

CEPAL

COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

Distr.  
LIMITADA

LC/L.595  
11 de octubre de 1990

ESPAÑOL  
ORIGINAL: INGLES

# **CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA EN INVERSION GUIA PARA EL PERSONAL DIRECTIVO\***



NACIONES UNIDAS

\*Traducción de un texto inglés preliminar preparado por el Centro sobre Empresas Transnacionales de las Naciones Unidas. Puede tener diferencias con la versión inglesa final que emane de dicho Centro.

## INDICE

	<u>Página</u>
PREFACIO . . . . .	v
Capítulo I - RESUMEN . . . . .	1
Capítulo II - LOS ELEMENTOS ESENCIALES DE LA CONVERSION DE LA DEUDA . . . . .	7
A. DEFINICION . . . . .	7
B. LA HISTORIA DE LAS CONVERSIONES DE LA DEUDA . . . . .	11
C. NUEVAS FORMAS DE CONVERSION DE DEUDA . . . . .	18
D. EL PAPEL DEL MERCADO SECUNDARIO DE LA DEUDA . . . . .	22
E. LOS ACTORES PRINCIPALES . . . . .	29
F. LA ESTRUCTURA DE LOS HONORARIOS . . . . .	38
G. RESTRICCIONES CONTRACTUALES . . . . .	39
H. LA DISPONIBILIDAD DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS . . . . .	40
Capítulo III - LAS POSIBLES VENTAJAS DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSION DE LA DEUDA PARA LOS PAISES DEUDORES . . . . .	43
A. LOS PRINCIPALES BENEFICIOS . . . . .	43
B. LAS PRINCIPALES RESTRICCIONES . . . . .	48
C. LAS INSTITUCIONES ACREEDORAS . . . . .	53
D. EL CLIMA DE INVERSION . . . . .	54
E. PERSPECTIVAS EN LAS ECONOMIAS DE PLANIFICACION CENTRALIZADA . . . . .	57

	<u>Página</u>
Capítulo IV - RESTRICCIONES DE LOS PAISES ACREEDORES A LA CONVERSION DE LA DEUDA . . . . .	59
A. CONSIDERACIONES GENERALES . . . . .	60
B. LOS ESTADOS UNIDOS . . . . .	61
C. RESTRICCIONES A INSTITUCIONES NO ESTADOUNIDENSES . . . . .	69
Capítulo V - LOS PRINCIPALES PROGRAMAS DE CONVERSION DE LA DEUDA . . . . .	73
A. MODELOS CLAVES DE CONVERSION DE LA DEUDA . . . . .	78
B. ASPECTOS DE OTRAS EXPERIENCIAS DESTACADAS . . . . .	117
C. UNA SINTESIS DE LOS PROBLEMAS PLANTEADOS . . . .	126
Capítulo VI - CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA APLICACION DEL PROGRAMA . . . . .	133
A. ELEMENTOS PRINCIPALES QUE DEBEN CONSIDERARSE . . . . .	133
B. DEBATES CON INVERSIONISTAS INDIVIDUALES . . . .	137
C. ASISTENCIA TECNICA . . . . .	138
Capítulo VII - CONSIDERACIONES FINALES . . . . .	143
Notas . . . . .	148
Apéndice . . . . .	159

## PREFACIO

El presente informe es el producto más reciente de un proyecto de investigación a largo plazo que se inició en 1988 con la celebración en Caracas, Venezuela, de un taller sobre programas de conversión de la deuda externa en inversión. Dicho taller fue patrocinado por el Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales (CET), en colaboración con el Sistema Económico Latinoamericano (SELA).

Los participantes en el taller fueron Peter Hansen, Director Ejecutivo - CET; Henry Gill, Secretario Permanente Adjunto - SELA; Antoine Basile, Asesor Interregional - CET; Imelda Cisneros, Directora - SELA; Michael Mortimore - Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales; Tyrone Ferguson - SELA; Francesco Manca - CET; Miguel Rodríguez Mendoza y Andrew Quale - Consultores del CET; Julio Dreizzen - Banco Central de la República Argentina; Carlos Eduardo de Freitas - Banco Central del Brasil; Claudio Reyes - Banco Central de Chile; Emigdio Cruz - Secretaría de Hacienda y Crédito Público - México; Roberto Avendaño - Banco Central de Costa Rica; Deborah Mordecai - Banco de Jamaica; Juan Carlos Pérez Segnini - Superintendente de Inversiones Extranjeras - Venezuela; George Akamiokhor - Securities and Exchange Commission - Lagos; Hayford Alile - The Nigeria Stock Exchange; Armando Suratos - Central Bank of Philippines; Luis Mario Belaunde Plenge - ALIDE; Stanley Lalta - CARICOM; Jaime Pellicer - CEMLA; Ariela Ruiz-Caro - JUNAC; Lawrence Clarke - CFI; Tran-Nguyen - UNCTAD; y Alfredo Jefferson - PNUD.

La finalidad primordial de este informe es dar una visión panorámica de los principales problemas involucrados en los programas de conversión de la deuda a fin de prestar asistencia a las autoridades de los países que estén considerando la posibilidad de aplicar esos programas.

El presente informe busca:

- evaluar las modalidades, estructuras y mecanismos empleados hasta ahora en la elaboración de programas de conversión de la deuda;



- determinar las principales dificultades y problemas que encaran los países endeudados en materia de conversión de la deuda;
- identificar las principales ventajas e inconvenientes de los programas de conversión de la deuda desde el punto de vista del país receptor; y, naturalmente,
- proporcionar directrices concretas a los formuladores de políticas que contemplan la aplicación de programas de conversión de la deuda.

Cabe destacar que el informe no respalda concretamente la conversión de la deuda, ya sea como medio de reducir el volumen de la deuda externa de un país o como medio de incentivar la inversión; y que, incluso en los casos en que los programas de conversión de la deuda son de una conveniencia manifiesta, por sí solos sólo son susceptibles de tener un efecto limitado y, por tanto, deben considerarse exclusivamente como una de las diversas opciones que los países deudores deberían estudiar.

El presente informe fue dirigido por Antoine Basile, Asesor Interregional - CET, y contó con los aportes de Michael Mortimore, Miguel Rodríguez, David Suratgar, Andrew Quale, Lawrence Clarke y Ann Tran-Nguyen. Andrew Hilton colaboró en su redacción, mientras que Francesco Manca del CET, se encargó de coordinar y administrar la labor. La Unidad Conjunta CEPAL/CET hizo un aporte sustancial de información y conocimientos técnicos al presente estudio.

El Centro agradece asimismo a Derek Asiedu-Akrofi, Daniel Bradlow, Deborah K. Burand, Carlos Fligler, Karl M. Meessen, Wanda Olson y Harold Ullman por las valiosas observaciones que formularon sobre el borrador presentado en una reunión celebrada en Nueva York el 11 de diciembre de 1989.

## Capítulo I

### RESUMEN

El presente informe ha sido preparado por el Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales con el fin de prestar asistencia a los países que estudian la posibilidad de establecer o no un programa formal (o incluso informal) de conversión de la deuda externa en inversión. Está destinado especialmente a los decisores de los países que deseen aprovechar las experiencias de otros países que llevan ya varios años de aplicar programas de una u otra especie.

La guía comienza, en el capítulo II, por tratar de definir los elementos esenciales del concepto de conversión de la deuda. En el texto se hace hincapié en la simple conversión de la deuda en inversión extranjera que se dirige a una empresa nacional. Pero es necesario considerar el "intercambio de deudas", así como la conversión de deuda en inversiones de cartera o incluso exportaciones. También hay que considerar nuevas formas de conversión de la deuda --en particular el intercambio de la deuda por comercio y el concepto muy atractivo de intercambio "ecológico" (en los que un deudor logra que se cancele parte de su deuda a cambio de comprometerse a un manejo racional de los recursos naturales).

A continuación, la guía examina ejemplos de operaciones típicas de conversión de la deuda y la historia de la capitalización de la deuda --la que, en su forma actual, es producto en gran medida de la crisis de la deuda posterior a 1982. Examina con algún detalle el papel del mercado secundario de la deuda, sin cuya existencia es difícil concebir cómo podrían sostenerse realmente las conversiones de la deuda de cierta escala. En particular, analiza cómo han seguido cayendo los precios de la deuda en el mercado secundario y los factores que parecen incidir en el precio.

La guía pasa revista luego a los actores principales del proceso --en especial los papeles que desempeñan las autoridades de los países deudores, los bancos acreedores, los "corredores" de la deuda secundaria, las entidades de inversión y las organizaciones multilaterales. Asimismo, examina la estructura de los honorarios involucrados en las conversiones de la deuda, las

restricciones contractuales a dichas operaciones así como los instrumentos financieros adecuados.

El capítulo III --que es de particular importancia para cualquier país que esté estudiando la posibilidad de aplicar un programa de conversión de la deuda-- examina las ventajas que tendrían esos programas para los países deudores. Se hace especial referencia a las perspectivas de dichos programas en las economías de planificación centralizada así como a la importancia del clima de inversión.

Esto es importante porque muy a menudo dichos programas están sumidos en una penumbra ideológica que hace difícil evaluarlos en forma objetiva.<sup>1/</sup> Por ejemplo, en la actualidad están los que sugieren que la existencia de un programa de conversión de la deuda debería ser la prueba de fuego para saber si un país muy endeudado cumple con los requisitos para el alivio de la deuda conforme a las propuestas del Plan Brady del Tesoro de los Estados Unidos. A la inversa, en los países deudores hay otros que han sugerido que la existencia de un programa de conversión de la deuda es equivalente, ipso facto, al imperialismo económico. Por cierto que la verdad no es tan definida. Hay argumentos convincentes que podrían aducir ambas partes y, a fin de cuentas, el juicio sobre las bondades de un programa de conversión de la deuda tiene que depender en gran medida de la situación política, económica y social reinante en cada país que contemple establecer dicho programa. Sin embargo, lo que los países deudores no deben olvidar es que los propios bancos acreedores encaran también un cálculo complejo de costo/beneficio: tampoco para ellos las conversiones de deuda son inequívocamente "buenas" o "malas".<sup>2/</sup>

Este último punto se trata en el capítulo IV, que examina las restricciones del país acreedor a las conversiones de la deuda en varias partes del mundo. Interesa que todo país deudor que contemple establecer un programa de conversión de la deuda entienda que los acreedores (en particular los bancos comerciales acreedores) no son agentes completamente libres. En especial, están limitados por sus propias autoridades normativas y tributarias nacionales, por la redacción legal de los acuerdos de préstamo que han suscrito y por sus auditores (que tienen que actuar en nombre de los accionistas de los acreedores, y no de sus gerencias). En cada país acreedor de importancia, todas estas consideraciones tenderán a ser muy diferentes --tal como ocurre en los Estados Unidos, en que la situación actual es muy inestable y cambia con frecuencia.<sup>3/</sup>

Por tanto, no cabe duda que los países que contemplan el establecimiento de un programa de conversión de la deuda pueden aprender bastante de la experiencia de los demás --experiencia que se resume en el capítulo V. Muchas de las principales normas de los programas se hallan en los anexos II a VII. Se señala a la atención de los lectores que pueden obtener documentación jurídica adicional

sobre programas concretos de conversión de la deuda por intermedio del Centro de Empresas Transnacionales, con sede en Nueva York.

Hasta la fecha, más de 12 países han tenido una experiencia considerable en la conversión de la deuda, por lo que mencionaremos someramente aspectos de sus programas con fines de comparación. Sin embargo, desde el punto de vista de brindar un modelo útil, las experiencias más importantes son tal vez las de:

México - que puede citarse no sólo como uno de los programas de mayor volumen, sino como aquel en que los flujos reactivados de la inversión extranjera directa proveniente de las conversiones de la deuda se han encauzado hacia los sectores prioritarios y han derivado en un crecimiento importante de las exportaciones;

Brasil - que, por ser el deudor más grande de los países en desarrollo, es vital para el futuro de las conversiones de la deuda, pero que también es un país en que las conversiones de la deuda son muy polémicas (y, en el que, en efecto, están actualmente suspendidas);

Chile - que suele aducirse como el único programa de conversión de la deuda de pleno éxito (aunque no deben "desconocerse" ni las incertidumbres del programa chileno ni las consideraciones especiales que le dieron origen);

Argentina - que tiene un programa de conversión de la deuda en funcionamiento, con gran sorpresa de los que pensaban que representaba un territorio improbable para una idea tan polémica en lo político;

Filipinas - que sigue siendo el único programa importante fuera de la región de América Latina y el Caribe (y también el único que es impulsado en gran medida por el concepto del fondo de cartera); y

Jamaica - que interesa sobre todo por ser uno de los pocos ejemplos de un país en desarrollo pequeño que ha decidido seguir la senda de la conversión de la deuda con un grado considerable de compromiso.

También se mencionan las experiencias de otros países como Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Nigeria, Perú, Uruguay, Venezuela, Yugoslavia y Zambia. Interesa entender que ninguno de estos programas es un éxito rotundo o un fracaso absoluto --y que ninguno puede transferirse intacto a otro contexto económico, social o político.<sup>4/</sup> No obstante, todos tienen que abocarse en general al mismo conjunto de problemas --y éstos son problemas que todo país que contemple establecer un programa de conversión de la deuda está obligado a encarar. En ellos se plantean las siguientes preguntas:

- ¿quién está calificado para convertir?
- ¿qué clase de conversiones se permiten?
- ¿qué deuda es convertible?
- ¿qué normas rigen las inversiones vinculadas con dichas conversiones?
- ¿qué procedimiento existe para la conversión?
- ¿qué controla el proceso de conversión?
- ¿pueden los inversionistas convertir en fondos accionarios?
- ¿qué tipo de cambio se va a utilizar?
- ¿cuáles son los honorarios?
- ¿cómo se va a desembolsar la moneda local?
- ¿se otorgará preferencia a un inversionista/inversión en particular?
- ¿hay requisitos de "dinero fresco"?
- ¿qué régimen tributario es aplicable a las conversiones?
- ¿qué restricciones a las remesas tienen las conversiones?
- ¿cómo pueden compensarse los efectos inflacionarios? y
- ¿cómo puede minimizarse el perjuicio político?

Esta no es una lista exhaustiva. Pero indica lo complejas que pueden ser las ramificaciones incluso de un programa de conversión de la deuda relativamente sencillo, y sugiere que un gobierno que piense llevar a cabo dicho programa debe buscar el mejor asesoramiento externo posible.

Este es también uno de los mensajes del capítulo VI, que trata de la ejecución del programa. Dicha asistencia puede provenir de las organizaciones multilaterales (por ejemplo, del CET). Asimismo, puede provenir de bancos comerciales y de inversión, de abogados y contadores internacionales --aunque, en todos estos casos, el monto de los honorarios puede ser muy subido. En todo caso, las negociaciones mismas tenderán a ser prolongadas, y surgirán muchos aspectos legales y/o reglamentarios intrincados para los que se necesitará sin duda el concurso profesional.

