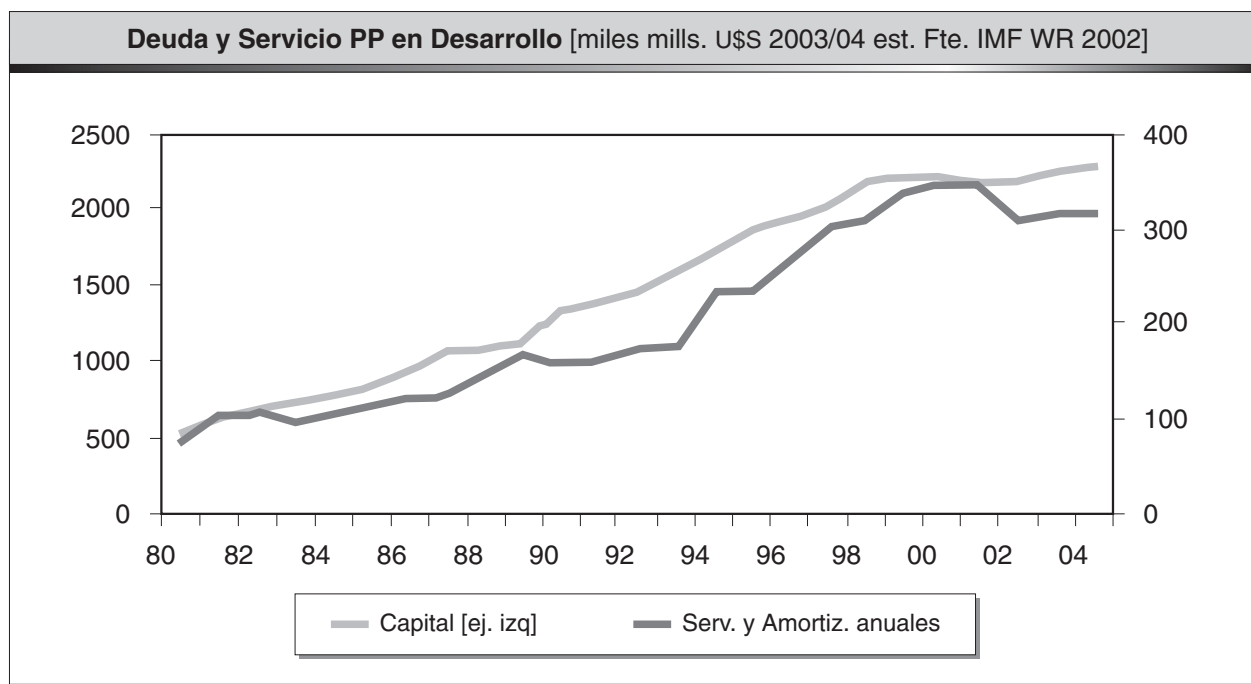
Ubicación actual

La deuda externa o pública tiene connotaciones de diversa índole e inferencias de todo tipo.

Empero importa no perder de vista lo esencial: su dimensión y relación con indicadores como Producto Bruto o ingresos por exportaciones, así como sus relaciones con indicadores que mucho tienen que ver con su generación y crecimiento: términos de intercambio comercial, resultados fiscales, etcétera. Las tendencias que muestran los datos agregados son ilustrativas al respecto [ver gráfico 1].

La deuda de los países pobres es una heredad de la década maldita de los 80; se ha incrementado en los 90 en su propia dinámica, frente a la disponibilidad de financiamiento aún accesible y en la pretensión del financiamiento de las reformas mal diseñadas y peor ejecutadas. Pese al incremento de los montos globales adeudados –siempre difíciles de precisar– es notorio el incremento constante de las amortizaciones de capital e intereses realizados por los países deudores en las últimas décadas. Últimamente, sin embargo, estos netos desembolsados parecerían comenzar a disminuir. Hipotéticamente esto se debería al cambio de condiciones del mercado internacional –cierres derivados del aumento del riesgo y cancelaciones de pagos de algunos países de alta ponderación en la estructura de la deuda global. En las estimaciones también se incorpora la previ-

GRÁFICO 1.



sión del impacto de operaciones de reestructura, renegociación, etcétera.

Si bien los términos de intercambio adversos y las dificultades del comercio han contribuido grandemente a generar y alimentar el endeudamiento de los países emergentes, las correlaciones más fuertes aparecen en los vínculos del desequilibrio fiscal con el sobreendeudamiento.

En América Latina y el Caribe, el endeudamiento es un problema esencialmente vinculado a lo fiscal que, a la vez, se realimenta en el pago de las deudas. Los Estados gastan más de lo que recaudan y cuando logran acceder al crédito externo lo hacen sin prever la retroalimentación de los déficit derivados del nuevo endeudamiento. A la vez, los prestamistas ingresan al círculo con su propia corresponsabilidad.

GRÁFICO 2.

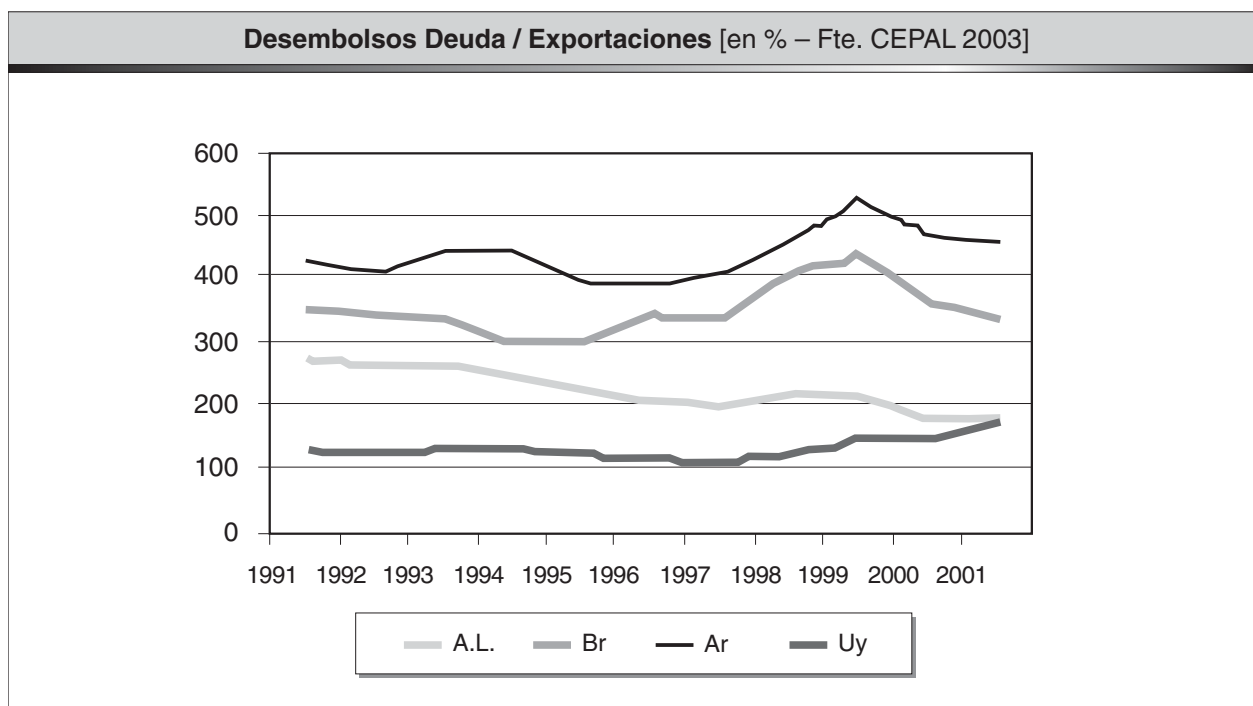
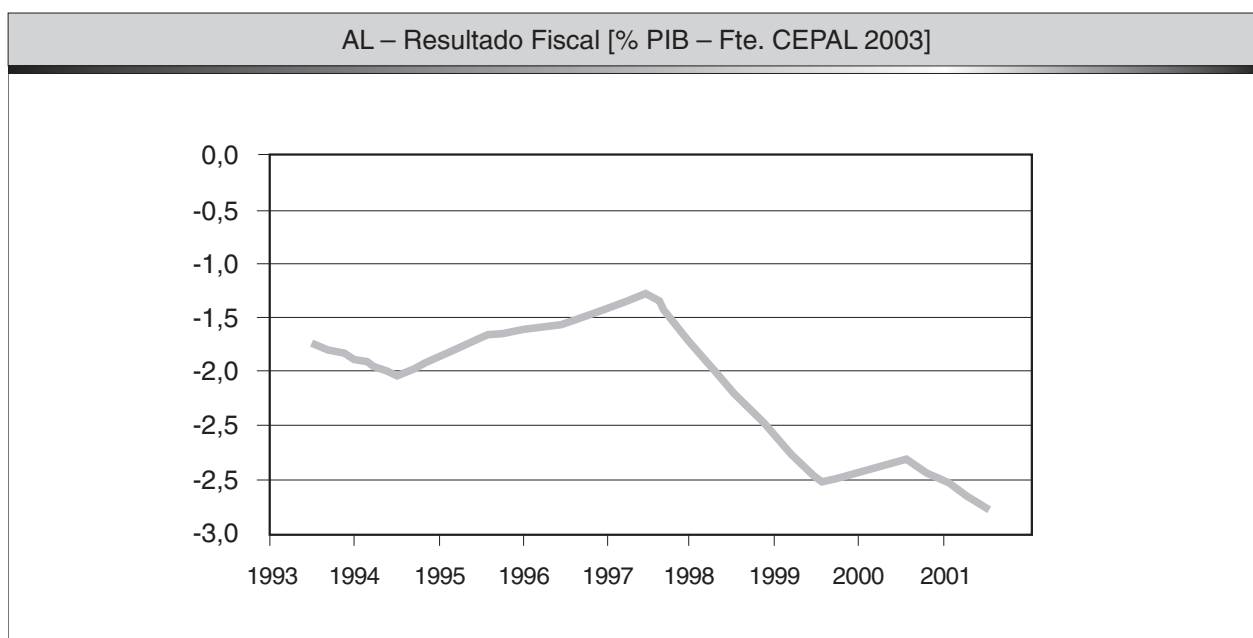


GRÁFICO 3.