El tema central de la guía es que los programas de conversión de la deuda no son una panacea para la deuda o los problemas de desarrollo de un país. Deben considerarse útiles pero de alcance limitado en cuanto al volumen de reducción de la deuda y de nuevas inversiones que pueden generar.<sup>5/</sup> Por lo demás, conllevan costos considerables que en ciertas circunstancias pueden sobrepasar sus beneficios. Empero, esto no significa que haya que descartarlos. En algunas circunstancias, pueden hacer una contribución importante tanto porque estimulan la afluencia de capital extranjero ahora que es cada vez más difícil atraer la inversión extranjera como porque amortizan la deuda externa (y, en forma más general, alivian la carga del servicio de la deuda).<sup>6/</sup> Lo que resulta claro es que un país que contemple la aplicación de dicho programa no debe permitir que lo afecte demasiado la propaganda en pro o en contra del mismo, y tiene que sopesar en cambio con mucho cuidado los costos y beneficios que puede experimentar u obtener realmente en la práctica.<sup>7/</sup> No es un cálculo fácil y la ayuda externa puede ser muy importante.

## Capítulo II

### LOS ELEMENTOS ESENCIALES DE LA CONVERSION DE LA DEUDA

#### A. DEFINICION

Una taxonomía útil para comenzar es la empleada por Roberts y Remolona en su estudio realizado para el Grupo de los Treinta.<sup>8/</sup>

Distinguen tres tipos básicos de intercambio que suelen incluirse dentro de la categoría más amplia de conversión de la deuda:

1. El "intercambio de deudas", que se define sencillamente como el cambio de acreedores que poseen préstamos de países en desarrollo. Esto se ha definido también como un "intercambio de riesgos" emanado de la evaluación variable que hace una institución del valor relativo de sus activos,<sup>9/</sup> pero en realidad no es otra cosa que volver a saldar los libros de los acreedores. Como tal, aunque sigue siendo la mayor parte de las operaciones de los bancos y los corredores en el mercado secundario de la deuda, escapa al ámbito de esta guía, salvo (y ésta es una excepción importante) en la medida en que pueda facilitar las conversiones de la deuda según la definición precedente.<sup>10/</sup>
2. El "intercambio de deuda por capital" o conversión de la deuda, es la operación que convierte la deuda de un país en desarrollo en capital extranjero invertido en una empresa nacional. En esta definición, la conversión sirve de vehículo para la inversión extranjera directa o de cartera. Esta forma de conversión es la que constituye el objetivo central del presente estudio.
3. El "intercambio de deuda por pesos" es la otra variante. Se presenta cuando en la conversión de la deuda participa un residente, y no un nacional extranjero, y en que el procedimiento cuenta con la aprobación oficial para repatriar capitales fugados.

Se reitera que el objetivo principal de esta guía es ocuparse de lo que Roberts y Remolona denominan la conversión de la deuda. Sin embargo, conviene definir el término en forma algo más amplia que esos autores --en particular para hacer hincapié en el hecho de que las capitalizaciones de la deuda configuran un proceso de múltiples etapas en que varios actores de diferentes países y en diferentes mercados tienen papeles que desempeñar. En consecuencia, tal vez mejoraría la definición si se dice que la conversión de la deuda (para los fines que interesan) es el proceso mediante el cual cualquier instrumento de la deuda emitido por cualquier prestatario público o privado, de un país en desarrollo o en nombre de éste, se convierte en una inversión de capital en dicho país.<sup>11/</sup>

El hecho de concebir las conversiones de la deuda como un proceso no es algo meramente semántico; refleja el hecho de que es muy probable que la conversión de la deuda sea tanto:

- la culminación de una serie de transacciones previas; como
- el comienzo de otra serie de transacciones que en definitiva resultarán en un producto o servicio que se elabora por dinero.

Se reitera que éstas no son las únicas formas de conversión de la deuda presentes en el mercado. También constituyen el grueso de las operaciones que hoy se realizan. Sin embargo, incluso dentro de la categoría específica de las conversiones de la deuda, se pueden encontrar una serie de variantes.<sup>12/</sup>

Básicamente, la forma más sencilla de conversión de la deuda (y tradicionalmente una de las más comunes) es la conversión directa de un préstamo intraempresa. Por ejemplo, supóngase que la compañía A le otorga un préstamo a la compañía A', su filial en Brasil. Por alguna razón, la compañía A' no puede adquirir las divisas necesarias para servir esta deuda. Por tanto, la empresa matriz para solucionar el problema acepta el pago en moneda local (inconvertible) que reinvierte en el acto en la filial, con lo que aumenta su inversión extranjera directa registrada en dicha filial.

Es evidente que ésta es una capitalización de la deuda --aunque la mayoría de las capitalizaciones que trata esta guía siguen una modalidad algo más compleja:

- Una empresa, que suele ser (pero no siempre) una gran empresa transnacional, decide que desea invertir en un determinado país en desarrollo.
- Entonces, presenta una propuesta de inversión a las autoridades pertinentes en la que explica los medios propuestos para financiar el proyecto.



- Una vez aprobado el proyecto, la empresa --que suele operar, aunque no siempre, a través de un intermediario financiero-- adquiere la deuda externa de dicho país en el mercado secundario por una suma inferior a su valor nominal íntegro.
- Luego esa deuda se presenta para su rescate en el banco central del país en cuestión, el que suele entregar moneda local a un tipo de cambio que oscila entre el valor nominal del título y su valor en el mercado secundario.
- Después, la empresa puede utilizar esta moneda local para efectuar la inversión aprobada, ya sea mediante la adquisición de acciones existentes o mediante una infusión completamente nueva de capital.

Las variantes principales de este procedimiento pueden ilustrarse gráficamente según el flujograma siguiente. Esto ilustra bien cómo tienen que coincidir los intereses de los tres agentes principales involucrados --los deudores, los acreedores y las empresas de inversión.

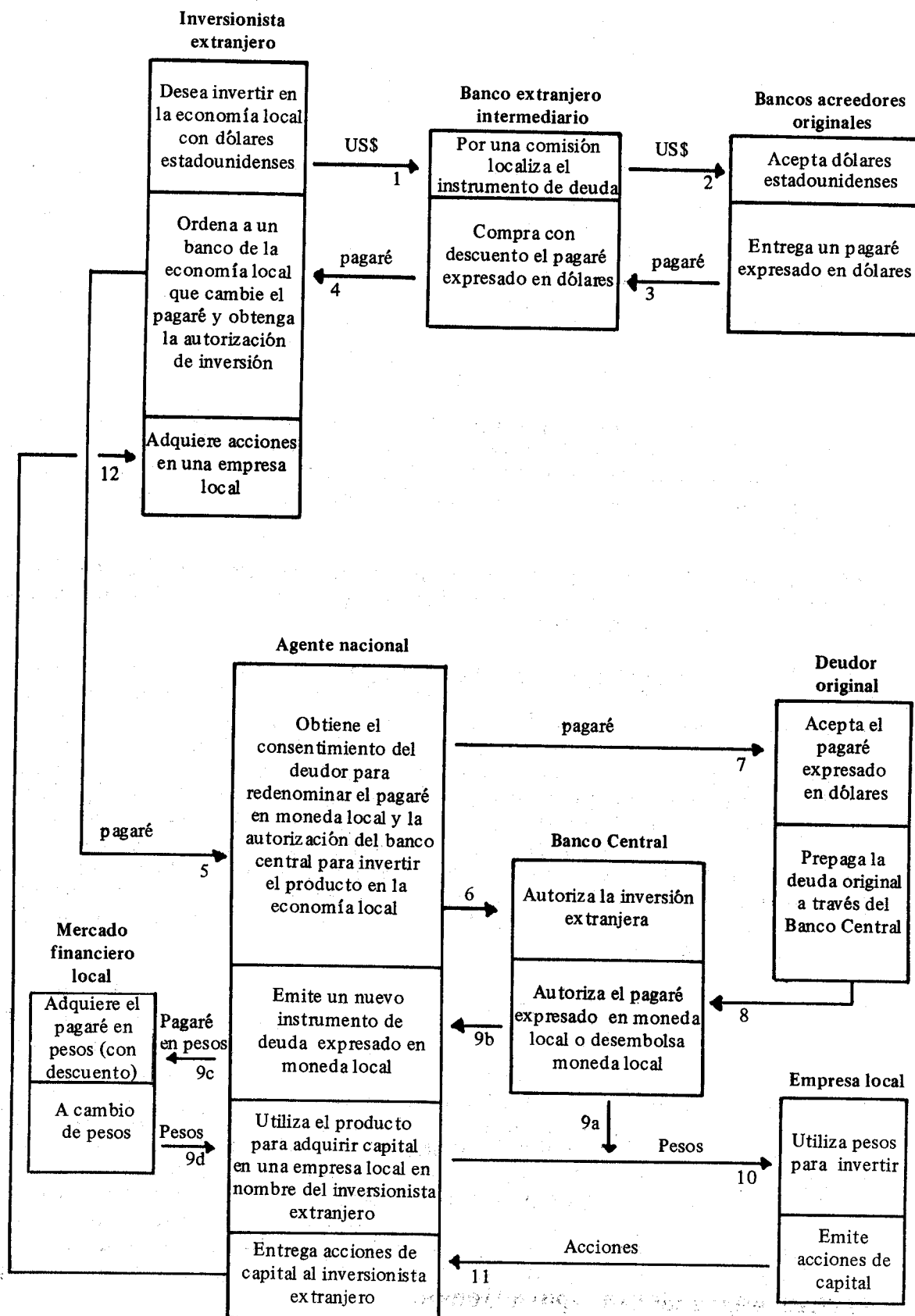
Hay incontables ejemplos de capitalizaciones de la deuda más o menos típicas que involucran a bancos y empresas. Entre los más conocidos y citados figuran:

1. Chrysler Corporation en México:13/ A fines de 1986, la Chrysler, con el concurso de Manufacturers Hanover, solicitó a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México que aprobara la conversión en pesos de deuda mexicana ascendente a 100 millones de dólares a fin de ampliar sus operaciones de montaje de automóviles en el país (que sirve principalmente al mercado estadounidense). La aprobación se otorgó con prontitud, con la condición de que el título se rescatara con un 10 a 15% de descuento. A continuación la Chrysler y el Manufacturers acudieron al mercado secundario de la deuda y reunieron un paquete de deuda "admisible" con un valor nominal aproximado de 60%.

Sobre la base de un descuento representativo de 12% impuesto por el gobierno, esto significó que la Chrysler logró adquirir con su dinero una suma en pesos 25% superior a la que habría adquirido al tipo de cambio oficial, y el gobierno pudo cancelar la deuda externa con un valor nominal de 50 millones de dólares. Aunque (como se sabe), el gobierno mexicano suspendió posteriormente la presentación de nuevas solicitudes a este programa, la Chrysler quedó muy satisfecha --e, incluso, completó ulteriormente dos operaciones más en ese país. Es así como el tesorero adjunto de esta empresa comentó a mediados de 1987 que la Chrysler se hallaba dispuesta a participar en programas similares en otros países en los que pronto emprendería operaciones.

Cuadro 1

# ELEMENTOS PRINCIPALES QUE INTERVIENEN EN LOS PROCEDIMIENTOS DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA



Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET, sobre la base de Banco Mundial, *Informe sobre el desarrollo mundial 1987*, Washington, D.C., 1987.

2. Proyecto tripartito de la pulpa y el papel en Chile:<sup>14/</sup> En este proyecto --que Euromoney denominó la operación del año en materia de capitalización de la deuda-- participaron Royal Dutch/Shell, Scott Paper y Citibank. Se realizó al amparo del capítulo XIX del programa chileno y ascendió a 277 millones de dólares --el monto más grande convertido en una sola operación hasta entonces. Lo que sucedió fue que Shell y Scott solicitaron la autorización del Banco Central para financiar su inversión por vía de la capitalización de deuda externa en manos de terceros. Una vez obtenida esta autorización, reunieron un voluminoso paquete de deuda --constituida en su mayoría por montos relativamente pequeños que tuvieron que aglutinar otros intermediarios financieros. El resultado final es que estos tres socios han obtenido su participación inicial en la planta de pulpa de Concepción con un ahorro efectivo de 30% con respecto al tipo de cambio oficial.

Hasta ahora, se han efectuado varios cientos de operaciones de capitalización de la deuda en más de 24 países, muchos de los cuales no cuentan con programas formales de conversión de la deuda. Han participado empresas estadounidenses (por ejemplo Chrysler, Ford, Swift, Eastman Kodak), japonesas (Nissan, JAL) y europeas (Fiat, VW, Shell, Club Méditerranée). Asimismo, han dado origen a un sector de gran crecimiento dentro de la industria bancaria, a medida que más y más bancos comerciales y de inversión compiten para participar en las operaciones de conversión de la deuda.<sup>15/</sup> Sin embargo, debe quedar en claro que la mayoría de las operaciones se han concentrado en un número relativamente pequeño de países grandes, que han involucrado a un número relativamente pequeño de grandes bancos, y que la gran mayoría de las empresas extranjeras interesadas ya operaban en los países en cuestión.

## B. LA HISTORIA DE LAS CAPITALIZACIONES DE LA DEUDA

Quizá sea infructuoso tratar de remontarse a los orígenes de la capitalización formal de la deuda, puesto que existe poca diferencia conceptual (o legal) entre el acuerdo ad hoc de rescate y la capitalización formal de la deuda. No obstante, la mayoría de los observadores concuerdan en que el primer reconocimiento formal del papel que pueden desempeñar las capitalizaciones de la deuda en la gestión de la deuda de un país en desarrollo se produjo durante la reestructuración del endeudamiento de Turquía a mediados de la década de 1970.<sup>16/</sup>

El incentivo, entonces como ahora, era doble:

- desde el punto de vista del país deudor, regenerar los flujos de inversión que se habían reducido abruptamente por la renuencia creciente de los bancos acreedores a

otorgar nuevos préstamos al advertir que la seguridad de los préstamos ya otorgados se estaba deteriorando; y

- desde el punto de vista de los propios bancos, para mejorar la calidad de los activos en sus libros.

Cabe preguntarse hasta qué punto el programa turco influyó realmente en los acontecimientos ulteriores. Por cierto que cuando los programas de capitalización de la deuda cobraron impulso en América Latina a comienzos de la década de 1980, prácticamente no se hizo referencia a la experiencia turca. En cambio, el paradigma parece haber sido Brasil --que contaba con su propio programa "semiformal" en 1978, aunque hasta fines de 1981 sólo se habían convertido entre 40 y 50 millones de dólares.

En enero de 1982 el Banco Central de Brasil modificó las normas sobre las capitalizaciones de la deuda, y ofreció un incentivo tributario de 10%.

El resultado fue un aumento notorio de las conversiones aunque, lamentablemente, esto se vio contrarrestado en gran medida por una baja paralela de la nueva inversión extranjera neta. No obstante, el comienzo de la crisis de la deuda a fines de 1982 impulsó considerablemente las capitalizaciones de la deuda. Por ejemplo, en el caso de Brasil los acuerdos de reestructuración de ese año significaron que los deudores del sector privado tuvieron que depositar en el Banco Central el equivalente en moneda local de sus empréstitos en el exterior a medida que vencían. Según lo ha señalado un documento de trabajo del FMI, algunos acreedores decidieron represtar este dinero en Brasil y otros decidieron utilizarlo para adquirir capital. Sin embargo, varios acreedores decidieron vender sus préstamos y, por ende, el derecho a usar los depósitos correspondientes (en moneda local), a una empresa transnacional o a una institución similar que proyectaba invertir en Brasil. De esta forma, se introdujo la primera de las capitalizaciones de la deuda posteriores a la crisis de la deuda.17/

Este programa --aunque gozó de gran popularidad entre las empresas transnacionales y los bancos-- fue muy polémico en Brasil, donde se estimó que desalentaba la afluencia de nuevos capitales. En consecuencia, en el verano de 1984 las autoridades restringieron a los acreedores originales las autorizaciones para efectuar dichas conversiones, es decir, proscribieron efectivamente toda conversión salvo la de los préstamos intraempresa o de los préstamos que incluyeran a los bancos acreedores como inversionistas (aunque se han encontrado formas de soslayar esta restricción). Hasta mediados de 1987, cuando el programa volvió a ampliarse, la participación brasileña en las operaciones de capitalización de la deuda era, por lo tanto, muy reducida, aunque que el FMI ha calculado que pese a la estrictez de las normas se efectuaron conversiones por unos 2 mil millones de dólares.

Argentina pasó a ser el próximo país deudor importante en instituir un programa formal de capitalización de la deuda, cuando reprogramó su deuda externa en el último trimestre de 1984. La propuesta argentina involucró la emisión de pagarés (conocidos como BONOD) para la deuda cubierta por el paquete, que luego podía capitalizarse sobre una base caso por caso. Según lo ha señalado el documento de trabajo del FMI este sistema ofrecía el único mecanismo mediante el cual los acreedores que habían recibido una garantía cambiaria podían realizar de inmediato la ganancia de capital que estaba vinculada con dicha garantía.<sup>18/</sup> Para cuando se puso término a este procedimiento a fines de 1985, ya se habían convertido unos 500 millones de dólares de deuda --tal vez no mucho, pero bastante si se consideran los bajísimos niveles de inversión extranjera neta que Argentina ha disfrutado en los últimos años.

El siguiente deudor importante en ingresar al mercado de capitalización de la deuda fue Chile --y su participación es importante porque su programa, plasmado en el Decreto Ley 600 y los capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, todavía está vigente y al parecer prosperando.<sup>19/</sup> En efecto, cuando se piensa en los programas de capitalización de la deuda, con frecuencia se viene a la mente en forma implícita el modelo chileno que, por alguna razón, ha despertado menos críticas internas que la mayoría de los demás programas de capitalización de la deuda, y que en general se considera (al menos por los acreedores) como un éxito resonante.

Uno de los aspectos más interesantes del programa chileno es cómo se gestó, ya que éste tiende a entrar en conflicto con la noción (generalmente válida) de que los programas de capitalización de la deuda han sido ideados principalmente para beneficio de las instituciones acreedoras norteamericanas y europeas.

Es efectivo que en el caso de Chile la iniciativa provino de un acreedor externo --pero, en este caso, el acreedor fue el National Commercial Bank (NCB) de Arabia Saudita. En 1983 el NCB adoptó la decisión de liquidar toda su cartera latinoamericana mediante una combinación de transacciones en efectivo y de "intercambio de deudas". A principios de 1984, sus únicos activos en la región eran aproximadamente 23 millones de dólares de deuda chilena, 15 millones de dólares de deuda argentina y 10 millones de dólares de deuda brasileña. Entonces, el NCB le comunicó al Ministerio de Hacienda de Chile que estaba dispuesto a aceptar el pago en moneda local por la deuda remanente, con el compromiso de reinvertir esas sumas en la economía local. El resultado fue una ampliación considerable de la orientación pro-inversión extranjera del DL 600, según consta en lo dispuesto por:

- El Capítulo XVIII, que estableció una subasta mensual en el Banco Central en la que los bancos locales podían presentarse a licitación para convertir un monto específico

de deuda externa en moneda local --y en la que no se hacían preguntas sobre la procedencia de la deuda; y

- El Capítulo XIX, que permite a los no residentes convertir en capital ciertos títulos de la deuda externa que pueden adquirirse en el mercado secundario, con el derecho específico de reconvertir el producto de esta inversión nuevamente en divisas. Las normas que rigen el programa figuran en el anexo II.

Los programas chilenos han contado con el amplio respaldo del FMI y del Banco Mundial, y no cabe duda que los capítulos XVIII y XIX han constituido un éxito impresionante --al menos en términos cuantitativos. Según el Banco Central de Chile, a fines de septiembre de 1989, se habían convertido unos 2 700 millones de dólares mediante el capítulo XIX y otros 2 500 millones de dólares mediante el capítulo XVIII.<sup>20/</sup> En efecto, la queja que formulan actualmente los bancos acreedores es que la competencia es demasiado encarnizada y que los buenos proyectos son demasiado escasos.

Aunque no le faltan críticos al programa chileno, su éxito inmediato fue uno de los factores principales para convencer a otros países latinoamericanos de que idearan sus propios sistemas. De éstos, tal vez el más importante sea el mexicano, anunciado en mayo de 1986 por intermedio de la Cláusula 5.11 del convenio de reestructuración de la deuda pública externa (véase el anexo III).<sup>21/</sup> Conforme a este convenio, después de que se habían convertido unos 2 mil millones de dólares (pero mientras estaban pendientes unos 3 mil millones de dólares en solicitudes que luego se aprobaron), el Banco Central fue autorizado a rescatar la deuda pública externa en moneda extranjera con un descuento ligado a la utilidad que tuviera la inversión propuesta. Este descuento oscilaba entre 0% si el producto se iba a destinar a la adquisición de empresas de propiedad estatal hasta 25% para proyectos estimados de valor económico menos obvio.<sup>22/</sup>

El primer país deudor importante no latinoamericano en anunciar un programa global de capitalización de la deuda fue Filipinas, cuyo plan fue anunciado mediante la Circular 11/11 del Banco Central en agosto de 1986 (véase el anexo IV).<sup>23/</sup> Este programa se destinó a incentivar la inversión en algunas esferas prioritarias y revertir la fuga de capitales. Con mayores restricciones a contar de julio de 1987, estipula que la deuda admisible puede convertirse en moneda nacional al valor nominal, menos un descuento (que llega hasta 24%) que depende en parte de la prioridad económica que se le atribuya a la inversión propuesta y en parte del monto de "dinero fresco" que prometa el inversionista.

Con posterioridad al programa de Filipinas, varios otros deudores han anunciado programas de capitalización de la deuda, a saber:

Ecuador, que dispuso en febrero de 1987, que las solicitudes deben tratarse caso por caso. Aunque se aprobaron operaciones por un total de unos 32 millones de dólares en los primeros cinco meses, el programa se suspendió a fines de 1987, al parecer por temor a que la utilización del "viaje redondo" (es decir el empleo de la capitalización de la deuda para reingresar el capital fugado al país en condiciones preferenciales) por los residentes locales estuviera ejerciendo una presión inaceptable sobre el tipo de cambio. Sin embargo, tendría importancia, puesto que desde entonces Ecuador ha seguido operando con otras formas de conversión de la deuda, en especial los intercambios de "deuda por conservación de la naturaleza" (véase el capítulo II.C.3 infra).

Jamaica, cuyo programa se inició en julio de 1987. Este abarca sólo "el tramo A" de la deuda con los bancos comerciales, que asciende a poco más de 170 millones de dólares de una deuda externa total de 3 500 millones de dólares. El programa de Jamaica, aunque enmendado en 1988, sigue funcionando y es un ejemplo interesante de cómo un pequeño deudor ha adoptado el principio de capitalización de la deuda (para más detalles, véase el anexo V).

Venezuela, que anunció su programa en abril de 1987 <sup>24/</sup> mediante el Decreto Ley 1521, actualizado mediante el Decreto 86 en marzo de 1989. En esencia, este programa estipula que puede autorizarse la conversión si el producto va a invertirse en las industrias de exportación o de sustitución de importaciones o en las industrias de cualquiera de los 11 sectores designados como prioritarios. Hasta ahora, la actividad ha sido limitada, aunque están pendientes una serie de proyectos ambiciosos.

Nigeria, que realizó su primera subasta para capitalizar deuda en octubre de 1988, bajo la presión de sus acreedores. La deuda admisible es de 4 800 millones de dólares en pagarés en manos de acreedores comerciales no asegurados, aunque se ha hablado de expandir el alcance de la deuda admisible.

Y lo que es más importante, por cierto en términos cuantitativos, tanto Brasil como Argentina han utilizado el éxito del programa chileno como excusa para reestructurar y reiniciar sus propios programas.

En el caso de Brasil, el nuevo programa se inició en marzo de 1988, con subastas mensuales para licitar el derecho a convertir aproximadamente 150 millones de dólares de deuda externa. El

descuento exigido a los acreedores dependía más que nada de la zona en que iba a situarse la inversión. El norte y el noreste, por ejemplo, fueron designados zonas prioritarias y contaban con una tasa de conversión más favorable. El programa se volvió a suspender a comienzos de 1989, pero en general se le ha considerado un éxito 25/ (véase el anexo VI).

Cabe mencionar también que tanto antes como después de que se reiniciara el programa brasileño formal de capitalización de la deuda, los "intercambios informales" desempeñaron un papel importante. El término "informal" traduce la transacción no autorizada de capitalización de la deuda que utiliza el mercado cambiario paralelo. En general dichas transacciones son conocidas de las autoridades, las que pueden de vez en cuando apretar las clavijas si el impacto (por ejemplo sobre la tasa de inflación interna) se estima inaceptable. El monto de estas operaciones no es insignificante: se ha estimado por ejemplo, que las conversiones informales en Brasil habrían representado unos 5 mil millones de dólares en 1988 --es decir, mucho más que lo que representan los programas formales.

En el caso de Argentina, el programa se reinició también con subastas mensuales a comienzos de 1988 --aunque las nuevas normas se habían venido analizando desde abril de 1987.26/ En general, se ha fijado un monto mensual de conversión de 50 millones de dólares, con la intención de amortizar un total de 1 900 millones de dólares durante los próximos cinco años. Como en Brasil, en general el programa ha suscitado más interés del esperado en los inversionistas y, en algunos meses, el gobierno ha accedido a convertir más de los 50 millones de dólares a los que se había comprometido inicialmente. Por ejemplo, en abril de 1988 liquidó un total de 117 millones de dólares a una tasa de descuento promedio de 54% (véase el anexo VII).

No resulta fácil obtener una cifra exacta del monto de deuda externa convertida mediante programas de capitalización de la deuda. En parte esto refleja el hecho de que en Brasil, por ejemplo, las conversiones "informales" seguirían siendo de mayor volumen que el programa formal --por muy exitoso que éste sea. En parte, refleja también la falta de un servicio coherente e integral de recopilación de estadísticas en esta esfera.

No obstante, la Unidad Conjunta CEPAL/CET ha estimado que en el período 1985-1989 las conversiones totales de deuda en los principales países deudores (excluido el componente de conversión de deuda de proyectos financiados de otra forma) ascendieron a unos 12 000 millones de dólares, es decir, un 3% de su deuda comercial total:



## Cuadro 2

EL VOLUMEN DE CONVERSIONES DE DEUDA EN INVERSION  
EXTRANJERA DIRECTA POR PAIS, 1985-1989 a/

(En millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989	Total
México	-	368	1 560	744	380	3 052
Brasil b/	581	206	347	2 547	848	4 529
Chile	32	214	707	886	1 321	3 160
Argentina	215	-	-	198	318	731
Filipinas	-	15	266	100	92	473
<u>Total</u>	<u>828</u>	<u>803</u>	<u>2 880</u>	<u>4 475</u>	<u>2 959</u>	<u>11 945</u>

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET, sobre la base de fuentes oficiales de información.

- a/ Sólo incluye aquella porción de las conversiones correspondiente a empresas extranjeras.  
b/ Excluye las conversiones anteriores a 1985 y las conversiones "informales".

Lo que parece claro es que contra la opinión de muchos de que el mercado de capitalización de la deuda agonizaba en 1987 (en particular, después que México suspendiera la presentación de nuevas solicitudes para participar en su programa), las conversiones de deuda repuntaron en 1988. En efecto, la suspensión de los programas (como en el caso de Brasil) obedecía en general a que las autoridades estaban empantanadas y temían que el proceso de capitalización de la deuda pudiera descontrolarse, en posible detrimento de la gestión económica y monetaria interna.

Esto indica que los cinco programas principales de capitalización de la deuda vigentes en 1988 estaban liquidando deuda a una tasa anual de unos 5 mil millones de dólares. A eso hay que agregar la cifra de unos 3 mil millones de dólares que se habrían convertido en Brasil a través del mercado "informal" y otros mil millones de dólares convertidos sobre una base ad hoc en otra parte.

En total, ello indica que la suma de capitalizaciones de la deuda en 1988 es de unos 8 mil millones de dólares. Aunque este monto corresponde sólo al 2% del total de la deuda externa pendiente, representa sin duda un incremento muy sustancial con respecto a años anteriores y sugiere que parte de la oposición a las capitalizaciones de la deuda (que se analizan en el capítulo siguiente) se ha disipado o se ha subordinado a los imperativos más apremiantes de reducir la carga de la deuda externa y aumentar la inversión. Esta es una lección que podría aplicarse ahora a los países de Europa oriental.

### C. NUEVAS FORMAS DE CONVERSION DE DEUDA

El objetivo primordial de esta guía son las conversiones tradicionales de deuda en capital según lo definido al comienzo de este capítulo. Aunque esta definición abarca también a los fondos de conversión de la deuda que son importantes en Filipinas (y cuya implantación se intenta también con variado éxito en Brasil y Chile), no incluye una serie de otras variantes del concepto básico de conversión de la deuda que son, en la actualidad, el tema de un considerable debate intelectual y que podrían tener especial relieve para los países pequeños con un potencial más limitado para la inversión extranjera tradicional.

Como los criterios de solución del problema de la deuda de los países en desarrollo no son estáticos, interesa conocer cuáles son las nuevas orientaciones que existen y qué es lo que pretenden ofrecer tanto a los acreedores como a los deudores.<sup>27/</sup> Por tanto, esta sección reseña las variantes más importantes del concepto básico de capitalización de la deuda que se postulan actualmente, o que de hecho se han ensayado en uno o más países deudores:

1. El enfoque Modigliani-Dornbusch:28/ Esta propuesta, formulada por dos economistas del Instituto Tecnológico de Massachussetts, es ahora objeto de debate tanto en los círculos académicos como populares. Tiene importancia en el sentido de que es capaz de incorporarse en sistemas vigentes de capitalización de la deuda, y porque sería compatible con los objetivos del llamado Plan Brady.29/

En suma, lo que Modigliani y Dornbusch proponen es que, en el contexto de una reestructuración más general de la deuda pública y privada de un país, todos los pagos de intereses durante un período determinado deberían efectuarse automáticamente en moneda local, otorgándosele a la institución acreedora el derecho a invertir esa moneda en la economía local. Después de un cierto período, cualesquier dividendos u otros pagos emanados de los pagos de intereses efectuados durante un período determinado deberían pagarse automáticamente en moneda local, otorgándosele a la institución acreedora el derecho a invertir dicha moneda en la economía local. Después de cierto período, cualesquier dividendos u otros pagos emanados de esas inversiones en moneda local podrían convertirse en divisas.