Esta, sin embargo es bien diferente según sea la posición y los intereses que tienen respecto al prestatario. Las organizaciones multilaterales canjean créditos contra la predisposición de los Estados de realizar ajustes estructurales y fiscales de dudosa eficacia y peor control de auditoría. Los inversores y prestamistas residentes tienen respecto al Estado una enorme dependencia cultural, vinculada a la aversión natural al riesgo, a los diferenciales de información disponible y los canales de enlace del ahorro interno con destinos de inversión con riesgo más calificado. En algunos casos dicha dependencia alcanza grados de obligatoriedad expresa. Es el caso de los fondos provisionales de los trabajadores cuyas sociedades administradoras están obligadas a colocar una gran proporción de las carteras en la adquisición de papeles públicos independientemente de la calificación de riesgo que estos tengan. En el otro extremo, la deuda pública de los países emergentes y de Latinoamérica en particular es una de las áreas de especulación más suculenta para los fondos de inversión de alto riesgo de los países centrales. Ellos especulan con una relación de rentabilidad y riesgo muy particular que sólo puede ser manejada por grandes corporaciones financieras que conocen los riesgos contractuales y están en condiciones no sólo de neutralizarlos sino de especular con sus defectos. Es el caso típico de los fondos *opción alto riesgo* o los denominados buitres que ingresan y salen de los mercados emergentes con efectos desequilibrantes inmanejables por los Estados nacionales. Los mercados nacionales de capital no compiten con las modalidades tradicionales de intermediación financiera. En tanto no tienen ni la profundidad ni la institucionalidad necesaria para contribuir con elementos mínimos de autorregulación a las enormes insuficiencias que tienen las comisiones de valores o los reguladores oficiales. Los sistemas de regulación nacionales de los mercados de capitales o del sistema financiero tradicional no están preparados para trabajar en estas escalas de complejidad y veloci-

dad de transferencias. El derecho es pobre y está lejos de constituir el marco normativo en el cual se pueda fiscalizar y sancionar los desvíos, las maniobras criminales y la desidia irresponsable de muchos actores. En las sociedades emergentes la brecha entre el derecho financiero y sus vínculos con los principios básicos de la justicia es enorme. Sobre todo es brutalmente grande en relación a los vínculos existente en los países desarrollados. Y lo peor consiste en que la sociedad –acepción amplia de la definición– parece estar muy distante de querer y poder privilegiar los cambios que habiliten la regulación independiente de los mercados financieros. Estos problemas son tan centrales como desconocidos en el abordaje corriente de la temática de la deuda. He aquí un conjunto de asignaturas pendientes que contribuirá a activar la discusión sobre el sobreendeudamiento público. He aquí también un complejo vínculo entre las soluciones de corto y largo plazo; en una perspectiva distinta: entre los problemas de la institucionalidad y los de la cultura ciudadana respecto al dinero.

Este tipo de indicadores debería contribuir a incorporar a la discusión sobre la deuda y sus condiciones de pago o negociación una reflexión crítica sobre los abordajes que el tema tiene en la discusión de las organizaciones sociales y, en particular, las de la izquierda latinoamericana.⁴

Debatiendo en los límites

Hace ya tres años largos, finalizado el período de bonhomía de los mercados de deuda y crédito abundante, el aumento del riesgo de generalización de las crisis de insolvencia ha impulsado los nuevos análisis, ha urgido la búsqueda de soluciones y, sobre todo, le ha aportado unicidad y contextualización al estudio de las deudas públicas de estos países.

El cierre de los mercados de crédito privado para los potenciales emisores de nueva deuda

4 Nuevas estrategias para la Reducción de la Deuda – El debate en Latinoamérica. Dr. Heinrich Sassenfeld/FES Argentina.

conjuntamente con el ciclo depresivo de estas economías ha generado una precipitación de situaciones de insolvencia e iliquidez en varios países deudores en diversas zonas del mundo. Ello ha acelerado todo el proceso de discusión y acción en las relaciones de acreedores y deudores. Estas nuevas urgencias son las que demandan de las elaboraciones previas respuestas y orientaciones más prácticas que las que ellas pueden otorgar. Ante ello los países urgidos por los desenlaces críticos se lanzan a experiencias de solución individual en la cual comprometen con mucho riesgo sus últimos equilibrios económicos y una porción importante de sus ya escasos créditos de confianza interna y externa. Es obvio que los resultados de las nuevas experiencias ingresarán a la matriz en la cual se deciden los coeficientes de ahorro e inversión interna, los que en Latinoamérica en particular eran ya extremadamente escasos frente a los promedios del mundo desarrollado. En el caso de América Latina sus crecientes diferenciales con los niveles de ahorro e inversión que enseñan otras zonas del mundo en desarrollo compromete aún más la solución de sus problemas actuales. Todo esto está directamente vinculado al tratamiento de la deuda pública.

La experiencia latinoamericana demanda al debate actual

La velocidad de los cambios en el tratamiento y negociación de las deudas públicas de los países emergentes es notable. En lo que va del año, más precisamente en los tres últimos meses –marzo/mayo 2003– ha sido virtualmente desecha la propuesta de Anne Krueger. Norteamericanos y europeos –por distintas razones– entienden que no es posible radicar en la órbita de una organización desmerecida técnica y políticamente como el FMI la instrumentación y juzgamiento de los procesos de flexibilización de la deuda. Empero, desde el centro crece el reconocimiento que el peso de la deuda sobe-

rana de los países dependientes amenaza generalizar un desequilibrio insoportable para el conjunto del sistema. Dado lo cual, los organismos multilaterales han aceptado el imperativo de considerar nuevas formulas de preservación de los riesgos de insolvencias. Incluso, ahora se auspicia la introducción de cláusulas de protección y acción colectiva en las nuevas emisiones de deuda.⁵

En pocas semanas no sólo se han producido modificaciones importantes en las estrategias de los acreedores y organizaciones multilaterales. En el área de los deudores; también la simple comunicación inicial del tema ha generado en un conjunto de analistas, funcionarios y militantes de las organizaciones sociales nuevas reflexiones; reflexiones sobre la deuda en si, y sobre todo, en relación a sus vínculos con el funcionamiento de las jóvenes democracias latinoamericanas, con el conocimiento y el relacionamiento con los acreedores y los reguladores. Y también con las propias responsabilidades civiles de centenares de miles de ciudadanos directamente involucrados en el tema de la deuda pública.

Dudas nuevas de viejas deudas

Quizás lo más interesante de la nueva discusión sobre la deuda sean las interrogantes que genera de inmediato el tema. Dejemos algunas de ellas abiertas como estímulo a la continuidad de la discusión y, sobre todo, como contribución a la extensión del debate al conjunto de la sociedad civil latinoamericana. Interesa observar la posibilidad de lograr integrar en los nuevos análisis los aportes de la vieja discusión latinoamericana sobre acumulación interna y dependencia, ahora en escenarios de globalización y en atención a los imperativos de la economía del riesgo. Por ahora y a manera de resumen veamos tan sólo algunas de esas nuevas interrogantes:

5 Propuestas formales de John Taylor y celebración personal de las iniciativas en tal sentido de México, Brasil y Uruguay.

- ▶ ¿Qué es y qué quiere decir exactamente **deuda externa**?
- ▶ ¿Es posible seguir analizando el tema en términos de países deudores y acreedores o será necesario generar un cambio drástico hacia una discusión más comprensiva de otros cortes y contradicciones?
- ▶ ¿Si las causas determinantes del sobreendeudamiento residieran en los desequilibrios fiscales y la debilidad reguladora – y no tanto en los problemas del comercio–, cuáles serían las reformas necesarias para monitorear y prevenir las crisis de deuda?
- ▶ ¿Cuáles serían las formas concretas de homogenización de los mercados de valores y derivados a nivel regional capaces de construir ámbitos de negociación y garantías suficientes para el encuentro de deudores y acreedores en el bloque?
- ▶ ¿Cuáles serían las inferencias «disciplinantes» que podrían surgir de la instrumentación de un monitoreo social amplio de la evolución de la deuda pública?
- ▶ Cómo elaborar e instituir los nuevos mecanismos de información y didáctica capaces de mejorar la justicia del mercado contribuyendo a la educación masiva en temas hasta ahora alejados de la comprensión ciudadana.

Aprendiendo de lo nuevo

Pero quizás lo más interesante esté vinculado con el enlace entre la experiencia concreta de los países deudores con la construcción de una nueva legalidad en el tratamiento de las deudas soberanas. Ello requiere un seguimiento complejo entre las experiencias políticas y sus modelos específicamente técnicos con el avance de la discusión y la negociación multilateral. Es un vínculo entre lo individual nacional y la discusión global. Es también un encuentro entre el corto y el largo plazo. Ello parece ser lo inmediato y lo principal. De allí se extraerán las enseñanzas concretas para disminuir el riesgo de las operaciones urgentes de negociación que aún no cuentan con los nuevos estatutos jurídicos ni con herramientas apropiadas. Inmediatamente pero después vendrán los avances

entre la identificación precisa de las causas de los sobreendeudamientos y un nuevo comportamiento social respecto al tema de las deudas públicas.

De allí que sea importante profundizar la identificación y el análisis de las experiencias concretas de renegociación actual de la deuda con sus extensiones hacia la emisión de nueva deuda. Importa advertir, sin embargo, que esa tarea de corto plazo no puede desvincularse del seguimiento y la profundización de la discusión sobre los nuevos estatutos y normas de racionamento respecto a la deuda. En lo que nos concierne parece imprescindible presentar y analizar el caso uruguayo o el brasileño –reperfilamiento y nueva emisión respectivamente– en estrecha vinculación con la esencia de los debates del Seminario de Deuda Externa realizado en marzo pasado. Ese será el plan de los próximos capítulos.

En síntesis: el tema de la deuda ocupa una centralidad inexcusable en el debate político, económico y social del mundo entero, en particular a nivel de los países en desarrollo en tanto obstáculo para cualquier modelo de crecimiento y mejor distribución. Empero, el debate sobre la deuda o el sobreendeudamiento debe ser revisado y mejorado en atención a la experiencia reciente. La calidad del debate es tributaria de la capacidad de integrar la discusión a causalidades más comprensivas y lejanas a las simples antinomias históricas. Sobre todo, el desafío es evitar reducir el problema de la deuda a una discusión sobre montos o ratios e ir centrando el debate sobre los aspectos cualitativos que rodean el tema y lo condicionan desde sus causas hasta sus consecuencias. Sin duda, uno de ellos es el de las condiciones normativas de contratación y la flexibilización de la negociación. Empero, quizás, a la luz de lo nuevo el debate de este aspecto sea tributario y dependiente de otras definiciones y hallazgos: por ejemplo todo lo que atañe a la responsabilidad social en el juego de la contratación, monitoreo, fiscalización y sanción de operaciones financieras, ineluctable y afortunadamente, cada vez más socializadas.

sección IV.

El caso uruguayo: una experiencia inédita

A partir del desequilibrio argentino y los fraudes realizados en dos de las principales instituciones bancarias privadas, la frágil estabilidad que había logrado recomponer la economía uruguayo en el primer bimestre de 2003 saltó en mil pedazos. Entre enero y agosto de 2002 el sistema financiero sufrió el retiro de depósitos por U\$S 6.182 millones de un total inicial de U\$S 13.630. En junio se quebró el régimen de devaluación deslizante preanunciada mensual con banda cambiaria. Las reservas internacionales del BCU llegaron a sus mínimos históricos, el riesgo país se elevó a 3500 puntos básicos encima del *benchmark* norteamericano. La rápida y muy elevada asistencia financiera de las IFIs fue derivada al mantenimiento de los pagos básicos y a la asistencia del sistema financiero. En el curso del año 2002 sólo la deuda bruta creció unos U\$S 2.200 millones. Lo que, conjuntamente a la caída del producto generó una relación deuda/PBI igual a uno.

Al término de 2002 la deuda bruta del país ascendía a U\$S 11.345. El 95% de la misma estaba contratada en moneda extranjera y el 72% había sido emitida y listada en el marco de las legislaciones jurisdiccionales de Nueva York, Londres y Tokio. Las dos terceras partes de la deuda vencían antes de diciembre de 2008. Sin acceso al mercado internacional de deuda y con todas las cuotas con los organismos multilaterales excedidas, Uruguay se enfrentaba al término del año pasado a la enorme dificultad de afrontar un dilema histórico para un país que hasta febrero gozaba de *investment grade*. El dilema lo situaba, paradójicamente, en medio de un conjunto de países que afrontaban problemas de insolvencia en el tratamiento de su deuda sin capacidad alguna de apelar a mecanismos de negociación adecuados. La opción excluyente consistía en intentar forzar un ajuste agregado de dimensiones exorbitantes para el estado recesivo de la economía o

prepararse para los efectos de una declaración de moratoria unilateral.

En abril de 2002 Uruguay estaba sin programa con el FMI y la urgencia de contar con un rápido stand by obligó al gobierno a discutir la estrategia respecto a su endeudamiento. En dicho momento el Fondo estaba finalizando la discusión de sus propias estrategias sobre la base de la propuesta de Anne Krueger (SDRM).⁶

El todo o nada sin el Fondo

Si bien ya en abril de 2002 la propuesta de Krueger no parecía contar con la adhesión necesaria del directorio del Fondo, tampoco las instituciones multilaterales tenían alternativas capaces de orientar un proceso de negociación anterior a los ceses de pagos que comenzaban a precipitarse. Uruguay diseñó una estrategia de renegociación muy compleja y comprensiva que fue resistida por el FMI desde el comienzo mismo de una negociación que se extendió durante el cuarto trimestre de 2002 y los primeros cuatro meses del 2003. Uruguay defendía su derecho a tener la oportunidad de demostrar que, aun en los niveles excepcionales en los cuales se había ubicado la deuda, ésta no era impagable y una vez recompuestos los equilibrios básicos el país podría retomar sus pagos si los acreedores le otorgaban un *waiver* relativamente compensado. El Fondo, por lo contrario entendía que la deuda ya no era sustentable y que el país no podría pagarla de acuerdo a cómo estaba contratada por lo cual demandaba a las autoridades que explicitaran esta realidad preparándose para las consecuencias que tendría una moratoria y el default correspondiente. El gobierno se opuso a esta alternativa no sólo en procura de mantener una expectativa de reencuentro más o menos próxima con el mercado privado de deuda y sus relaciones con el resto de las organiza-

ciones de crédito multilateral, sino en atención a la dimensión del nuevo impacto desestabilizador que generaría un default abierto sobre la delicada estabilidad del sistema bancario, el nivel de actividad y el propio «efecto riqueza» que devendría de una ruptura expuesta con los acreedores.

La discusión con el FMI se concentró en la sustentabilidad de la deuda. Empero, en el trasfondo de la discusión aparecía el riesgo de una solución heterodoxa a un tema no laudado en las organizaciones multilaterales y que pudiera transformarse en un antecedente de negociación para países en la misma situación del Uruguay. Además, los organismos multilaterales y el FMI en particular temían el riesgo de tener que seguir ampliando el financiamiento a Uruguay si por diversos motivos la operación no recogía el consentimiento prácticamente unánime de los acreedores o, si el propio programa estabilizador comprometido por el gobierno no lograba las metas fiscales planteadas.

Importa señalar que la decisión final del FMI en habilitar la experiencia uruguaya apuntándola de diversas maneras fue inducida por el gobierno norteamericano. A la vez, esta decisión, fue el fruto de una operación política con diversas connotaciones y que no debe ser dejada de tener en cuenta a la hora de realizar una evaluación de la operación con miras a su eventual modelización.

Uruguay ha creado un modelo de negociación de su deuda difícil de generalizar dado el alto grado de incidencia que en él tienen los componentes de política internacional y la propia personalización de aspectos relevantes de la gestión de reprogramación. Sin embargo, el caso uruguayo tiene un valor propio de aporte a las nuevas experiencias de negociación de deuda que importa documentar.

6 Esta discusión que se iniciara a principios de 2001 generó consecuencias muy serias para países como la Argentina por ejemplo necesitada de resoluciones en otros tiempos y formas de las que obtuvo del FMI en el período crítico de la desestabilización. Uruguay reinició su relación de programa con el FMI al término de este período de discusión del Fondo.