Hay muchas variaciones concebibles de este enfoque que se analizan en la actualidad. Por ejemplo, podrían combinarse los pagos de intereses y administrarse los fondos comunes de inversión (por la Corporación Financiera Internacional o el Banco Interamericano de Desarrollo) para invertirlos en proyectos en la esfera exportadora. Lo que interesa es que el modelo de Modigliani y Dornbusch apoya la idea de la "automaticidad" --es decir, que en cierto sentido, la conversión de la deuda debería ser automática, al menos para los países más endeudados.

2. Intercambio de deuda por productos de exportación: Durante muchos años se ha intentado que tanto los países deudores como algunos bancos acreedores establezcan un procedimiento formal que permita pagar los intereses de la deuda externa con exportaciones, las que la institución acreedora comercializaría posteriormente. Pero en casi todos los casos ha surgido el problema de que se teme que dichos sistemas puedan vulnerar las cláusulas pari passu y de prorrateo incluidas en la mayoría de los acuerdos de préstamos de consorcio. Por ende --aunque se sabe que se han celebrado operaciones individuales sobre una base ad hoc-- hasta ahora ha sido imposible establecer formalmente un sistema de esta índole en algún país deudor importante.

La única excepción destacada hasta ahora es Perú, que ya en noviembre de 1986 30/ anunció su intención de favorecer a los acreedores dispuestos a aceptar bienes y dinero en efectivo. Al parecer, esta iniciativa no provino del gobierno sino del First Interstate Bank, que representaba a un consorcio de unos 20 acreedores principales del Perú (en especial, incluía al Midland Bank). Al actuar en nombre de un grupo acreedor, el First

Interstate habría evitado vulnerar las cláusulas pari passu y de prorrateo que figuraban en los acuerdos crediticios de otros bancos.

En septiembre de 1987 se anunció la primera transacción de "deuda por productos", cuando el First Interstate y el Midland anunciaron conjuntamente que estaban dispuestos a cancelar un total de 96 millones de dólares de deuda de corto plazo (parte de ella puede no haber estado sujeta a cláusulas de prorrateo) a cambio de exportaciones peruanas. En diciembre, el Chase Manhattan anunció un acuerdo similar para cancelar hasta 49 millones de dólares en créditos de corto plazo, y en 1988 el gobierno anunció una meta de 300 millones de dólares de conversiones de deuda en productos de exportación. Desde entonces, el programa se ha ampliado a varios acreedores de Europa oriental, American Express, una serie de bancos regionales estadounidenses y el Banco de Bogotá, de Colombia. El sistema exige que los bancos paguen 2 dólares en efectivo por cada 3 dólares de productos. El dólar de diferencia sirve para amortizar la deuda de corto plazo que las instituciones financieras peruanas tienen con los bancos extranjeros.<sup>31/</sup> La mayoría de los productos susceptibles de acogerse a este trato son las exportaciones no tradicionales, aunque también pueden hacerlo muchos productos pesqueros y agrícolas.

Se reitera que el problema de ampliar este programa para incluir la deuda de largo plazo, o de aplicarlo a otros países, es que a menos que exista un consenso unánime entre los acreedores, algunos observadores creen que es difícil elaborar un sistema de intercambio de deuda por productos de exportación que no transgreda los pactos estándar contenidos en los documentos de los préstamos de consorcio. No obstante, hay otros que siguen convencidos de que el problema puede solucionarse y que en todo caso, es posible que pudieran obtenerse dispensas de las cláusulas pari passu en un ejercicio de reprogramación global.

3. Intercambio de deuda por conservación de la naturaleza: La idea de "intercambiar" deuda por alguna especie de activo nacional que ofrezca una garantía de que el deudor o el inversionista van a proteger directamente la base de recursos naturales del país para mayor beneficio de la humanidad tiene un atractivo inmediato, y ya se han celebrado varios acuerdos basados en dicha proposición, si bien en ínfima escala.<sup>32/</sup> Los primeros países que cancelaron una pequeña parte de su deuda en esta forma fueron Bolivia y Costa Rica, que completaron sus primeros acuerdos a mediados de 1987.

En el proyecto boliviano, Conservation International, un grupo ambiental estadounidense, pagó 100 000 dólares a uno de los bancos acreedores de Bolivia por deuda con un valor nominal de 650 000 dólares. Luego esta suma se convirtió en moneda local, a cambio de la promesa de que el gobierno conservaría 4 millones de acres de la selva amazónica como reserva natural. El proyecto costarricense es algo más complejo. El gobierno convino

inicialmente en pagar 75% del valor nominal de toda deuda donada para proyectos de conservación --independientemente del precio de venta de la deuda en el mercado secundario. Sin embargo, el pago se depositaba en un fondo especial que sólo podía gastarse en proyectos ambientales. En operaciones ulteriores, este precio ha caído significativamente, lo que indica el atractivo creciente de esta modalidad. Se estima que hasta fines de 1989 Costa Rica había disminuido su deuda en esta forma hasta en 75 millones de dólares.

Este enfoque tiene un potencial considerable y Ecuador, Filipinas y Zambia tienen ahora sus propios programas de "intercambio ecológico" en curso. Ha habido incluso serios llamamientos en pro de "un gran intercambio de deuda por preservación de la naturaleza" que vincula la deuda brasileña con la preservación de la selva amazónica. Y en agosto de 1989 se anunció que Madagascar cancelaría unos 3 millones de dólares de su deuda a cambio de compromisos de mejorar sus instalaciones en los parques nacionales.

Sin embargo, el hecho de que la idea prenda realmente va a depender tanto de las consideraciones contables y tributarias de los países acreedores como de las actitudes de los países deudores. Por ahora, por ejemplo, la reglamentación estadounidense no ofrece incentivos tributarios para que los bancos estadounidenses donen deuda en vez de cancelarla simplemente. Pese a ello, parece que hay cambios reglamentarios en preparación y se espera que el gobierno promulgue a fines de 1989 una ley que exija que la USAID participe en los sistemas de intercambio de deuda por preservación de la naturaleza. Asimismo, los Estados Unidos han aprobado la ley de protección de las selvas tropicales que manda a este país votar a favor de los intercambios de deuda por preservación de la naturaleza en los bancos multilaterales de desarrollo.

4. Deuda por desarrollo: Las mismas consideraciones contables y tributarias han impedido también el crecimiento de los intercambios de "deuda por ayuda", que algunos estiman que tiene un papel promisorio (aunque modesto) que desempeñar entre los deudores más pobres. Sin embargo, se ha efectuado por lo menos una operación de importancia.

A fines de 1988, el Midland Bank acordó donar deuda sudanesa virtualmente sin valor 33/ con un valor nominal de 800 mil dólares al Fondo de las Naciones Unidas para la Infancia. El gobierno había aceptado previamente que el UNICEF podía rescatar esta deuda en moneda local, y luego utilizarla para financiar un programa de desarrollo en la zona de Kordofan de ese país asolada por la sequía. Otros organismos que se han beneficiado del mismo enfoque son el Christian Children's Fund y el Ejército de Salvación.

Ha habido cierta controversia respecto a los sistemas de conversión de deuda en ayuda. Por ejemplo, tanto Christian Aid como Catholic Fund for Overseas Development han recibido la solicitud

de organizaciones similares en Brasil, la República Dominicana, Perú, Filipinas y Sri Lanka de no participar en estos sistemas o alentarlos.<sup>34/</sup> No obstante, en una escala modesta, pueden ayudar a aliviar algunos de los problemas de los países más pobres, y un grupo del sector privado, la Debt for Development Coalition, con sede en Washington, ha surgido para presionar en su favor en los Estados Unidos.

Se advertirá que, con la excepción del modelo Modigliani-Dornbusch (que podía incorporarse en un programa tradicional de capitalización de la deuda), todas estas variantes son sustitutos de los programas de conversión de la deuda bosquejados en esta guía. Pueden tener especial importancia en una situación particular, pero su aplicabilidad está limitada inevitablemente por las restricciones de la demanda y la oferta.

#### D. EL PAPEL DEL MERCADO SECUNDARIO DE LA DEUDA

Si sólo se examina la conversión de los préstamos intraempresas o si se supone que un banco acreedor convierte sencillamente un activo crediticio en un aporte de capital, la existencia de un mercado secundario de la deuda de los países en desarrollo carece en gran medida de interés para las operaciones de capitalización de la deuda. Esa fue la situación que prevaleció --en teoría y tal vez en la práctica-- en Brasil entre 1984 y 1988, y que predomina todavía en varios países que permiten (e incluso fomentan) la conversión de los préstamos entre empresas sobre una base ad hoc sin promover ninguna clase formal de programa de capitalización de la deuda.

Sin embargo, la mayoría de los programas formales de capitalización de la deuda que se analizan en esta guía suponen un mercado secundario de la deuda muy activo como corolario necesario para adquirir un paquete de deuda "admisible" para una conversión determinada. Por ejemplo, considérese la operación efectuada a fines de 1987 por un banco de inversión londinense cuya empresa cliente le había solicitado que obtuviera 10 millones de dólares de deuda mexicana admisible (y no contaminada) para una conversión que ya había sido aprobada por las autoridades. El problema era que el único banco tenedor de la deuda apropiada no estaba en condiciones de venderla en efectivo por consideraciones contables, e insistía en cambio en canjearla por deuda argentina. Lamentablemente, el inversionista que deseaba acceder a la deuda mexicana carecía de deuda argentina que ofrecer a cambio, de modo que el banco de inversión tuvo que encontrar un intermediario. En definitiva participaron cinco bancos, transándose cuatro especies diferentes de títulos de países en desarrollo.<sup>35/</sup>

Este tipo de transacción en cadena es la regla en cuanto a las capitalizaciones de la deuda, y explica por qué la mayoría de los

observadores (y participantes) creen que la existencia de un mercado secundario de la deuda vigoroso es un requisito necesario para el crecimiento sostenido de estas operaciones.<sup>36/</sup>

Conviene comenzar por definir los términos.

Por "mercado secundario" se entiende el mercado en que se transa la deuda externa --que suele ser deuda pública, pero con frecuencia también deuda del sector privado. En general, la deuda que circula en este mercado es la deuda de los países con ciertos problemas económicos, y tiende a venderse con un descuento sustancial respecto a su valor nominal, sobre la base de la percepción de mercado de la solvencia del prestatario y de la probabilidad de que en definitiva la deuda se sirva y liquide de conformidad con los documentos crediticios. El mercado (y la expresión sólo se puede emplear en forma muy genérica) no está regulado pues no existe una bolsa central en que los precios se coticen públicamente. Por tanto, es muy imperfecto, y los precios de la deuda que se cotizan son con frecuencia meramente indicativos. Por cierto que nadie está obligado a operar con esos precios.

El mercado secundario de la deuda de los países en desarrollo no es nuevo. Existía en una escala relativamente pequeña mucho antes del comienzo de la crisis de la deuda en 1982 --aunque casi exclusivamente como vehículo para que los bancos acreedores manejaran sus carteras de países menos desarrollados, por ejemplo, intercambios de "deudas" con otros bancos ya sea mediante asignación directa o subparticipaciones. En algunos casos, pero no siempre, estas transacciones se ponían en conocimiento de los prestatarios, aunque muchos prestatarios no llevaban un registro adecuado de los acreedores individuales. Cabe señalar que algunos de los bancos más imaginativos desglosaban los préstamos individuales, liquidando los vencimientos de corto o largo plazo a fin de modificar el perfil original de vencimientos del acreedor.

Son cuatro los factores destacados que facilitaron la transición del contexto anterior a 1982 de transferencias interbancarias más o menos "aleatorias" a la forma actual de operaciones en el mercado secundario:

- la disposición de un número creciente de bancos a vender o intercambiar su deuda con un descuento sustancial respecto a su valor nominal;
- la amalgamación progresiva de la deuda de los países en desarrollo en instrumentos menores en número (y más manejables);
- la simplificación gradual de los procedimientos para transferir la deuda (y la correspondiente mayor familiaridad de los bancos con dichos procedimientos);

- la elaboración de sistemas más o menos formales de conversión de la deuda en muchos países deudores.

Aunque hay ejemplos anteriores, la venta e intercambio en gran escala de préstamos con descuento sólo se remonta en la práctica a 1982 cuando los bancos comenzaron a reestructurar, a menudo sin ninguna estrategia global, las carteras que habían reunido a mediados de la década de 1970. En esa oportunidad, muchos bancos trataron de desligarse por completo de las operaciones crediticias con los países en desarrollo, aunque otros trataron de especializarse en unos pocos países que ellos creían conocer realmente. Al mismo tiempo, muchos bancos más o menos nerviosos decidieron intercambiar o transar su salida de los préstamos del sector privado por obligaciones del sector público --tendencia que se aceleró después de los problemas tan publicitados del grupo mexicano Alfa. Con esto surgió un sistema improvisado de valorizar los préstamos según evolucionaba su solvencia presunta --en particular a medida que el proceso de reorganización y compensación de carteras disminuía el número total de prestamistas.

En el caso de México, antes de 1982 había bastante más de 50 prestatarios, de los que sólo unos pocos contaban con toda la palabra y crédito del Gobierno central.<sup>37/</sup> Hasta ahora ya se ha reprogramado el grueso de ellos, con la garantía de México, en sólo dos conjuntos de acuerdos globales de reestructuración. Además, hay tres nuevos acuerdos monetarios. Por tanto, mientras que antes de 1982 los bancos tenían que encarar decenas de riesgos crediticios diferentes --y las a menudo sutiles diferencias entre ellos-- ahora sólo hay cinco tipos homogéneos de instrumentos con una fijación idéntica de precios y perfiles de vencimiento similares.

Se reitera que como corolario de esto ha habido también una gran simplificación y estandarización de los procedimientos de transferencia. Antes de 1982, por ejemplo, con frecuencia había que ocultarle las transferencias al prestatario original. Ahora, en el caso de México, por ejemplo, se presume que se ha aprobado una transferencia transcurridos diez días a menos que se plantee una objeción concreta. En consecuencia, ha disminuido considerablemente el tiempo empleado en la negociación de la documentación crediticia.

Como resultado de todo esto --y espoleado por el crecimiento de los programas de capitalización de la deuda <sup>38/</sup>-- se ha expandido considerablemente el mercado secundario de la deuda.