- i. Oportunidad. El *timing* de la operación fue cuidadosamente elaborado y ha sido parte importante del éxito.
- ii. Oferta de canje voluntario de documentos, comprensivo y con dos opciones de elección: extensión y liquidez capaces de componer un menú de opciones de amplio espectro.
- iii. Redocumentación de adeudos en base a nueva emisión de bonos listados en las bolsas locales y norteamericanas con cambio relevante de plazos, monedas, condiciones y garantías.
- iv. Los documentos elegibles fueron todos aquellos nominados en moneda extranjera y que hubieran sido emitidos a plazos mayores a un año. Fueron excluidos los adeudos con las organizaciones multilaterales pese a que en el plan implícito existía un compromiso de negociación y refinanciación en condiciones ventajosas si la respuesta privada a la oferta era positiva.
- v. El gobierno se comprometió a aceptar automáticamente el canje si las respuestas positivas a la oferta superaban el 90% del monto total elegible y a considerar la ejecución de la operación si las respuestas positivas no eran inferiores al 80% del capital circulante de los títulos elegibles.⁷
- vi. Se instrumentaron una serie de disposiciones desestimulantes para la tenencia de títulos elegibles que no fueran canjeados. En el Decreto de lanzamiento de la oferta el gobierno ya advirtió que los títulos elegibles que no fueran canjeados serían eliminados del mercado secundario si la operación fuera finalmente ejecutada.⁸ Se dispuso que las amortizaciones anuales de los bonos listados en Uruguay serían calculadas sobre el circulante residual posterior a hacerse efectivo el canje.⁹ Se dispusieron beneficios fiscales para los poseedores de los nuevos bonos.¹⁰ Además y pese a no haber sido documentado, las autoridades del BCU han realizado un fuerte énfasis en que el pago

de los bonos no presentados al canje estaría condicionado a las posibilidades económicas y financieras del Estado, quién no tendría ninguna predisposición a anteponer el pago de estos bonos a otras obligaciones. Dichos bonos ya tienen notas de *defalut* dictaminadas por las calificadoras de riesgo.

Los nuevos bonos

El Banco Central del Uruguay se ha comprometido a emitir y entregar a partir del 29 de mayo los bonos necesarios para sustituir los presentados al canje. De allí en más Uruguay tendrá su deuda pública nominada en moneda extranjera concentrada en pocos bonos de profundidad mucho mayor a los canjeados con vencimiento en 2011–2015–20027 y 2033 más un conjunto de bonos que respondan a la opción de extensión con vencimiento cinco años con vencimientos promediales postergados cinco años desde su fecha de vencimiento previa. Los bonos de concentración tendrán interés progresivo y tenderán a pagar tasas del 7% al 7.5%. El BCU acuerda en algunos casos adquirir emisión circulante a los efectos que en el año previo al vencimiento los bonos más voluminosos no superen montos razonables. Los bonos de extensión serán emitidos a tasas similares a las de los elegibles canjeados y los vencimientos se extenderán cinco años promedialmente. Todos los bonos mantendrán el capital canjeado y dado que los nuevos bonos que no sustituyan valores locales se emitirán en el mercado norteamericano y en dólares los bonos elegibles originalmente emitidos en otros países y que sean canjeados se convertirán según moneda original al tipo de cambio del día de la aceptación formal del canje. En algunos casos se agregan condiciones como el pago de intereses en especie. Son relevantes los cambios de condiciones en todos los casos.

7 (art.4 del Decreto 11/04/03).

8 Idem. Art. 6

9 Idem. Art. 7

10 Idem. Art. 11

Resultados

El resultado final de la operación fue informado por el Banco Central del Uruguay el 23 de mayo luego de finalizada una prórroga de cinco días concedida el jueves 15, fecha del vencimiento comprometido en la oferta de inicio.

CUADRO 1. RESULTADOS DE LA OFERTA DE REPERFILAMIENTO DE LA DEUDA URUGUAYA

Porcentaje de participación total	
Local	99 %
Internacional	89 %
Samurai	100 %
Total	93 %

Si bien la respuesta global activó la aceptación automática del gobierno y la ejecución del canje, estrían quedando afuera del canje unos U\$S 300 millones correspondientes a bonos de corto plazo listados en el extranjero, una porción importante de bonos Brady y algunos bonos largos en posesión de tenedores europeos. La elevada aceptación de los residentes extranjeros estaría inhibiendo la posibilidad de que se acepten eventuales demandas legales por el cambio de condiciones –liquidez, etc., de los bonos que no fueron presentados. Ello estaría inhibiendo formalmente cualquier eventual acción de fondos de especulación que, incluso, podrían haber participado en la adquisición previa inmediata de bonos en el mercado.¹¹ En esta perspectiva se aguarda que aún antes de los vencimientos respectivos el gobierno tenga un amplio margen de acción para negociar con los *free riders*.

En un efecto indirecto, probablemente no buscado por el gobierno, los nuevos bonos de re-

ferencia emitidos en el exterior serán comercializados asiduamente con lo cual la especulación sobre la evolución de la capacidad de repago de la economía uruguaya será sancionada en una vitrina internacional de alta visibilidad.¹²

Al cierre de este documento aún el gobierno uruguayo no había informado el resultado de la propuesta según reprogramación acordada para cada serie de bonos dado lo cual no es posible conocer con precisión ni el costo final de la reprogramación ni el nuevo perfil de vencimientos y obligaciones de la deuda. Sin embargo parecería claro que:

1. Entre 2003 y 2008 el gobierno sólo deberá pagar amortizaciones de deuda con multilaterales en netos mínimos dado que, de afirmarse la estabilidad, estas instituciones tenderían a mantener el crédito activo.
2. De hecho, se han producido quitas implícitas de suma importancia. Ellas derivan de las diferencias de valor actual y valor futuro de los títulos canjeados a lo que se agregan modalidades de pago en especie para las series más largas.
3. La operación ha discriminado fuertemente intereses de inversores residentes y no residentes a favor de aquellos.
4. Se han logrado condiciones de negociación futura más flexibles y comprensivas. En la misma línea importa observar las advertencias del documento de asesoría legal al inversor sobre la disminución de la protección del acreedor y la reasunción de los privilegios de soberanía relegados explícitamente en las emisiones sustituidas.

En síntesis: Uruguay ha culminado una novedosa operación de negociación de su deuda pública en condiciones límites dada la irrupción de una coyuntura muy adversa

11 Las cotizaciones de los bonos aumentaron fuertemente una vez que la oferta del 10 de abril fuera confirmada y explicada en detalle el 21 del mismo mes. En las tres semanas previas al cierre del operativo 15/05/03 los precios medios de los bonos aumentaron prácticamente un 30%.

12 Se estima que los nuevos bonos externos integrarán el Emerging Markets Index.

que potenció todos los problemas estructurales de la economía y, en particular, aquellos que determinan y explican el endeudamiento público. La reprogramación que fue realizada contra la opinión inicial del FMI constituye en sí un modelo de acción en las nuevas circunstancias de la discusión global sobre la legalidad de las deudas y los

marcos normativos en los cuales estas deudas pueden ser renegociadas. Este antecedente contribuirá a modelizar experiencias próximas de países en situaciones similares a las de Uruguay si, además, se tiene en cuenta y pondera adecuadamente la incidencia de factores políticos y de racionamento muy particular que tuvo esta operación.

sección V. Un aporte emergente para superar la crisis¹³

Uno de los problemas que plantea la emergencia de las deudas soberanas es la organización de los lugares de discusión de una problemática que en sus instancias de definición encuentra a los principales actores demasiado separados entre sí y, además, carentes de instrumentos de acción común o, al menos, de ámbitos de discusión conjunta. Hace ya unos cuantos años han comenzado a aparecer iniciativas y aportes dispersos sobre las mejores formas de aproximarse a un tratamiento digno y en derecho del sobreendeudamiento soberano. Uno de esos aportes más relevantes surge como iniciativa del Jubileo 2000, convocado por

organizaciones europeas de la sociedad civil, animadas por el ánimo redentor que también comenzó a comprender la afectación que las deudas soberanas tienen sobre el desarrollo y el bienestar de los pueblos.

En Montevideo, en marzo de 2003 tuvo lugar un seminario organizador de las nuevas iniciativas. El objetivo de sus organizadores incorporaba el deseo que la discusión contribuyera a dotar las propuestas de mayor participación popular e integrara a la elaboración académica de origen europeo los aportes de trabajadores, la sociedad civil y los legisladores latinoamericanos.

¹³ En marzo de 2003 la Fundación FRIEDERICH ELBERT STIFTUNG en Uruguay organizó un Seminario sobre las nuevas propuestas para salir de la crisis de la deuda. Con apoyo de la Cámara de Representantes del Uruguay el seminario contó con la presencia de técnicos y parlamentarios especializados en el tratamiento de las deudas soberanas. El velatorio completo del mismo puede hallarse en el Anexo 5 del presente documento o consultarse en el sitio web de FESUR Uruguay.

Se pretendía que la elaboración convergiera sobre la discusión que en la reunión de primavera del FMI y el Banco Mundial tendría lugar en Milán en el mes de abril pasado. Ello no fue posible porque los organismos multilaterales permanecían en su propia discusión de alternativa a la generalización de la proposición fracasada de Kruegger. Pero la discusión de Montevideo no generó sólo una declaración pública.¹⁴ En ella se integró un tiempo y vertientes nuevas que han enriquecido la discusión original y que ahora deben ser profundizadas. También generó un tímido plan de acción en torno al cual debería ser posible organizar la voluntad de participación de las organizaciones sociales, sindicales y, particularmente, la de los parlamentos nacionales según fuera expresado en el seminario.

A continuación se traslada una síntesis de la discusión y resoluciones del seminario.

Síntesis del Seminario

1. El Seminario discutió un conjunto de iniciativas tendientes a mejorar las fórmulas disponibles para negociar el pago de las deudas públicas de países que por diversas circunstancias se enfrentan a problemas de pago de su endeudamiento externo. La recreación del problema como uno de las principales barreras en el desarrollo y la equidad económica vuelve a enfrentarse con la ausencia de mecanismos de negociación que impidan desenlaces críticos, desencadenantes de ajustes que agravan los problemas sociales y desencadenan o aceleran las crisis de insolvencia.
2. En las circunstancias actuales no existen mecanismos legales que mejoren las condiciones de equidad y profesionalidad en la negociación de la deuda. La búsqueda y discusión de esos mecanismos supone la asunción de un compromiso que los ciudadanos de los países deudores no pueden delegar exclusivamente en las organizaciones multilaterales ni en los técnicos de los países acreedores. Es un problema central por sus connotaciones técnicas vinculadas al desarrollo pero, particularmente por sus connotaciones éticas. Empero, además, los acreedores admiten el riesgo de desequilibrios más generalizados de la economía internacional derivados de la generalización de las crisis de pagos y procuran soluciones.
3. La corresponsabilidad de los organismos multilaterales en el agravamiento del problema de la deuda no deriva sólo de su autoexclusión de cualquier solución comprensiva o la de su protagonismo en los ajustes estabilizadores fallidos y con crecientes costos sociales. La corresponsabilidad aparece vinculada a la incapacidad de regular los enormes flujos de capital especulativo y no contribuir a la creación de sistemas de regulación, auditoria y calificación de riesgos adecuados a los estadios actuales de internacionalización del capital. La corresponsabilidad en la generación del elevado endeudamiento soberano ha comprendido también a las malas praxis de políticas locales incluidas las transferencias de deudas corporativas a las cuentas públicas. Probablemente este haya sido uno de los aportes originales del seminario. Aporte que, además, abre una nueva perspectiva para las tareas que el mismo seminario se propone en el área del involucramiento social y político futuro respecto al seguimiento comprensión y fiscalización del endeudamiento público.
4. A partir del Jubileo 2000 se vienen considerando diversas alternativas de flexibilización y prevención de crisis de deuda. Recientemente, a este proceso se ha incorporado el FMI. Las soluciones impulsadas por el Fondo Monetario se basan en una participación determinante del organismo en el juzgamiento de las razones que pudiera tener un deudor para solicitar el cambio de

¹⁴ Declaración de Montevideo – ver en anexo respectivo.

condiciones antes de tener que declarar la imposibilidad de cumplir los compromisos en los plazos y condiciones acordadas. Estas soluciones contemplan un novedoso espectro de posibilidades; ellas contemplan las proposiciones originadas en las ONGs europeas, las iniciativas ya radicadas en algunos parlamentos latinoamericanos, pero fundamentalmente atienden la posibilidad de mejorar las propias proposiciones realizadas por el FMI en la materia. A dicha posibilidad –juzgamiento de las razones de futuras imposibilidades de pago realizadas en tribunales con alta incidencia del Fondo– se le agrega ahora la discusión sobre como construir una nueva legalidad en el tratamiento de la deuda impagable a partir de la introducción de Cláusulas de Acción Común en las nuevas emisiones y otras iniciativas en esta dirección. Las CACs permitirían un avance en la negociación comprensiva previa a los desenlaces críticos, capaz de preservar los derechos de deudores y acreedores en el proceso de la negociación sin que en dicho período actúen con premeditación y libertad los especuladores, los *free riders*, o los *fondos buitres*. Dado que cualquiera de estas alternativas supone un camino «largo» y las crisis de insolvencia se precipitan, el seminario discutió algunas propuestas de «vía rápida» como la creación de tribunales *ad hoc* capaces de utilizar los mecanismos usuales en la negociación de contenciosos comerciales internacionales para afrontar los problemas de imposibilidad de pago de la deuda.

5. En el seminario, las alternativas estratégicas de los países deudores han resultado polémicas y si bien ha habido una aceptación mayoritaria respecto a la pertinencia de avanzar en los mecanismos de «vía rápida», un sector importante de participantes han entendido que esos mecanismos no hacen mucho más que postergar y agravar los desenlaces críticos.

6. Más allá de la definición estratégica y las tareas vinculadas a ella, el seminario coincidió en profundizar los estudios sobre el amplio espectro de causas y consecuencias que supone la existencia del progresivo endeudamiento. Al respecto la reunión de Montevideo instruyó a las organizaciones convocantes a trabajar en una dirección sostenida que instale el tema de la deuda pública en el debate político y social de los países afectados: lo cual supone la elaboración y ejecución de un plan de acción común en esta dirección.

En términos de resolución formal el seminario parecería haber acordado con lo propuesto en la Declaración de Montevideo firmada por un amplio conjunto de parlamentarios latinoamericanos y aplaudida en el plenario final del seminario. En sus aspectos resolutivos la Declaración señala:

«...Por ello impulsamos la discusión de un sistema de arbitraje internacional, con cláusulas de insolvencia normativas y de juzgamiento basadas en los principios universales del derecho, destinado a resolver la insolvencia de los países deudores. Respetando la soberanía de nuestros países y protegiendo el derecho de los ciudadanos y la sociedad civil a ser escuchados y consultados, estos mecanismos podrían aplicarse inmediatamente para ofrecer una solución genuina y concreta a esta dramática situación.»

Finalmente, nos comprometemos a promover iniciativas legislativas, a nivel nacional y regional, para la implementación de nuevos mecanismos para la resolución del endeudamiento externo, que garanticen transparencia, equidad, respeto a la soberanía de los estados y al derecho al desarrollo económico de nuestros Pueblos.»

anexo 1. Los nuevos bonos de Uruguay listados en Bolsas norteamericanas

Términos y condiciones financieras

La tabla incluida a continuación presenta un resumen de ciertos términos y condiciones financieras de los Nuevos Bonos, y debe leerse en conjunto con la descripción más detallada de los bonos que aparece en otros apartados del presente Complemento de Prospecto. Le recomendamos consultar el apartado titulado «Términos y condiciones de la Oferta—Importe a recibir conforme a las propuestas» para determinar por qué Nuevos Bonos pueden canjearse los Bonos Elegibles conforme a la Alternativa de Mayor Plazo o la Alternativa en Bonos de Referencia.

Bonos de Mayor Plazo	Tasa de Interés	Vencimiento
Bonos 2008 al 7,875% [USD]	7,875%	18 de noviembre de 2008
Notas 2009	tasa variable [USD] LIBOR + 1%	2 de julio de 2009 [1]
Notas 2010	tasa variable [USD] LIBOR + 0,875%	2 de enero de 2010 [1]
Notas 2010	tasa variable [GBP] LIBOR + 0,875%	2 de enero de 2010 [1]
Bonos 2011	al 8,375% [USD] 8,375%	26 de setiembre de 2011
Bonos «2012 Convertible Notes»	tasa variable [USD] LIBOR + 5,59%	26 de abril de 2012 [2][3]
Bonos 2012	[UF] al 7,00% [CLP] 7,00%	29 de mayo de 2012
Euronotas 2012	al 7,00% [EUR] 7,00%	26 de setiembre de 2012 [2]
Bonos 2013	al 7,00% [USD] 7,00%	1 ^o de abril de 2013
Bonos 2014	al 7,875% [USD] 7,875%	25 de marzo de 2014
Bonos 2014	al 7,25% [USD] 7,25%	4 de mayo de 2014
Bonos 2015	al 8,75% [USD] 8,75%	22 de junio de 2015
Bonos 2016	[UF] al 6,375% [CLP] 6,375%	15 de marzo de 2016
Bonos 2017	al 7,625% [USD] 7,625%	20 de enero de 2017
Euronotas 2019	al 7,00% [EUR] 7,00%	28 de junio de 2019

Nuevos Bonos de Referencia	Tasa de Interés	Vencimiento
Bonos 2011	al 7,25% [USD] 7,25%	15 de febrero de 2011 [5]
Bonos 2015	al 7,50% [USD] 7,50%	15 de marzo de 2015 [5]
Bonos 2033 parcialm. capitalizables	al 7,875% [USD] 7,875% [4]	15 de enero de 2033 [5]

[1] Rescatables a la par, en forma total o parcial, en cualquier fecha de pago de intereses.

[2] Una parte del capital se repaga con anterioridad al vencimiento.

[3] Rescatables a la par, en forma total o parcial, en cualquier fecha de pago de intereses el 26 de abril de 2009 o con anterioridad a dicha fecha.