Sin embargo, sigue en pie el debate legítimo sobre si las transacciones secundarias de la deuda de los países en desarrollo constituyen realmente un mercado como se concibe normalmente. Haciendo uso de la palabra en una conferencia sobre la deuda latinoamericana, auspiciada por el International Herald Tribune en 1988, uno de los ejecutivos más destacados en este tipo de



transacciones, Richard Marin del Bankers Trust, ilustró con acierto cuán flojo y desorganizado era este "mercado". Cuando la cotización predominante de la deuda brasileña a juicio de un número creciente de instituciones que decían seguir el mercado era de 42 centavos de dólar, se contactaron cuatro bancos para que ejecutaran un intercambio de deuda de 200 millones de dólares para una gran empresa transnacional. Esto requería la compra de 200 millones de dólares de títulos brasileños a su valor nominal. Como la empresa deseaba fijar el precio, los cuatro bancos comenzaron a sondear el mercado. Esta mera exploración (pues no había otra demanda de títulos brasileños) elevó el precio de la deuda del Brasil a 55 centavos. En otras palabras, hubo un alza del 30% del precio causado por el mero rumor de la adquisición de 3/10 del 1% de la deuda total brasileña.39/

No obstante, el volumen de operaciones para transar deuda de países en desarrollo ha crecido con suma rapidez. Según Martin Schubert, otro negociante destacado, hay ahora más de 50 bancos comerciales y de inversión intermediarios en los países acreedores con departamentos encargados de las conversiones de deudas, en que los ocho más destacados representan tal vez más de 85% del volumen.40/ No cabe duda que se muestra conservador cuando sugiere que el volumen total de intercambio de deuda es de sólo 6 a 7 mil millones de dólares anuales.41/ Sólo las capitalización formales de la deuda ascendían a este nivel en 1988, y se estima que el volumen total de conversión de la deuda (tomando en cuenta la propia transacción como fuente de utilidades y la naturaleza "en cadena" de la mayoría de las operaciones de este tipo) es cercano a los 20 mil millones de dólares anuales.42/

La importancia que tiene todo esto es que, si bien un mercado secundario de la deuda de países en desarrollo funcionante no es un requisito indispensable para un programa floreciente de capitalización de la deuda, sí facilita enormemente el éxito de dicho programa pues:

- facilita mucho (y abarata mucho) la reunión de paquetes de deuda admisible con vencimiento adecuado, que puede ser de particular importancia cuando el inversionista definitivo es (como ocurre cada vez más) una empresa transnacional y no un banco acreedor;
- ofrece un "reservorio" de deuda fácilmente accesible, lo que significa que los participantes en la conversión de la deuda no tienen que llevar necesariamente grandes inventarios en sus propios libros;
- significa que las instituciones financieras pueden estar en situación de garantizar efectivamente operaciones (en vez de operar como antes fundamentalmente sobre la base de los "mejores esfuerzos"); y

- permite que todas las partes involucradas realicen una valorización primaria de diferentes formas de deuda (algo que tiene consecuencias contables y reglamentarias más amplias que se analizan posteriormente).

Tal vez lo paradójico sea que el crecimiento de las conversiones de deuda en general y de las operaciones de capitalización de la deuda en particular hayan ido generalmente acompañadas de una caída bastante acentuada de los precios de la deuda cotizada en el mercado secundario de la misma (que se sabe tan imperfecto).<sup>43/</sup> Como puede observarse infra los precios de los títulos de los principales países deudores cayeron en hasta 50% en los últimos tres años y medio anteriores a mediados de 1989.

Esta tendencia descendente, que se aceleró notoriamente en el segundo semestre de 1987, se produjo pese al éxito relativo del programa argentino de capitalización de la deuda mediante subastas. Además, hay ejemplos bien publicitados de operaciones de la deuda que se realizan a precios muy inferiores a éstos. Y los precios de los deudores "secundarios" han caído aún más. Por ejemplo, en abril de 1988 la deuda peruana se vendía a 8 centavos de dólar y la boliviana a 11 centavos de dólar.

El hecho de que la mayoría de los precios no se recuperaran significativamente en 1988 de los bajos niveles de fines de 1987 comenzó a preocupar a algunos participantes en el mercado. En enero de 1989, por ejemplo, la prensa financiera señalaba que el volumen de transacciones se había desplomado y citaba a varios negociantes como sugiriendo que el mercado se había paralizado prácticamente.

No cabe duda que después de un año 1988 tan positivo parece que 1989 está resultando ser un año mucho más duro, pero en realidad este panorama sombrío casi no se justifica --en particular en vista de los cambios de la política estadounidense en materia de deuda propuestos por el Secretario del Tesoro Brady. En efecto, según se señala en el cuadro precedente, en realidad ha habido un notorio repunte de los precios de los títulos de determinados deudores en el mercado secundario, tal vez como resultado del mayor optimismo consecutivo al anuncio de las propuestas del Secretario Brady. El índice de la deuda de los países en desarrollo de Shearson Lehman Hutton (que pondera el precio de la deuda de los países en desarrollo según su volumen en el mercado) era de 37.8 en agosto, por ejemplo --el valor más alto desde enero.

Como todo país que piense establecer un programa formal de capitalización de la deuda tiene que tener en cuenta el precio al que los inversionistas pueden captar su deuda en el mercado, conviene examinar qué es lo que afecta su valor en el mercado secundario.<sup>44/</sup>

Cuadro 3

PRECIOS INDICATIVOS DE LA DEUDA DE LOS PAISES EN  
DESARROLLO EN EL MERCADO SECUNDARIO

(Licitación/oferta promedio; porcentaje  
del valor original)

	Julio 85	Julio 86	Junio 87	Diciembre 87	Abril 88	Marzo 89	Agosto 89
Argentina	62.5	65.0	58.0	37.0	29.0	17.0	15.0
Brasil	78.0	74.5	62.0	46.5	51.5	29.0	31.0
Chile	67.0	65.5	69.0	61.0	59.5	56.0	63.5
México	81.0	57.5	58.0	53.0	52.0	39.0	43.0
Filipinas	...	...	70.5	50.5	51.5	37.0	51.0
Venezuela	82.0	76.5	72.0	57.0	55.0	33.5	38.5

Fuente: Salomon Bros., Merrill Lynch, Shearson Lehman Hutton.

Desde un punto de vista estadístico, la respuesta parece ser que son pocos los factores. El análisis de regresión efectuado en el Continental Bank a mediados de 1988 sugiere que en el caso de México los depósitos bancarios, la inflación, el precio del petróleo y la deuda bancaria influyeron en la determinación del precio de los títulos mexicanos y todos fueron estadísticamente significativos. Sin embargo, de éstos, sólo la inflación y la deuda bancaria poseían el signo correcto intuitivamente, y en todos los casos la correlación observada fue bastante débil.

Tal vez sean importantes variables como el historial de pagos del país y las percepciones de mercado de la estabilidad política económica, aunque todavía falta labor estadística en esta esfera.

Además, y esto tiene suma importancia, toda la curva de precios de la deuda de los países en desarrollo ha experimentado fluctuaciones periódicas debido a factores exógenos sobre los que los gobiernos deudores no han tenido control alguno. Uno de dichos factores fue el anuncio hecho en mayo de 1987 de que Citicorp --el más grande acreedor estadounidense de la mayoría de los países muy endeudados-- incrementaría sus reservas para pérdidas por préstamos en 3 mil millones de dólares, es decir, el 25% de sus compromisos totales. Sólo esta acción provocó la caída de por lo menos 10% del precio del grueso de la deuda latinoamericana --precio que siguió cayendo durante gran parte del resto del año. Es difícil decir por qué ocurrió precisamente esto, en particular dado que Citicorp acompañó su anuncio con la promesa de participar en forma más activa en el mercado de capitalización de la deuda.

Parece que la acción de Citicorp convenció a varios otros bancos de enajenar al menos parte de su cartera de deudas con la esperanza de que bajaran los precios --expectativa que fue en efecto fruto de sus propios esfuerzos.<sup>45/</sup>

A nivel de cada país se advierten también fácilmente los mismos "puntos de ruptura". Tanto en Brasil como en Ecuador, por ejemplo, los precios de la deuda cayeron en casi 1/3 tan pronto como se anunció una moratoria de los pagos de intereses de la deuda externa. Como cabría esperar cuando se levantó la moratoria los precios mostraron una curva ascendente bastante rígida. En efecto, la liquidación de los pagos atrasados de intereses de la deuda brasileña con los bancos comerciales en el último trimestre de 1988, que elevó considerablemente las ganancias de los bancos estadounidenses ese año, tuvo muy poco efecto sobre el precio de los títulos brasileños en el mercado secundario.

## E. LOS ACTORES PRINCIPALES

Los actores principales en el proceso de capitalización de la deuda son: 46/

- Las autoridades del país deudor: éstas suelen ser el Ministerio de Hacienda y el Banco Central, pero también pueden involucrar al Ministerio de Comercio y al Ministerio de Industria.<sup>47/</sup> Controlan tanto la formulación de la legislación sobre capitalización de la deuda como su ejecución.
- Los bancos acreedores: son (o eran) los tenedores originales de la deuda disponible ahora para convertirla en capital. Son en su mayor parte estadounidenses o europeos, aunque ahora destacan más las instituciones japonesas (y no debe olvidarse que fue un banco árabe el que le dio al mercado el impulso que necesitaba a comienzos de la década de 1980).
- Corredores de la deuda: pueden tener o no tener deuda alguna registrada en sus propios libros, pero su función es reunir paquetes de deudas para clientes inversionistas y facilitar el proceso de obtener todas las autorizaciones necesarias. Estos corredores pueden ser banqueros comerciales o de inversión, o entidades de muy poca monta. Asimismo, pueden ser locales o extranjeros, pero si son extranjeros lo más probable es que trabajen en colaboración con alguna especie de representante local.
- El inversionista extranjero: según las circunstancias, el inversionista puede ser el acreedor, aunque (como se verá más adelante) algunos países imponen restricciones a las inversiones no financieras de los bancos. Lo habitual es que el inversionista sea una empresa transnacional que ya opera en el país.
- Las organizaciones multilaterales: éstas comprenden el FMI (que ha realizado varios estudios sobre el mercado de capitalización de la deuda), el grupo del Banco Mundial, y el Banco Interamericano de Desarrollo. Asimismo, incluyen organizaciones de las Naciones Unidas como el CET, que presta asistencia técnica a los gobiernos miembros que estudian la posibilidad de establecer programas de capitalización de la deuda.

1. Autoridades de los países deudores: Se reitera que la mayoría de los programas individuales de capitalización de la deuda son elaborados por el Ministerio de Hacienda o Economía, y administrados ya sea directamente por el Ministerio o mediante el

Banco Central. En el caso del primer programa de Argentina, fue el Ministerio de Economía el que desempeñó el papel clave; pero en México, por ejemplo, cuando el programa funcionaba oficialmente, el Ministerio de Hacienda mantuvo un estricto control sobre el mismo.

En muchos casos, los programas de capitalización de la deuda han pasado a identificarse estrechamente con uno o dos funcionarios claves, lo que a menudo ha causado problemas cuando ha habido una reestructuración de la burocracia.

Es evidente que esto constituye un peligro de que, a menos que se genere un amplio consenso a favor de un programa de capitalización de la deuda, haya ciertos aspectos de dicho programa (o incluso el propio programa) que no sobrevivan a los vaivenes normales de los altos cargos gubernativos.

2. Los bancos acreedores: Mediante el proceso de concertación de préstamos a través de un consorcio en la década de 1970, la cartera de la deuda de los países en desarrollo pasó a diseminarse ampliamente entre la comunidad bancaria internacional. Por ejemplo, es de público conocimiento que México contaba con bastante más de 50 bancos acreedores en 1982 --cifra que en la práctica puede ser muy superior, dado que Brasil habría contado con 450 bancos acreedores por lo menos.

En el trabajo que realiza el CET sobre la conducta crediticia de los bancos transnacionales 48/ se distinguen tres grupos de bancos acreedores en la esfera de los préstamos de consorcio:

- Bancos "líderes", a saber, Citicorp, Chase Manhattan, BankAmerica, J.P. Morgan y Manufacturers Hanover. Son todos bancos estadounidenses y dominaban esencialmente los préstamos de consorcio en la década de 1970.
- Bancos "rivales", a saber, Lloyds, Bank of Montreal, Bank of Tokyo, Bankers Trust, Chemical, Canadian Imperial Bank of Commerce, Toronto-Dominion, Commerzbank, Bank of Nova Scotia y Long Term Credit Bank. Muchos de estos bancos no son estadounidenses; pero, en general, compitieron agresivamente con los grandes bancos estadounidenses para suscribir préstamos de consorcio en el período de auge del otorgamiento de préstamos a los países en desarrollo.
- Bancos "seguidores", a saber, National Westminster, Deutsche Bank, Barclays, Dresdner, West Deutsche LB, Royal Bank of Canada, Midland Group, Credit Lyonnais, Industrial Bank of Japan and Banque Nationale de Paris. Todos estos grandes bancos no estadounidenses tenían un fuerte interés en los préstamos de consorcio, pero fueron mucho menos agresivos en organizar esas actividades que los demás grupos.

Una de las conclusiones más importantes de este estudio es que, si bien resulta claro que la mayoría de los organizadores principales prestaron en exceso a los principales deudores durante el auge, este efecto común oculta cuando menos dos tendencias distintas del comportamiento de los bancos. Los rivales prestaron en exceso a los clientes más solventes debido al ambiente competitivo que existió durante el auge en la concesión de préstamos soberanos. Dichos bancos tendían a exponerse demasiado a la insolvencia debido a su "miopía frente al desastre". Este concepto significa que como las presiones competitivas erosionan los rendimientos que pueden obtener los prestamistas en el tiempo, muchos bancos tenían que renunciar al cobro de una prima de riesgo por exponerse a una crisis de proporciones de probabilidad escasa pero desconocida y/o permitir un deterioro en su capital neto y/o que aumentara su exposición a las crisis de fondos en el mercado interbancario. Este fenómeno representó un defecto técnico de la estimación de riesgos o de la evaluación de solvencia que se convirtió en una tendencia sistémica y se volvió muy característico del comportamiento de los rivales y de los bancos recién ingresados. Este comportamiento deriva fundamentalmente de una perspectiva frente a la concesión de préstamos soberanos, en que el objetivo era aumentar la participación en el mercado mediante transacciones cada vez más voluminosas con los clientes actuales más solventes.

Los líderes parecen haber prestado en forma excesiva por razones diferentes. Dada su acentuada orientación a las utilidades de corto plazo, estos organizadores se sintieron obligados a moverse fuera de los confines de los prestatarios más solventes del sector público para colocar préstamos de mayor rendimiento en manos de clientes mucho más riesgosos, tales como los prestatarios soberanos al margen del mercado internacional o los clientes no garantizados del sector privado en los mercados donde hubo más competencia de precios. En esto, los líderes propendían más a vender agresivamente paquetes de préstamos a mayor precio a aquellos prestatarios a los que tradicionalmente se les negaba de plano el acceso a los mercados de crédito internacionales o que al menos se les negaban sumas tan cuantiosas. Aunque no hubo ninguna modificación de las características de riesgo que los relegaba al margen de los préstamos internacionales, estos prestatarios vieron de pronto que los líderes trataban de persuadirlos para que aceptaran enormes créditos que simplemente no habían previsto solicitar o, al menos, no en volúmenes tan cuantiosos. Por ende, los líderes tendieron a depender más de ingresos derivados de tratos especiales con clientes más riesgosos dispuestos a pagar mayores honorarios, comisiones e intereses para obtener acceso al mercado.