[4] Una parte de los intereses se paga en forma de bonos adicionales hasta el 15 de enero de 2008.

[5] Sujeto a una disposición sobre administración de la deuda que limita el capital de estos bonos que puede mantenerse en circulación después de ciertas fechas.

anexo 2.

Nuevos Bonos de Uruguay Innovación y riesgos

URUGUAY – REPERFILAMIENTO DE LA DEUDA – MAYO 2003

Cláusulas de acción mayoritaria impuestas «a la salida» y otras modificaciones del sistema de garantías y responsabilidades.

(la presentación de los bonos elegibles al canje supuso la adhesión formal a cláusulas que modifican las condiciones originales de emisión y tienden a preservar al Estado de reivindicaciones minoritarias).¹⁵

La importancia de las modificaciones introducidas por el Estado uruguayo al sistema de garantías y responsabilidades derivadas del canje de documentos y la gravitación que estas modificaciones tendrán en el diseño de operaciones similares nos ha impulsado a incluir la advertencia total que el asesor legal ha explicitado al inversor y que ha sido registrada en la SEC. En el afán de contribuir a una lectura más rápida y comprensible hemos antecedido esta advertencia con una síntesis de la misma realizada y traducida al español por el mismo asesor legal de la operación. N.R.

Resumen:

«Salvo que usted indique algo en contrario en la carta de comunicación electrónica en la forma especificada en dicho documento, por cada Bono Elegible que usted ofrezca en canje conforme a la Oferta, usted estará otorgando su consentimiento de salida a ciertas modificaciones de los términos y condiciones de dicho Bono Elegible que, de ser aceptadas por los tenedores de al menos una mayoría del capital total de dicho Bono Elegible, implicarán:

- ▶ Que se agregará una condición previa a las disposiciones sobre inmunidad soberana de dicho Bono Elegible en virtud de la cual dicha renuncia no constituirá o no se considerará que constituye una renuncia explícita o implícita a la inmunidad ante embargo previo a la sentencia, embargo como apoyo de la ejecución o ejecución, con respecto a cualquier importe pagado (sea por capital, intereses, rescate o de otra forma) por Uruguay o el Banco Central del Uruguay («BCU») conforme a la deuda pública externa que se haya emitido o cuyos términos

¹⁵ El texto ha sido extraído de la advertencia legal brindada a los inversores en el memorando resumido y traducido por el asesor legal de la operación Salomon Smith Barney Inc para el asesor y distribuidor Citigroup. Este, a la vez, es copia del registrado en la SEC por el gobierno uruguayo.

y condiciones de pago se hayan enmendado el 10 de abril de 2003 o con posterioridad a dicha fecha;

- ▶ Que se eliminará la disposición sobre incumplimientos interrelacionados y vencimientos anticipados interrelacionados de dicho Bono Elegible; y
- ▶ Que se eliminará todo acuerdo de mantener dicho Bono Elegible en los listados de cotización de la Bolsa de Valores de Luxemburgo. Estas modificaciones entrarán en vigencia solamente una vez que se haya llevado a cabo la Oferta conforme a las condiciones establecidas en el presente Complemento de Prospecto (ver «Términos y condiciones de la Oferta—Nivel mínimo de participación general requerido para llevar a cabo la Oferta»). Por mayor información sobre las cláusulas de acción mayoritaria, ver «Términos y condiciones de la Oferta—Modificaciones de los Bonos Elegibles».

Innovaciones de los nuevos bonos y advertencia de los nuevos riesgos a asumir por el inversor que opta por el canje— Versión completa del Memorando complementario.¹⁶

CONSIDERACIONES SOBRE LAS INVERSIONES

Una inversión en Nuevos Bonos implica un alto grado de riesgo. Se insta a los inversores a leer atentamente la totalidad del Prospecto junto con el presente Complemento de Prospecto y a tener en cuenta, en especial, las siguientes consideraciones.

Consideraciones sobre las inversiones inherentes a la Oferta

Riesgos de no participar en la Oferta

Uruguay enfrenta un alto riesgo de verse forzado a refinanciar su deuda existente. Creemos

que para poder superar las actuales dificultades económicas, Uruguay requiere un ajuste del perfil de su deuda, tanto externa como interna. Es probable que durante algún tiempo se cierren para Uruguay los mercados internacionales de capital; por tanto la Oferta y las Ofertas Simultáneas se han diseñado de forma que se ajuste el perfil de nuestra deuda, mediante un diferimiento de los vencimientos de la deuda existente. Si la Oferta y las Ofertas Simultáneas no logran culminar en un canje y, como se espera, Uruguay no lograra rápidamente un renovado acceso a los mercados de capital privados, es posible que a Uruguay ya no le resulte posible continuar efectuando regularmente los pagos de todo su endeudamiento, ni siquiera en 2003. Esto afectaría el valor de los Bonos Elegibles.

Ilíquidez. Uruguay tiene la intención de solamente llevar a cabo un canje de los Bonos Elegibles por Nuevos Bonos si se presenta para su canje conforme a la Oferta un alto porcentaje de Bonos Elegibles. Si la Oferta culmina en tal canje, todos los bonos presentados y aceptados en la Oferta serán cancelados. Los Bonos Elegibles remanentes que no hayan sido presentados para su canje conforme a la Oferta podrán, por tanto, pasar a ser valores ilíquidos, y esto puede afectar adversamente el valor de mercado de dichos Bonos Elegibles remanentes. Más aún, es posible que para los Bonos Elegibles remanentes no exista un mercado de transacciones activo o que no se publiquen cotizaciones de precios en los mercados secundarios.

Limitaciones a los litigios. Las once siguientes series de Bonos Elegibles, a las que nos referiremos como «Bonos Elegibles CAF», fueron emitidas conforme a un modelo estandarizado de Contrato de Agencia Fiscal:

Bonos 2003 al 7,875% (USD), Euronotas 2005 al 7,00% (EUR), Bonos 2007 (UF) al 7,00% (CLP), Bonos 2008 al 7,00% (USD), Bonos 2009 al 7,875% (USD), Bonos 2009 al 7,25% (USD),

¹⁶ Explicación de las nuevas condiciones e inferencias de riesgo realizada y traducida por el asesor legal de la operación e incorporadas al memorando–prospecto inscripto en la SEC.

Bonos 2010 al 8,75% (USD), Euronotas 2011 al 7,00% (EUR), Bonos 2012 al 7,625% (USD) y Bonos 2027 al 7,875% (USD). Este modelo de Contrato de Agencia Fiscal contiene disposiciones que afectan la capacidad de los tenedores individuales de dichos bonos para entablar acciones legales destinadas a exigir el cumplimiento de los términos y condiciones de dichos bonos. El Artículo 4.4 del Contrato de Agencia Fiscal de cada uno de los Bonos Elegibles CAF, titulado «Derecho incondicional de los tenedores de bonos a recibir capital e intereses», dispone que cada tenedor de estos bonos tiene el derecho de entablar una acción legal individual para lograr la recuperación de cualquier importe capital o intereses que no sea pagado en el plazo de vencimiento establecido.

Sin embargo, todas las demás acciones legales destinadas a exigir el cumplimiento de los términos y condiciones de los Bonos Elegibles CAF, incluyendo cualquier acción destinada a exigir el cumplimiento de importes adeudados por una aceleración del vencimiento de dichos bonos, están sujetas a las disposiciones del Artículo 4.3 del Contrato de Agencia Fiscal, titulado «Limitaciones a los litigios por parte de los tenedores». Dicho artículo dispone que todos y cada uno de los tenedores de bonos comprenden, aceptan y acuerdan expresamente con todos los demás tenedores de bonos y con el agente fiscal que uno o más tenedores de bonos no tendrán derecho alguno de ningún tipo, basado en las disposiciones del Contrato de Agencia Fiscal o de los bonos, a afectar, perturbar o lesionar los derechos de los tenedores o de cualquiera de dichos bonos, a obtener prioridad o preferencia con respecto a ninguno de dichos demás tenedores, ni a exigir el cumplimiento de ningún derecho conforme al Contrato de Agencia Fiscal o los bonos, salvo en la forma prevista en el Contrato de Agencia Fiscal y en beneficio igual, proporcional y común de todos los tenedores de los bonos. El artículo dispone, además, que con miras a proteger y exigir el cumplimiento de las disposiciones de dicho artículo, todos y cada uno de los tenedores de bonos tendrán derecho a la reparación que pueda ser otorgada por ley o equidad.

Esta disposición de «Limitaciones a los litigios» de los Contratos de Agencia Fiscal puede ser interpretada por los tribunales de los Estados Unidos como una disposición que requiere que toda acción legal destinada a exigir el cumplimiento de importes adeudados en caso de aceleración del vencimiento de un Bono Elegible CAF sea entablada en representación de todos los tenedores de dicha serie. Alternativamente, cualquier tenedor individual que entable dicha acción podrá estar sujeto a una demanda de los demás tenedores de dicha Serie donde estos reclamen compartir en forma proporcional el producido de cualquier recupero obtenido a partir de dicho litigio.

Efecto de las cláusulas de acción mayoritaria.

Si la cláusula de acción mayoritaria que afecta la renuncia de Uruguay a la inmunidad soberana según se describe más adelante. («Modificaciones de los Bonos Elegibles») entra en vigencia con respecto a cualquier Bono Elegible en caso de llevarse a cabo el canje, los tenedores de cualquier importe residual de capital de dicho Bono Elegible que no haya sido presentado para su canje no estarían en condiciones de incautar ningún importe pagado por Uruguay en los Estados Unidos, y posiblemente en otras jurisdicciones, conforme a la deuda pública externa de Uruguay emitida en o con posterioridad a la Fecha de Cierre del canje en cumplimiento de una sentencia judicial obtenida con respecto a dicho bono remanente.

Si la cláusula de acción mayoritaria que elimina las disposiciones sobre incumplimientos interrelacionados según se describe más adelante (ver «Términos y condiciones de la Oferta—Modificaciones de los Bonos Elegibles») entra en vigencia con respecto a cualquier Bono Elegible en caso de llevarse a cabo el canje, los tenedores de cualquier capital residual de dicho Bono Elegible que no haya sido presentado para su canje ya no podrían declarar el capital de dicho Bono Elegible vencido y pagadero de forma inmediata si Uruguay incumple el pago de cualquier otra parte de su deuda pública externa que tenga un capital total indicado en dicho Bono Elegible.

Si la cláusula de acción mayoritaria que elimina el acuerdo de mantener la inclusión en el

listado de cotizaciones de la Bolsa de Valores de Luxemburgo según se describe más adelante (ver «Términos y condiciones de la Oferta—Modificaciones de los Bonos Elegibles») entra en vigencia con respecto a cualquier Bono Elegible en caso de llevarse a cabo el canje, los Bonos Elegibles residuales que no hayan sido presentados para su canje podrían ser eliminados del listado de cotizaciones de la Bolsa de Valores de Luxemburgo, lo que podría tener un efecto adverso sobre el mercado y el valor de dichos bonos. Asimismo, tenemos la intención de dictar un decreto que elimine la inclusión de los Bonos Elegibles del listado de cotizaciones de la Bolsa de Valores de Montevideo, lo que reduciría aún más su liquidez.

Riesgos de participar en la Oferta

Possible cancelación o prórroga de la Oferta. Conforme a los términos y condiciones de la Oferta (ver «Términos y condiciones de la Oferta—Nivel mínimo de participación general requerido para llevar a cabo la Oferta»), Uruguay solamente está obligado a llevar a cabo la Oferta si al menos un 90% del capital total de los Bonos de Corto Plazo en circulación, tomados en su conjunto, ha sido o bien presentado válidamente para su canje o bien modificado conforme a los términos y condiciones de la Oferta o la Oferta Simultánea aplicable, y al menos un 90% del capital de la Deuda Total, tomada en su conjunto, ha sido o bien presentado válidamente para su canje o bien modificado conforme a los términos y condiciones de la Oferta o la Oferta Simultánea aplicable. Si al menos un 80% del capital de la Deuda Total en circulación, tomada en su conjunto, ha sido o bien presentado válidamente para su canje o bien modificado, según sea el caso, conforme a los términos y condiciones de la Oferta o la Oferta Simultánea aplicable, Uruguay se reserva el derecho de llevar a cabo la Oferta a su discreción. No puede garantizarse que dichas condiciones se cumplan, ni que se cumplan o renuncien todas las demás condiciones previas para que se lleve a cabo la Oferta. Aun si la Oferta se llevara a cabo, no puede garantizarse que sea llevada a cabo de acuerdo con el cronograma descrito en el presente. En conse-

cuencia, los tenedores que participen en la Oferta pueden verse obligados a esperar un plazo más prolongado al previsto para recibir sus Nuevos Bonos o pagos en efectivo, y durante ese tiempo dichos tenedores no podrán efectuar transferencias de los Bonos Elegibles que hayan presentado para su canje conforme a la Oferta.

Riesgo de que algunas cláusulas de acción mayoritaria no entren en vigencia con respecto a algunos Bonos Elegibles. Si la cláusula de acción mayoritaria que afecta la renuncia de Uruguay a la inmunidad soberana según se describe más adelante (ver «Términos y condiciones de la Oferta—Modificaciones de los Bonos Elegibles») no entra en vigencia con respecto a cualquier serie de Bonos Elegibles en caso de llevarse a cabo el canje, los tenedores de los Bonos Elegible de dicha serie que no hayan sido presentados para su canje conservarían todos sus recursos existentes en caso de una subsiguiente acción legal para exigir el cumplimiento de dichos bonos. Si las demás cláusulas de acción mayoritaria no entran en vigencia para cualquier Bono Elegible, las disposiciones pertinentes de dichos Bonos Elegibles no se verían afectadas en caso de llevarse a cabo la Oferta.

Pérdida del beneficio de mejora crediticia para ciertos Bonos Elegibles. Cada una de las Notas Brady «Par Notes» Colateralizadas Serie A tasa fija nominadas en dólares estadounidenses y cada una de las Notas Brady «Par Notes» Colateralizadas Serie B con tasa fija del 6,75% nominadas en dólares estadounidenses, a las que nos referimos como «Par Notes», goza de una garantía colateral por los intereses iguales a tres pagos de intereses y una garantía colateral por el capital que, al vencimiento de las Par Notes, será igual al importe total de capital¹. Si usted canjea Par Notes por Nuevos Bonos conforme a la Oferta, sus Nuevos Bonos no gozarán de los beneficios de la garantía colateral. Cada uno de los Bonos 2003 al 7,875% (USD), los Bonos 2006 al 8,375% (USD) y los Bonos 2008 al 7,00% (USD), a los que nos referimos como «Bonos Elegibles con Compromiso del BCU»,

goza del beneficio de cierto compromiso del BCU de tener moneda fuerte disponible para los pagos del servicio de la deuda.

Si usted canjea Bonos Elegibles con Compromiso del BCU por Nuevos Bonos conforme a la Oferta, sus Nuevos Bonos no gozarán de los beneficios de dicho compromiso del BCU.

Cambio de deudor para los tenedores de Bonos Elegibles Brady. Por otra parte, las Notas Brady «New Money Notes 2006» (USD), las Notas Brady «2007 Debt Conversion Notes» (USD), las Notas Brady «2007 Debt Conversion Notes» (GBP), las Notas Brady «Par Notes» Colateralizadas Serie A tasa fija con vencimiento en 2021 (USD) y las Notas Brady «Par Notes» Colateralizadas Serie B tasa fija con vencimiento en 2021 (USD) («Bonos Elegibles Brady») son obligaciones del BCU que gozan de la garantía de Uruguay. Los Nuevos Bonos serán emitidos por Uruguay, y el BCU no será ni codeudor ni garante conforme a los Nuevos Bonos. En consecuencia, si usted canjea sus Bonos Elegibles Brady por Nuevos Bonos conforme a la Oferta, ya no será tenedor de una obligación del BCU.

Riesgo de consecuencias fiscales adversas en relación con el impuesto a la renta federal de los Estados Unidos. En la mayoría de los casos, el canje de Bonos Elegibles por Nuevos Bonos será tratado como una transacción imponible a los efectos del impuesto a la renta federal de los Estados Unidos, en cuyo caso usted deberá registrar toda pérdida o ganancia. Ver «—Consecuencias a los efectos del impuesto a la renta federal de los Estados Unidos—Consecuencias de proponer el canje de sus Bonos Elegibles». Asimismo, a los efectos del impuesto a la renta federal de los Estados Unidos, se supone que todos los Nuevos Bonos emitidos en un canje imponible son emitidos con un descuento sobre la emisión original. En consecuencia, el descuento sobre la emisión original se devengará a partir de la fecha de emisión de los Nuevos Bonos y deberá ser incluido en los ingresos brutos a los efectos del impuesto a la renta federal de los Estados Unidos antes de la recepción de los pagos en efectivo sobredichos Nuevos Bonos.

Ver «—Consecuencias a los efectos del impuesto a la renta federal de los Estados Unidos—Consecuencias de la tenencia de Nuevos Bonos—Calificación de los intereses establecidos y el descuento sobre la emisión original». Si usted recibe Bonos de Referencia a cambio de Bonos 2006 al 8,375% (USD) o en cualquier otro canje tratado como canje no imponible, le pueden ser aplicables otras consideraciones especiales en materia fiscal. Ver «—Consecuencias a los efectos del impuesto a la renta federal de los Estados Unidos—Consecuencias de la tenencia de Nuevos Bonos—Consideraciones especiales para los tenedores de Bonos de Referencia que no sean emitidos conforme a un canje imponible».

Exigibilidad de responsabilidades civiles; renuncia a la inmunidad soberana

Uruguay es un estado extranjero soberano. En consecuencia, a usted o a su fideicomisario puede resultarles difícil lograr o exigir el cumplimiento de una sentencia de los tribunales de los Estados Unidos o de otra jurisdicción en contra de Uruguay. Ver «Descripción de los valores—Jurisdicción, consentimiento al servicio del proceso, exigibilidad de sentencias; e inmunidades ante embargos», en el Prospecto adjunto.