En síntesis, las principales tendencias del comportamiento de los grandes bancos transnacionales durante el auge crediticio pueden dividirse entre la miopía frente al desastre o falla técnica demostrada por los rivales en la organización de préstamos de

consorcio en los mercados con mayor competencia de precios y el acto de la concesión excesiva y corriente de préstamos por los líderes en la organización de préstamos de consorcio para los clientes soberanos más riesgosos o en la colocación de préstamos directos en el sector privado no garantizado de los mercados más competitivos en materia de precios. En este sentido, no sólo la concesión excesiva de préstamos por los BTN contribuyó a la crisis de la deuda, sino que diferentes categorías de organizadores contribuyeron de distinta manera a dicha crisis.49/

Por cierto que desde que se otorgaron los préstamos originales muchos de estos bancos, con la notable excepción de los bancos líderes, han reducido considerablemente sus compromisos con los países en desarrollo, ya sea mediante la venta de participaciones fuera del consorcio, la venta directa o el intercambio por créditos que le son más propicios. Se estima que el total de compromisos de los bancos comerciales con América Latina llegó a su cúspide en el período 1982-1983, y que desde entonces ha disminuido en un 3%. Es más, si se atiende a la deuda del sector privado la caída ha sido mucho más importante ya que los bancos han tratado de mejorar la calidad de sus libros de créditos. Desde un tope de casi 89 000 millones de dólares en 1982, la deuda total no garantizada del sector privado en manos de los bancos comerciales había caído a sólo 26 400 millones de dólares a fines de 1986 --lo que refleja el anhelo de muchos prestamistas de cambiar las obligaciones del sector privado por las del sector público y el hecho de que muchas obligaciones privadas se han "nacionalizado" en la práctica como resultado de los acuerdos de reprogramación.

No obstante, la composición de los acreedores sigue más o menos invariable --los grandes bancos acreedores ya enumerados controlan en realidad una parte siempre creciente de la deuda total pendiente mientras que los acreedores más pequeños se retiran o les compran su parte. En lo que respecta a los compromisos de los bancos estadounidenses, un estudio realizado en 1988 por Keefe, Bruyette y Woods confirma que, pese a la disminución de los compromisos absolutos, los bancos involucrados siguen manteniendo la misma proporcionalidad.

Avala esta conclusión la composición de los comités asesores bancarios originales, establecidos por muchos grupos acreedores como centros para entablar negociaciones con los gobiernos deudores. Según el estudio CEPAL/CET ya mencionado,50/ los bancos de estos grupos (que son en general los acreedores principales) son muy similares de un país a otro:

- Brasil: Citicorp (coordinador), J.P. Morgan y Lloyds (copresidentes). Manufacturers Hanover, BankAmerica, Chase Manhattan, Bank of Tokyo, Chemical, Bankers Trust, Bank of Montreal, Credit Lyonnais, Deutsche Bank, Arab Banking Corp. y Union Bank of Switzerland.



## Cuadro 4

BANCOS ESTADOUNIDENSES: COMPROMISOS CON LOS PAISES  
EN DESARROLLO

(Al 30 de septiembre de 1988)

	(En millones de dólares)	% de variación desde enero de 1987
Citicorp	12 100	-17
BankAmerica	9 000	-13
Manufacturers Hanover	8 688	-6
Chase Manhattan	7 950	-9
Chemical	5 900	-1
J.P. Morgan	4 700	-13
Bankers Trust	4 000	0
First Chicago	2 429	-22
Continental Illinois	2 000	-17
Irving	1 890	-3
Mellon	1 386	-13
Security Pacific	1 260	-43
Bank of Boston	1 000	-29

Fuente: Keefe, Bruyete y Woods Inc., Nueva York, 1988.

- México: Citicorp (coordinador), BankAmerica y Swiss Bank Corp. (copresidentes), Manufacturers Hanover, Chase Manhattan, J.P. Morgan, Bank of Tokyo, Chemical, Bankers Trust, Lloyds, Bank of Montreal, Deutsche Bank y Société Générale.
- Argentina: Citicorp (coordinador), Manufacturers Hanover, BankAmerica, Chase Manhattan, J.P. Morgan, Bank of Tokyo, Lloyds, Dresdner, Crédit Lyonnais, Royal Bank of Canada y Crédit Suisse.
- Filipinas: Manufacturers Hanover (coordinador), Citicorp, BankAmerica, Chase Manhattan, J.P. Morgan, Bank of Tokyo, Chemical, Bank of Montreal, Dresdner, Barclays, Banque Nationale de Paris y Fuji Bank.
- Colombia: Chemical (coordinador), Citicorp, Manufacturers Hanover, BankAmerica, Chase Manhattan, Bank of Tokyo, Bankers Trust, Dresdner, Barclays, Royal Bank of Canada, Industrial Bank of Japan, Midland Group, Continental Illinois y Banque Paribas.
- Perú: Citicorp (coordinador), Manufacturers Hanover, Chase Manhattan, Bank of Tokyo, Chemical, Bankers Trust, Bank of Nova Scotia, Dresdner, Crédit Lyonnais, National Westminster, Crocker y Banco Central.
- Bolivia: BankAmerica (coordinador), Manufacturers Hanover, Bankers Trust, Bank of Nova Scotia, Dresdner, Crocker, Libra, Amex Bank y Texas Commerce.
- Uruguay: Citicorp (coordinador), Manufacturers Hanover, BankAmerica, Bank of Tokyo, Lloyds, Bank of Nova Scotia, Dresdner y Crédit Suisse.

En suma, el estudio CET/CEPAL estima que los bancos estadounidenses poseen alrededor de un tercio de la deuda total pendiente de los países en desarrollo, y que de ese tercio, unos dos tercios está en manos de los nueve bancos principales de los centros financieros norteamericanos.

3. Corredores de la deuda: La mayoría de los bancos comerciales mencionados en la sección precedente han establecido sus propios equipos para negociar la deuda. Esto se ha hecho fundamentalmente para facilitar la reestructuración o racionalización de sus propias carteras de deuda. Sin embargo, en algunos casos, ha habido una política activa de buscar clientes en terceros y de formar entidades asesoras en capitalización de la deuda. El Bankers Trust se ha mostrado bastante activo en esta esfera y, como se ha visto, Citicorp and Manufacturers Hanover han desempeñado también un papel importante en facilitar grandes operaciones de capitalización de la deuda.

Merece destacarse que, en especial respecto a los bancos comerciales estadounidenses, hay casi siempre una clara distinción entre compensar los propios libros y efectuar operaciones con terceros. En parte, esto refleja las restricciones internas a las actividades permisibles de los bancos comerciales. En parte, representa también un temor real de que si el propio libro de inversiones de un banco se "contaminara" con operaciones con terceros en que haya estado involucrado el banco, las autoridades normativas podrían insistir en que la deuda mantenida ostensiblemente para fines de inversión a largo plazo debería rebajarse a su valor de mercado (véase infra).

Estrechamente vinculados con los grandes bancos comerciales (que son sus accionistas) están los muchos bancos de consorcios que se establecieron en la década de 1970 para proporcionar asesoría experta a nivel regional. La mayoría de éstos ya han sido liquidados, pero varios aún permanecen activos --sobre todo en las operaciones de conversión de deuda. El más importante es tal vez el Libra Bank, de propiedad conjunta del Chase Manhattan, Mitsubishi Bank, Royal Bank of Canada, Swiss Bank Corporation, WestLB y Banco Itau. El Libra es un participante muy activo en el mercado interbancario de los países en desarrollo.

Entre los bancos de inversión internacionales (que en general no registran un monto sustancial de deuda de países en desarrollo en sus propios libros) que han destacado en las operaciones de capitalización de la deuda, los más importantes son probablemente entidades bien conocidas como:

- American Express/Shearson Lehman Hutton (que, por intermedio de su Presidente James Robinson, participa en forma más general en enfoques innovadores para gestionar la deuda de los países en desarrollo);
- Merrill Lynch (que, como muchos otros, publica un índice regular de precios de la deuda en el mercado secundario);
- Drexel Burnham Lambert (que recibió bastante publicidad hace un par de años como resultado de haber anunciado planes de ampliar el mercado para la deuda de los países en desarrollo mediante su "conversión en valores"); y
- Bear Stearns.

En Europa, tanto Lazard Freres como Lazard Brothers son entidades destacadas en esta esfera, junto con NM Rothschild y SG Warburg. También destaca Singer y Friedlander --vinculada con Eurinam una pequeña casa de comercialización de la deuda de Nueva York.

Más difícil de categorizar es el banco de los Países Bajos, Nederlandse Middenstandsbank, que es un participante con una

influencia desproporcionada en los mercados de la deuda de los países en desarrollo, en particular en América Latina, donde es casi con seguridad el actor principal.

Muchas de estas instituciones transnacionales han establecido vínculos con instituciones financieras nacionales en los países deudores. En Brasil, por ejemplo, Citibank está vinculado con FNC, Nederlandse Middenstandsbank con Guilder, Lloyds con Multiplic, Bankers Trust con Iochpe, y Bank of Boston con Sodril. Estos vínculos pueden incluir una participación accionaria, aunque esto no es estrictamente indispensable. Lo que sí es necesario en países como Brasil, Argentina y Chile es que un banco o corredor extranjero realice todas o casi todas sus operaciones mediante una institución local. En Brasil, por ejemplo, y éste es un modelo bastante común, las únicas instituciones facultadas para licitar en las subastas regulares mensuales de capitalización de la deuda son las casas de corretaje nacionales. En las primeras seis subastas de 1988 licitaron 37 de estas instituciones, 16 de las cuales estaban asociadas formalmente con grupos bancarios más grandes.<sup>51/</sup>

4. El inversionista extranjero: Los inversionistas que podrían interesarse en proyectos financiados por conversión de la deuda son:

- Bancos acreedores: Puede haber limitaciones en cuanto a la magnitud (o el plazo) en que los bancos pueden poseer activos no financieros. No obstante, puede que en algunas circunstancias los bancos acreedores deseen convertir su cartera de deuda, ya sea en forma directa o indirecta, en activos reales en un país deudor, y se interesen en financiar la expansión de las operaciones de su sector financiero mediante conversión de deuda. En la primera categoría, NMB, Banesto y National Commercial Bank han configurado una cartera sustancial de deuda latinoamericana; en la otra categoría, Bankers Trust, Security Pacific y Citicorp han recapitalizado sus filiales financieras locales mediante conversiones de la deuda. Sin embargo, la mayoría de estos bancos emplean una estrategia precavida que combina la conversión de deuda con las operaciones de capitalización de la misma.<sup>52/</sup>
- Empresas transnacionales: Se reitera que la mayoría de las inversiones de empresas transnacionales a través de sistemas de capitalización de la deuda han sido hechas por empresas bien establecidas en el país deudor. Gran parte de estas inversiones se concentran en privatizaciones, turismo y sobre todo automóviles (rubro que por sí solo puede representar entre 15 y 20% del total). Empero, se advierte un uso creciente de dichos programas por los inversionistas pequeños y/o debutantes,

por ejemplo, Fletcher-Challenge en Chile y Brasil. También los pequeños inversionistas utilizan en parte los fondos de conversión de la deuda para canalizar inversiones en mercados relativamente desconocidos de países en desarrollo.53/

5. Las organizaciones multilaterales: En general, puede decirse que estas instituciones desempeñan tres clases de funciones en las operaciones de conversión de la deuda:

- aquellas (como el FMI) cuyo interés es fundamentalmente analítico;
- aquellas (como la CFI del Banco Mundial y la nueva rama encargada del sector privado del Banco Interamericano de Desarrollo) cuya función es participativa y catalítica; y
- aquellas (como el CET y la CEPAL) cuya función es tanto analítica como asesora.

Hasta ahora, el interés del FMI en las capitalizaciones de la deuda ha sido relativamente escaso, aunque el trabajo de Blackwell y Nocera ha procurado analizar cómo deberían tratarse tales transacciones en las cuentas de balance de pagos y de qué forma podrían afectar la oferta monetaria, el tipo de cambio y el crecimiento económico. Al parecer, los funcionarios del FMI estiman que los programas de capitalización de la deuda servirían para hacer más manejable la carga de endeudamiento de un país y contribuir al crecimiento económico --pero sólo hasta cierto punto.54/

El grupo del Banco Mundial --y en especial la Corporación Financiera Internacional-- ha adoptado una posición más agresiva en apoyo de las capitalizaciones de la deuda. Según un funcionario de la CFI, el grupo del Banco ha respaldado y promovido estos conceptos como otro instrumento posible para encarar la crisis de endeudamiento global.55/ La CFI se ha esmerado en promover la constitución de fondos de conversión de la deuda, en que la moneda local reunida mediante conversiones se invierte en el mercado accionario local. Por ejemplo, es una de las promotoras del primer fondo de capital de Filipinas por 65 millones de dólares y de un fondo más pequeño en Chile. Junto con esto, y anticipándose a la mayor demanda institucional de información sobre los mercados financieros de los países menos desarrollados, la CFI ha elaborado una base de datos de mercados incipientes, que suministra información financiera detallada sobre los mercados financieros de los principales 18 países en desarrollo.56/

La CFI ha participado también en sistemas de capitalización de la deuda más tradicionales. Por ejemplo, en 1987 ejerció la opción de derechos en una inversión hotelera existente mediante la

compra de deuda en el mercado libre con un descuento considerable, y luego invirtiendo en moneda local conforme a lo prescrito por el programa oficial de conversión de la deuda del país. Hacia fines de ese mismo año, la CFI participó también en una transacción de capitalización de la deuda que involucró la compra por el Bank of Scotland y el Norwest Bank de la participación de un 29% de la CFI en una fábrica de pulpa y papel en Brasil.57/

Además, el grupo del Banco Mundial ha asignado recursos para efectuar estudios de sistemas de conversión de la deuda y prestar asistencia técnica. Y lo que es más importante, el banco se ha ocupado de incorporar activamente los mecanismos de conversión de la deuda como elementos específicos de su política crediticia en varios países.58/

El Banco Interamericano de Desarrollo considera también la conversión de la deuda como parte de una lista de opciones más amplia para encarar la deuda de un país en desarrollo y, en general, ha respaldado este tipo de operaciones.

Dentro del cuerpo principal de instituciones de las Naciones Unidas, según lo señalado al comienzo, el Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe han mostrado un especial interés en promover un mayor conocimiento de la capitalización de la deuda. Este programa continúa.

#### F. LA ESTRUCTURA DE LOS HONORARIOS

Aunque no existe una fórmula rígida respecto a cuáles son los honorarios que deben cobrarse en una operación de conversión de la deuda, o cómo deben distribuirse, interesa que todo país que piense establecer un programa de esa índole esté consciente de que los honorarios involucrados tienden a ser considerables, aunque son negociables --y que no sólo los cobran las entidades del sector privado. Por ejemplo, el grupo de financiamiento empresarial del Departamento de Mercados de Capital de la CFI, licita ahora de rutina en competencia con los bancos de inversión internacionales, trabajos de asesoramiento en los países en desarrollo y, aunque su rol de honorarios suele ser más modesto que el de sus competidores, sus servicios pueden costar hasta 500 a 1 000 dólares por hombre/día.

En cuanto a los honorarios que entraña una operación concreta de capitalización de la deuda, depende mucho del caso individual y hay evidencias de que los honorarios han caído en el último bienio. No obstante, se presenta el siguiente ejemplo hipotético (basado en la combinación de sistemas para encarar la deuda latinoamericana) que sería más bien característico:

- La empresa A le pide al banco B que reúna un paquete de 30 millones de dólares de deuda admisible del país C, que se propone utilizar para financiar una inversión en dicho país mediante su programa de capitalización de la deuda. El banco B acepta el encargo por un pago equivalente al 2% del valor de mercado de la deuda en cuestión.59/
- A continuación, el banco B reúne la deuda a un precio promedio de 45 centavos de dólar, lo que significa que la empresa A deberá pagarle el 2% de 13 500 millones de dólares, o sea, 270 000 dólares. (Asimismo, el banco B puede ofrecer a la empresa A la opción de comprar esta deuda en las condiciones ya mencionadas, en cuyo caso los honorarios por esa opción ascenderían a un 1 a 2% más.)
- La empresa A, representada por el banco B, licitará entonces (por intermedio del corredor D) en la subasta regular del país C el derecho a convertir la deuda que ha adquirido, o sobre la que tiene una opción, conforme a los términos del programa oficial de capitalización de la deuda. Sobre la base de resultados característicos de subastas realizadas en 1988 y 1989, tal vez tendrá que licitar alrededor de 25% --lo que significa que sólo obtendrá 22.5 millones de dólares en su equivalente en moneda local. Además, es muy probable que tenga que pagar honorarios fijos de hasta 5% al Banco Central lo que significa que sólo recibiría 21 millones de dólares en su equivalente en moneda local. Además, tendría que pagar honorarios a su banco agente (que podrían ser de un 0.5% de los fondos recibidos, o sea, 105 000 dólares), y tendrá que abonarle de todas maneras honorarios de hasta 2.5% al corredor local (o sea, 525 000 dólares en su equivalente en moneda local).

Por tanto, en suma, la empresa A había incrementado su inversión inicial de 13 500 millones de dólares en más de 1 millón de dólares. Sin embargo, de todas maneras habrá recibido a cambio el equivalente a 21 millones de dólares en moneda local --lo que puede hacer la operación muy atractiva, siempre y cuando la única alternativa de la empresa A haya sido la traída de nuevos fondos al tipo de cambio oficial.

#### G. RESTRICCIONES CONTRACTUALES

Conviene sintetizar de partida dos de las restricciones contractuales que puede encarar un país que espera establecer un programa de capitalización de la deuda --y que sólo pueden soslayarse en la práctica mediante el libre acuerdo de los bancos comerciales tenedores de la deuda de un país.

Estos aspectos, que casi siempre están sujetos a negociaciones, son, entre otras cosas:

El prepago obligatorio y las cláusulas de prorrateo, a las que habría que renunciar para establecer un programa de capitalización de la deuda, puesto que cabría sostener que las conversiones de la deuda equivalen a brindarle un trato preferencial a un acreedor con respecto a otro. Nótese que esto no es necesariamente así. En efecto, en los últimos años, los países deudores han elaborado a menudo (e incluso habitualmente) cláusulas de prepago de tal modo que no puedan activarse a menos que estén involucrados pagos en moneda extranjera. Es evidente que se requeriría una opinión legal en cada caso particular.<sup>60/</sup> Por lo menos, ahora es habitual que la documentación legal de una transacción de capitalización de la deuda estipule explícitamente que dicha transacción no activa las cláusulas de prepago obligatorio o de prorrateo.

Restricciones a cesionarios permisibles, a las que habría que renunciar para que los bancos acreedores pudieran vender deuda a los inversionistas transnacionales (o incluso a los residentes del país deudor) que ansían convertir la deuda en moneda local. Por cierto que hasta hace poco en la mayoría de los acuerdos de reestructuración de la deuda se limitaba la facultad de los prestamistas para ceder sus intereses a entidades que no sean bancos o instituciones financieras (sobre todo porque a los deudores les ha sido mucho más difícil mantener la disciplina de los acreedores no bancarios cuando se trata de peticiones de más "dinero fresco"). Hoy no se estima que esto sea un problema en términos prácticos, aunque no puede desconocerse. Entre las soluciones figura la autorización general de cesión a entidades no financieras cuando se trata de la conversión de deuda, o la disposición de una especie de "subparticipación silenciosa" en que el banco sigue siendo el acreedor nominal hasta que el préstamo se salde efectivamente.

#### H. LA DISPONIBILIDAD DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Necesariamente, toda intensificación de las capitalizaciones de deuda planteará tarde o temprano y con mayor frecuencia el interrogante de valorizar las acciones ordinarias y los instrumentos y mecanismos financieros en general.<sup>61/</sup> Por ejemplo, en marzo de 1987 el Gobierno de Filipinas presentó a sus bancos acreedores un instrumento financiero novedoso. Se les ofreció a los bancos pagarés de inversión en vez del pago de intereses, los que podían canjearse en el programa de capitalización de la deuda a un margen más elevado que el de los acreedores, quienes insistían en que todo los intereses se pagaran en efectivo. Se considera que



esa innovación es una señal importante para otras innovaciones financieras y ha multiplicado los fondos de inversión que operan en Filipinas.

Otro aspecto es la naturaleza y el alcance del acceso de dichas transacciones a la cartera en contraposición a las inversiones directas.<sup>62/</sup> En Filipinas sólo se permitían al principio las inversiones directas nuevas, y las mejores esperanzas de obtener un verdadero impulso con el proceso de capitalización de deuda en ese país, se cifraron tal vez en las medidas conducentes a establecer fondos de conversión de la deuda. Las modificaciones ulteriores de la Circular 11/11 alteraron considerablemente esa situación.

Chile y México, así como Brasil, permiten el acceso a las inversiones de cartera en una u otra forma; sin embargo, hasta el momento es en Filipinas donde el concepto de fondo de conversión ha estado más próximo a concretarse. La razón fundamental de esto es que la Circular 11/11 está redactada con la flexibilidad suficiente para que los pesos generados por las conversiones de deuda no tengan que invertirse directamente en proyectos determinados, sino que puedan invertirse, a través de administradores de fondos, en una cartera de acciones en empresas calificadas.

Este proceso realza asimismo el papel de las bolsas de valores. Los esfuerzos por liberalizar las operaciones de asignación de valores, cotización y de otra índole de dichas instituciones y reducir las demoras en su ejecución son importantes en este sentido. En este contexto, es necesario fortalecer la capacidad del Banco Central como actor clave de dicho programa, estableciendo como mínimo una dependencia especial para garantizar la ejecución y supervisión expedita de dichos sistemas.

### Capítulo III

#### LAS POSIBLES VENTAJAS DE LOS PROGRAMAS DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA PARA LOS PAISES DEUDORES

Los programas de capitalización de la deuda (ya sea sobre una base formal o informal) son de por sí polémicos. Por tanto, no es conveniente para los acreedores y los gobiernos deudores obrar como si la capitalización de la deuda fuera axiomáticamente algo bueno.<sup>63/</sup> Según se expone en el presente capítulo, el cálculo costo/beneficio de los programas de capitalización de la deuda es muy delicado, y la decisión a que llegue todo país deudor sobre si conviene instituir dicho programa tiene que reflejar las realidades sociales, económicas y políticas dentro de ese país, así como el endeudamiento externo, el nivel de inversión nacional y la posibilidad de obtener alivio de la deuda de alguna otra manera.<sup>64/</sup>

##### A. LOS PRINCIPALES BENEFICIOS

Un banquero inversionista, contratado por el CET en relación con el taller sobre conversión de la deuda en capital, celebrado en Caracas, Venezuela, en abril de 1988, ofreció una síntesis de los beneficios que tendrían los programas de capitalización de la deuda:

Para el país deudor, los programas de conversión de deuda pueden atraer y acelerar las inversiones de capital extranjero necesarias para sostener el crecimiento económico. Es más, si se abren a la participación de los residentes, las capitalizaciones de la deuda pueden movilizar los activos mantenidos en el exterior. Dado que la deuda es reemplazada por la inversión de capital, el inversionista, y no el país deudor, corre (o participa en) el riesgo.

Asimismo, el país deudor puede reducir sus obligaciones externas pendientes al reemplazar la deuda, que exige pagos inmediatos en moneda dura por obligaciones que pueden armonizarse favorablemente con las necesidades de balance de pagos del país. La conversión de deuda en capital permite la cancelación razonable del endeudamiento externo de un país con poca presión sobre sus limitadas reservas internacionales y

sin efectos adversos sobre la situación de balanza de pagos, puesto que las remesas de dividendos y utilidades sólo son susceptibles de ocurrir cuando tanto la empresa como la nación están económicamente sanos.

El programa tiene el atractivo adicional de ofrecer un mecanismo efectivo, basado en el mercado, para encauzar recursos al sector privado o para fomentar los esfuerzos de privatización de un gobierno. Por último, están los beneficios económicos multiplicadores de la inversión productiva como la generación de inversión interna y el acceso a nueva tecnología.<sup>65/</sup>

En otras palabras, a su juicio, los beneficios de un programa de capitalización de la deuda comprenden:

- El hecho de que estimula la afluencia de capital extranjero: En efecto, esta es la razón principal de que los programas de capitalización de la deuda sean considerados con frecuencia en forma axiomática como algo bueno, y como la afluencia de la inversión extranjera directa a los países en desarrollo ha disminuido a la mitad durante la década de 1980, hay mucha necesidad de aumentarla. Tal como lo ha observado el estudio global efectuado por Business International, las empresas transnacionales propenderían a invertir, y a invertir más, si se redujera su costo de fondos.<sup>66/</sup>

El problema es que los hechos no respaldan en forma inequívoca esta proposición. Hay pruebas suficientes que apoyan la idea de la "adicionalidad" positiva en el programa actual de Argentina, y parece seguro que el éxito del programa chileno ha creado un clima en que otros inversionistas extranjeros han sido atraídos al país incluso sin el incentivo del programa. De ello se desprende que los países deudores serían renuentes a ofrecer capitalizaciones de la deuda cuyo producto se destinara a una inversión extranjera que habría ocurrido de todas maneras. En dichos casos, el país deudor obtendría menos de la inversión extranjera de lo que habría obtenido sin este subsidio implícito.<sup>67/</sup> Sin embargo, hay que reconocer también que el gobierno brasileño suspendió su programa en 1987 cuando tuvo pruebas concluyentes de que el programa hacía acudir a aquellos inversionistas que habrían acudido de todas maneras a un costo efectivo menor. En otras palabras, entonces, prácticamente no había "adicionalidad".

En el caso de Chile, el Banco Central cobra comisiones y honorarios por convertir sus títulos de la deuda externa. Así, una parte del descuento vuelve a Chile, mientras que queda un monto suficiente para mantener una

corriente sostenida de inversionistas que desean efectuar inversiones directas. México es el primer país en instituir un impuesto a las ganancias obtenidas en virtud de capitalizaciones de la deuda. Poco antes de suspender la recepción de nuevas solicitudes en octubre de 1987, México estableció un impuesto de 20% a la diferencia entre los precios de compra y rescate de sus títulos de la deuda.

Sin embargo, como la mayoría de los países no proporcionan datos sobre la reinversión de utilidades, no hay información sobre lo que ha ocurrido con el total del capital extranjero desde que se iniciaron los programas de capitalización de la deuda. Es muy probable que los programas de capitalización de la deuda fueran el indicio de una actitud más favorable de los gobiernos interesados hacia la inversión extranjera y un esfuerzo serio por revitalizar los sectores rezagados, y que como resultado de ello aumentara la reinversión de utilidades. Es evidente que éste es un aspecto que las autoridades del país deudor tienen que vigilar constantemente, pero resulta difícilísimo dar una respuesta inequívoca a la cuestión de la "adicionalidad".

- El acicate que brinda al crecimiento económico: De nuevo, las pruebas son encontradas.<sup>68/</sup> El país con el programa de conversión de la deuda más exitoso, Chile, ha gozado en efecto de una elevada tasa de crecimiento a fines de la década de 1980. Pero hay otros países de América Latina y (en particular) de Asia que han equiparado o superado esta marca sin programas formales de conversión de la deuda. En efecto, hoy hay un consenso generalizado de que en las circunstancias económicas reinantes durante el último decenio, el alto crecimiento de los países en desarrollo ha estado vinculado más estrechamente a una fuerte orientación exportadora. Los sistemas de capitalización de la deuda pueden ser una especie de acicate para los planes de promoción de exportaciones de un gobierno, pero no son un requisito indispensable para una política exportadora agresiva.
- El hecho de que puede fomentar la repatriación de capital fugado: La existencia de activos considerables mantenidos en el exterior por nacionales de países deudores es un hecho reconocido universalmente, aunque siga siendo muy polémico. En algunos casos (por ejemplo, Venezuela), no hubo por muchos años controles cambiarios formales, lo que significó que la acumulación de dichos activos en el exterior fuera perfectamente legal. Sin embargo, que ocurriera en la magnitud que lo hizo parece haber reflejado una política de sobrevaluación deliberada del bolívar. En otros países, por ejemplo Argentina y Brasil,

la acumulación de dichos activos en el exterior es en casi todos los casos, ilegal --aunque es bien sabido que muchos bancos internacionales solicitaron activamente dichos fondos a los nacionales argentinos y brasileños. Con todo, las sumas involucradas no son en modo alguno triviales: el FMI, por ejemplo, ha calculado que en el período 1974-1985, salieron de este modo 250 000 millones de dólares de los países en desarrollo endeudados, y algunas estimaciones privadas dan la cifra de 400 000 millones de dólares sólo para América Latina.

Es posible estructurar deliberadamente un programa de conversión de la deuda para fomentar la repatriación de estos activos --el mejor ejemplo lo constituye el gran éxito del capítulo XVIII del programa chileno. Asimismo, es posible estructurar un programa de modo que los nacionales locales puedan participar sin que se formulen demasiadas preguntas sobre cómo obtuvieron los fondos para adquirir deuda externa. Sin embargo, ésta es una política que entraña ciertos riesgos políticos y que plantea cuestiones morales, pues parece legitimizar el comportamiento que muchos observadores creen que contribuyó a agravar la crisis de endeudamiento.

- El hecho de que reemplace deuda por capital: Este es uno de los argumentos que más suelen aducirse a favor de los sistemas de capitalización de la deuda.<sup>69/</sup> En teoría al menos reemplazan una obligación que tiene que servirse independientemente de la posición externa del país o del éxito del proyecto financiado con el préstamo por una obligación que sólo habría que servir si el proyecto que financiaba tiene éxito. En otras palabras, la esencia de las inversiones de capital es ser autoliquidables.

Esto es efectivo. Sin embargo, también es cierto que el financiamiento de capital no es "gratuito" --y, puede ocurrir que durante la vida útil de un proyecto, el financiamiento de capital resulte ser mucho más caro (en términos de la salida total de divisas, incluidos dividendos y tal vez la repatriación definitiva de capitales) que el financiamiento de la deuda. Es evidente que las obligaciones en divisas tenderán a equipararse mejor si hay disponibilidad de las mismas (si el proyecto está orientado a la exportación), pero no puede haber seguridad de que una crisis de la deuda hoy no vaya seguida por una "crisis de capital" en el futuro. Asimismo, cuando el participante en el seminario del CET dijo que la conversión en capital significaba que el inversionista, y no el país deudor, corría el riesgo, estaba en lo cierto. Sin embargo, al mismo tiempo el corolario es que si el proyecto tiene éxito, los inversionistas obtendrán el grueso de cualquier beneficio que provenga de él.<sup>70/</sup>

Sin embargo, es obvio que las capitalizaciones de deuda implican una transferencia de riesgos --habitualmente desde el sector público interno al sector privado externo.