Consideraciones sobre las inversiones inherentes a Uruguay

Este apartado debe ser leído junto con la información más detallada que se incluye en el Prospecto.

Crisis económica

En 2002, la economía de Uruguay registró su recesión más significativa desde 1982, con una contracción del PBI real de aproximadamente un 10,8%.

Impacto de la crisis económica de Argentina

Impacto general sobre la economía. La economía de Uruguay se ha visto, y probablemente

seguirá viéndose, afectada negativamente por la prolongada recesión de la Argentina. Uruguay no puede predecir la totalidad de las implicancias de la crisis económica de la Argentina y las devaluaciones de la moneda argentina para el comercio exterior y las condiciones económicas generales de Uruguay.

Esta oración refleja una modificación presentada como un Documento Adicional («*Addendum*») a la Securities and Exchange Commission el 9 de mayo de 2003.

Impacto sobre el sistema bancario interno. En 2002, el sistema bancario uruguayo enfrentó su peor crisis desde la crisis de 1982–83. La asistencia con liquidez otorgada por las autoridades a los bancos internos para ayudarles a detener la corrida de los ahorristas no logró restaurar la confianza. Entre el 1º de enero de 2002 y el 28 de febrero de 2003, los ahorristas retiraron cerca de US\$ 6.833 millones del sistema bancario uruguayo (de los US\$ 14.246 millones existentes al 31 de diciembre de 2001). Los bancos respondieron a la demanda de los ahorristas con retiros de cerca de US\$ 1.100 millones de sus reservas y depósitos voluntarios en el BCU y con una reducción de la disponibilidad de crédito que cayó a prácticamente cero. El sistema financiero recibió asistencia por unos US\$ 2.000 millones de las autoridades uruguayas, incluyendo US\$ 539 millones del BCU, US\$ 524 millones del gobierno central (por intermedio de una de sus dependencias) y US\$ 986 del fondo para la estabilidad de la banca. La crisis sufrida por el sistema bancario uruguayo en 2002 resultó en la reprogramación compulsiva de los depósitos a plazo fijo nominados en dólares estadounidenses de los ahorristas del Banco de la República y del Banco Hipotecario, y en la liquidación de cuatro bancos a fines de 2002 y principios de 2003.

Riesgo de contagio. Además de los efectos directos de la crisis argentina sobre la economía uruguaya según se describió precedentemente, ha aumentado la incertidumbre acerca de las implicancias a mediano plazo, para la región, de la moratoria de Argentina con respecto a la mayor parte de sus obligaciones por

deuda externa en diciembre de 2001. Asimismo, existe incertidumbre acerca de la capacidad de la Argentina de refinanciar su deuda externa de forma ordenada y puntual. La creciente volatilidad de la atmósfera internacional y la falta de solución de la crisis financiera argentina han agravado la posible amenaza de contagio (situación en la que la totalidad de una región o clase de inversiones pierde el favor de los inversores internacionales sin tener en cuenta las circunstancias especiales de los países individuales). De ocurrir, tal contagio podría limitar la capacidad financiera de Uruguay en el futuro y afectar las perspectivas de crecimiento económico renovado de Uruguay.

Riesgos de devaluaciones adicionales del peso

El 19 de junio de 2002, el BCU permitió que el peso flotara, para lo que abandonó el sistema de minidevaluaciones. Desde entonces, el peso se ha desvalorizado significativamente; su valor a diciembre de 2002, refleja una pérdida de un 94% en comparación a diciembre de 2001. La devaluación del peso provocó, a su vez, un deterioro de la calidad de la cartera de préstamos en moneda extranjera de varias instituciones financieras, e hizo que el coeficiente entre la deuda en moneda extranjera y el PBI de Uruguay aumentara a un 91,9% al 31 de diciembre de 2002, en tanto el coeficiente entre servicio de la deuda en moneda extranjera y exportaciones de 2002 fue del 33,6%. Si la Oferta no se llevara a cabo, una devaluación real adicional del peso lesionaría al sistema bancario interno uruguayo y a otras empresas nacionales que registran un alto nivel de deuda nominada en moneda extranjera. Esto podría también aumentar el coeficiente entre la deuda en moneda extranjera y el PBI de Uruguay, que ya está situado en un alto nivel.

Programa del Fondo Monetario Internacional (FMI)

La crisis de la Argentina y su impacto sobre la economía de Uruguay en 2002 forzaron al gobierno a adoptar medidas destinadas a impedir un ulterior deterioro de sus cuentas fiscales y

asegurar el respaldo financiero del FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. En 2002, Uruguay también recibió aproximadamente US\$ 2.600 millones de prestamistas multilaterales y repagó US\$ 248 millones a prestamistas multilaterales. En el primer trimestre de 2003, Uruguay recibió aproximadamente US\$ 300 millones del FMI. Para otros desembolsos conforme al programa del FMI de Uruguay se requiere que se cumplan ciertos criterios de desempeño. Si Uruguay no logra cumplir los criterios de desempeño establecidos en el Programa *Stand-By* del FMI (y dichos criterios no son modificados o renunciados por el FMI), el gobierno no podrá obtener desembolsos adicionales del FMI conforme al Programa del FMI. Esto también puede interferir con la capacidad del gobierno para obtener financiación de otras instituciones financieras multilaterales. La pérdida de financiación para el sector público podría afectar adversamente la viabilidad fiscal de Uruguay,

incluyendo su capacidad de cumplir el servicio de los Nuevos Bonos.

Situación política

El Partido Colorado de la Administración del Presidente Batlle no controla una mayoría en ninguna de las Cámaras del Parlamento. El principal partido de oposición ha cuestionado algunas de las más recientes medidas de austeridad introducidas por el gobierno y ha mantenido sustanciales niveles de apoyo del público. La incertidumbre política puede aumentar a medida que se acercan las elecciones nacionales de 2004. Si bien el Parlamento ha aprobado un presupuesto para Uruguay hasta 2005, los cambios en el ámbito político podrían aumentar las presiones por reducir la proporción del presupuesto del gobierno que se destina al servicio de la deuda o tener otros efectos adversos sobre la capacidad de Uruguay para cumplir sus obligaciones de deuda más allá de 2005.

Referencias y vínculos documentales

- Sassenfeld, Heinrich. Nuevas Estrategias para la reducción de la deuda. El debate en Latinoamérica, FES Argentina, abril 2003.
- Raffer, Kunibert. ¿El fin de la discriminación injusta de los deudores? Comentarios sobre las propuestas del FMI con respecto a un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana. Documento de exposición de problemas sometido a la consideración del G-24, 31 de enero de 2002. En web FESUR UY, www.fesur.org.uy
- Kaiser, Jürgen. Las deudas no son una fatalidad La Insignia diciembre 2002.
- Ugarteche, Oscar y Acosta, Alberto. A favor de un tribunal internacional de arbitraje de deuda soberana (TIADS), febrero 2003.
- CEPAL. Informe 2002.
- Acosta, Alberto, Ugarteche, Oscar; Morazán, Pedro. Deuda Externa: Nuevas propuestas y nuevas ideas. Reunión en AEBU/Uruguay, marzo 2003. Transcripción ATTAC Uruguay.
- Morazán, Pedro. Capital Financiero y Globalización ALAI 2001
- Morazán, Pedro. El Consenso de Monterrey cayó en la trampa del «Consenso de Washington». ALAI 2002.
- Morazán, Pedro. Deuda Externa: Nuevas crisis, ¿nuevas soluciones? SÜDWIND-FESUR. Enero 2003.
- Morazán, Pedro. Uruguay: Debates sobre la deuda externa, SÜDWIND 2002.
- Krueger, Anne New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking. Apr 2002, FMI en web FESUR UY.
- Daseking, Christina. Debt: How Much Is Too Much? Finance&Development FMI. Dic. 2002.
- Internacional Monetary Fund. IMF Board Discusses Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts. Julio 2002.
- Internacional Monetary Fund. A brief Guide to Comités, Groups, and Clubs. Sep 2002.
- Internacional Monetary Fund Annual Report 2002.
- Rojas Breu, Mariana. Relatorio del Seminario: La problemática de la deuda externa de la Argentina. Alternativas para una solución FESUR. Argentina 2002.
- Jauri, Jorge. Relatorio del Seminario Internacional: Deuda Externa, Propuestas para salir de la crisis. FESUR 2003.
- Valenti, Esteban. Deudores pobres, Deudores ricos, BITACORA. Enero 2003.
- Gobierno de Uruguay. Documentos del reperfilamiento de deuda. www.bcu.gub.uy
- Gobierno de Uruguay. Uruguay Nnounces Successful Results of Debt Reprofilng. May 16, 2003.
- La Nación. Noticia de la sentencia del Tribunal Federal NY -13/05/03.
- Bloomberg.com. Brazil to sell Bonds Abroad for First Time in Year 29/04/03.