- El hecho de que estimula la iniciativa del sector privado y puede apoyar los programas de privatización: Cuando existe un programa de capitalización de la deuda, su ámbito y magnitud de aplicación aumentará considerablemente si se combina con la privatización. La privatización creará demanda de deuda para convertirla y, por tanto, es probable que aumente a su vez la oferta de deuda para ese fin. Es más, la deuda que se convierte mientras se privatiza una empresa de propiedad estatal podría ser la propia deuda externa de dicha empresa.

En la práctica, resulta que varios programas de capitalización de la deuda (tanto formales como informales) han estado vinculados con tentativas del gobierno a retirarse de ciertas actividades económicas. En efecto, la razón de ser explícita del exitoso programa chileno fue facilitar el retorno al sector privado de ciertas empresas que habían sido "intervenidas" por el gobierno en la década de 1970. También en Honduras se han adoptado medidas similares. En algunos casos, se ofrece trato preferencial a los inversionistas que están dispuestos a hacerse cargo de ex entidades paraestatales.<sup>71/</sup> Sin embargo, no hay un imperativo lógico que vincule los programas de capitalización de la deuda con la privatización, y en varios programas las empresas estatales han permanecido explícitamente "vedadas".

Con todo, en casi todos los casos la empresa privada se ha visto impulsada por los programas de capitalización de la deuda --a menudo porque el inversionista extranjero se ve forzado a buscar un socio local con participación mayoritaria o minoritaria. Sin embargo, eso no ha impedido que en algunos casos el sector privado nacional exija que se anulen los programas de capitalización de la deuda porque temen que las empresas transnacionales predatorias los expelan del negocio.

- El impulso que puede imprimir a la transferencia de tecnología: Esto es efectivo --pero no es ni más ni menos cierto de los programas de capitalización de la deuda que de otras afluencias de capital extranjero.

Estas ventajas no son las únicas que se aducen a favor de los programas de capitalización de la deuda.

En particular, se sostiene que dichas conversiones contribuyen a la "desdolarización" de la deuda de un país. Esto significa que, al menos en el corto plazo, sustituyen una obligación en moneda extranjera por otra en moneda local. El problema es que a la larga, si el proyecto tiene éxito, pueden generar una obligación ilimitada en divisas. Como lo han señalado Blackwell y Nocera del FMI, si no se aplican restricciones a la inversión directa, el balance de

pagos podría verse afectado hasta el punto de que los pagos en el exterior vinculados con la inversión de capital sobrepasarían los pagos de intereses por la menor deuda externa.<sup>72/</sup>

En consecuencia, aunque el conjunto de argumentos aducidos por los proponentes de las conversiones de deuda es poderoso, no es en modo alguno incontrovertible --incluso sin recurrir a algunos de los argumentos más nacionalistas que esgrimen los que se oponen a dichas conversiones.

## B. LAS PRINCIPALES RESTRICCIONES

Ya hemos aludido a algunos de los costos aparentes de los programas de capitalización de la deuda al analizar sus presuntas ventajas. En particular, hemos observado que en algunos casos éstos no ofrecen mucho en materia de "adicionalidad". Se recuerda que el propio gobierno brasileño adujo como razón para suspender su programa en 1984 una gran operación de conversión que involucró a la Volkswagen y al Deutsche Bank, puesto que se supo que la VW de Brasil habría invertido de todas maneras. También existe una razón a priori para creer que muchas de las conversiones en la industria automovilística mexicana en 1986 se habrían producido de todas maneras, dados los largos períodos de gestación involucrados en proyectos de este tipo. Como un programa de capitalización de la deuda con poca "adicionalidad" puede exacerbar la situación de endeudamiento global de un país, es evidente que es un factor que hay que tener en cuenta. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que hay cierta "adicionalidad" en casi todos los programas.<sup>73/</sup>

Además, la mayoría de los programas de los países permiten que todo el gasto de las inversiones aprobadas se financie mediante una capitalización de la deuda. Sin embargo, Argentina y Uruguay establecieron requerimientos de dinero fresco. En Argentina, los inversionistas pueden financiar hasta el 70% de un proyecto con una capitalización de la deuda, mientras que el 30% restante tiene que financiarse con fondos frescos, ya sea en divisas o en australes. Conforme al programa de Uruguay, un máximo de 80% del costo del proyecto puede cubrirse con una conversión. La mala experiencia de esos países hasta la fecha en materia de requerimientos de recursos frescos, y las dificultades incipientes que encara Filipinas, son pruebas palpables de las dificultades conexas.

Se suele sostener que los inversionistas adquieren las inversiones existentes de parte de los inversionistas locales, los que podrían sacar el dinero del país y contribuir así a la fuga de capitales. Aunque aún no se dispone de estadísticas, lo que se sabe en la práctica sobre algunas de las operaciones realizadas conforme a estos sistemas debería suministrar información sobre si representan realmente nuevas inversiones o sólo se trata de adquisiciones de las ya existentes. Debe destacarse que cuando un

inversionista extranjero adquiere un bien de manos de un inversionista nacional, dicha transacción no brinda necesariamente la oportunidad para la fuga de capitales y podría contribuir incluso a la formación de capital. Por ejemplo, la infusión de capital extranjero en una empresa en bancarrota no conduciría a la fuga de capitales, puesto que el inversionista original no obtendría mucho, si es que obtiene algo, por su inversión, aunque esa infusión de capital sirva para que la empresa sobreviva e incluso contribuya a la formación de capital.

Asimismo, se sostiene que el capital puede resultar a la larga más caro que la deuda: aunque desde el punto de vista de un país deudor el capital tiene un atractivo inmediato frente a la deuda, hay abundante literatura en economía mercantil que sostiene que el costo definitivo de financiar capital es generalmente mayor que el de la deuda. Sin embargo, éste es en sí un argumento peligroso, y hay que señalar que sus proponentes podrían no reconocer los beneficios "de segundo orden" de los programas de capitalización de la deuda, como el aumento de la recaudación tributaria, del empleo, de las entradas de divisas y del crecimiento a largo plazo.

Además, se han esgrimido varios otros argumentos de peso contra los programas de capitalización de la deuda.

El primero es el que sostiene que ello significa que el gobierno entrega la "conducción suprema" de la economía a los extranjeros.

Dado el debate reciente, incluso en los Estados Unidos, sobre la necesidad de controlar la inversión extranjera, así como el temor de que el mercado único europeo pueda evolucionar hacia la "fortaleza europea", no es un argumento que pueda desvirtuarse fácilmente. Después de todo, los modelos económicos japoneses y coreanos apoyan decididamente la idea de que la propiedad nacional de las industrias claves que sirven al interés nacional es fundamental para un crecimiento económico rápido basado en las exportaciones. Además, en muchos casos, la conversión de la deuda podría significar efectivamente la dominación extranjera de la economía local: según las cifras del FMI, la deuda externa del Brasil con los bancos a mediados de 1987 era 80% mayor que la capitalización total del mercado interno de capitales, porcentaje que es mucho mayor para otros países endeudados.

Una forma de paliar los riesgos de la dominación extranjera es permitir que los nacionales residentes y no residentes participen como inversionistas en los sistemas de capitalización de la deuda. Esto podría estimular la repatriación de capital fugado, estimado en decenas de miles de millones de dólares. De hecho, todo modelo que incluya a los residentes locales y extranjeros es un paso en esa dirección, como lo ha demostrado el programa chileno. El capital local es políticamente más aceptable en la mayoría de los casos, pero no suele estar disponible en



grandes cantidades. Por tanto, la atracción del capital extranjero ha pasado a ser un ingrediente esencial de los programas exitosos de capitalización de la deuda en capital. De hecho, el capital extranjero por sí solo, o en combinación con el capital local, puede ser indispensable en los casos en que hay falta de aptitudes locales. Sin embargo, cuál es la medida conveniente de control extranjero es un argumento político y normativo que cada país tiene que decidir por sí mismo.74/

El segundo argumento es que los programas de capitalización de la deuda reducen la base de "dinero nuevo" en que se fundan los futuros préstamos involuntarios de los bancos comerciales. No cabe duda que este argumento tiene cierta validez --pues, muchos bancos consideran que las conversiones de deuda son un "vehículo de salida" que les permitirá desconocer las futuras peticiones de fondos. Sin embargo, hay dos poderosas objeciones que lo rebaten:

Primero, el propio país deudor habrá reducido su demanda futura de dinero nuevo como resultado de la conversión; y

Segundo, el interés real de los acreedores en la salud de la economía del deudor habrá por cierto aumentado como resultado de su inversión de capital.

El tercer argumento se refiere a la asignación desacertada de los recursos que emanarían de las capitalizaciones de la deuda. Roberts y Remolona describen dos formas en que puede ocurrir esa asignación desacertada:

- a través de tipos de cambio preferenciales, que pueden emitir señales equivocadas para la inversión; y
- mediante la monopolización de las afluencias de capital para amortizar deuda externa, con lo que se excluyen otros posibles usos importantes.75/

En otras palabras, al otorgarle a ciertos inversionistas lo que efectivamente es un tipo cambiario preferencial, el gobierno los está subsidiando a expensas de otros cuyas actividades pueden ser más beneficiosas. En estas circunstancias, se ha sostenido que sería económicamente menos perjudicial para el gobierno operar con un doble sistema cambiario abierto, con un tipo especial concesional para los fines que el gobierno desea promover.

El cuarto argumento, vinculado al precedente, se refiere a la posibilidad de que el capital haga un "viaje de ida y vuelta" y al fomento potencial de la actividad especulativa. A muchos países en desarrollo les inquieta que las empresas nacionales y transnacionales que tienen entradas en divisas las retengan y luego utilicen las capitalizaciones de deuda para traer de vuelta las divisas al país a un tipo de cambio preferencial. Es más, los residentes del país deudor podrían sentirse tentados a aprovecharse

del sistema mediante la adquisición de divisas en el mercado paralelo a fin de obtener obligaciones de la deuda externa con descuento y convertirlas posteriormente.76/

Para contrarrestar esto México y varios otros países han prohibido la participación de nacionales en sus programas de capitalización de la deuda, pero es prácticamente imposible que esto sea plenamente efectivo --y es igualmente difícil controlar las actividades de las empresas transnacionales. Como señalan Roberts y Remolona, el gobierno puede responder mediante un control cambiario y del capital más estricto --pero estos controles pueden debilitar la adicionalidad y aumentar las distorsiones existentes en la economía.77/

Además, los gobiernos deudores podrían correr riesgos políticos si ofrecen a los extranjeros la oportunidad de obtener moneda local con descuentos sustanciales que no están disponibles para los empresarios locales.78/ En Brasil, por ejemplo, los críticos han sostenido que las capitalizaciones de deuda contribuyen a la desnacionalización de la economía pues otorgan a los inversionistas extranjeros un tipo de cambio preferencial.

Sin embargo, otros países permiten que los nacionales conviertan la deuda externa en capital nacional sobre la base de que esta disposición, al brindar incentivos para repatriar capital al país deudor, podría revertir la fuga de capitales. Dicha posición refleja el interés del gobierno en incrementar la inversión de capital, independientemente de quien sea el inversionista.

El quinto argumento --y uno de los más contundentes-- es que los programas de capitalización de la deuda aumentan las presiones inflacionarias internas. En efecto, ésta es la razón explícita de por qué el exitoso programa mexicano suspendió la recepción de nuevas solicitudes y ha planteado un problema para que los gobiernos cumplan los objetivos del programa del FMI.79/

En suma, el problema es que cuando se proporciona la moneda local necesaria para recomprar o prepagar la deuda externa, ya sea mediante la creación de dinero o la emisión de instrumentos de deuda pública, la oferta monetaria se expande y, ceteris paribus, la inflación aumenta. La magnitud en que puede aumentar está ilustrada por el caso de México. A fines de 1986, la oferta monetaria total de México ascendía al equivalente de unos 7 mil millones de dólares. Si hubiera convertido sólo el 2% de la deuda externa con los bancos de 75 mil millones de dólares, habría aumentado la oferta monetaria en 21%.

Aunque ésta es una consideración importante, hay varias objeciones que pueden debilitarla bastante:

- Blackwell y Nocera, por ejemplo, sugieren que si el proceso supone la conversión de deuda privada en capital del sector privado, no habrá impacto monetario puesto que el resultado neto será una transferencia de la liquidez existente desde el sector privado al tenedor de capital sin la intermediación del sistema bancario y sin la creación de crédito interno o presión sobre el mercado interno de capitales.<sup>80/</sup>
- Es posible "esterilizar" el impacto de las conversiones de deuda mediante la emisión de bonos en moneda local. Sin embargo, esto tiene un costo pues puede elevar notoriamente las tasas de interés internas. Además, dichas "esterilizaciones" implican la existencia de un mercado interno de capitales bastante complejo, que no siempre existe.
- Cabe destacar que en ciertas circunstancias el impacto inflacionario de los programas de capitalización de la deuda puede ser similar al causado por la afluencia de inversión extranjera en dinero efectivo --y en general son, a fin de cuentas, considerados positivos (aunque son menos importantes que, por ejemplo, las afluencias en forma de bienes de capital).
- Es posible que el gobierno deudor pueda manejar el impacto inflacionario asignando específicamente parte de su presupuesto fiscal a financiar los rescates de capitalización de la deuda, lo que le otorga control sobre el tamaño del flujo y disminuye la necesidad de emitir dinero nuevo.
- En un plano más realista, el gobierno puede funcionar con un sistema de cuotas (como lo hacen actualmente Brasil, Chile y Argentina), de modo que pueda ajustar el volumen de las transacciones de capitalización de la deuda a la luz de las condiciones monetarias reinantes.

El último argumento se refiere al impacto sobre el tipo de cambio. Al convertir una obligación de deuda externa adquirida con descuento, el inversionista ha obtenido en efecto activos locales a un tipo de cambio preferencial --lo que ejercerá presión sobre el tipo de cambio oficial.

En suma, resulta claro que --se respalde o no cualquiera o todas las objeciones esgrimidas contra los programas de capitalización de la deuda-- existe una serie de argumentos en pro de estos programas que no es fácil desestimar de plano. Puede que en las condiciones reinantes en un país determinado la capitalización de la deuda sea un mecanismo apropiado. Pero es igualmente claro que no es una receta de aplicación universal.

### C. LAS INSTITUCIONES ACREEDORAS

Convendría dar una visión muy somera de los costos y beneficios que tendrían las capitalizaciones de la deuda para los bancos y demás instituciones acreedoras.

La conversión en valores de los préstamos externos otorgados a los países deudores sirve fundamentalmente para que las instituciones acreedoras reorganicen sus carteras externas según sus preferencias de riesgo y sus objetivos empresariales. Asimismo, permite que reciban dinero en efectivo por un préstamo que de lo contrario no se pagaría por muchos años, o no se pagaría del todo. La disposición de las instituciones acreedoras a liquidar sus activos con un descuento que refleja el valor de mercado de dichos activos, rige la oferta de deuda que puede convertirse. Hasta hace poco, la fuente primordial de dicha deuda no eran los bancos de los grandes centros financieros, que son los tenedores del grueso de la deuda de los países en desarrollo con los bancos comerciales. Más bien, son los bancos regionales con menores compromisos en esos países los que han abastecido el mercado, mientras que los bancos más grandes han actuado sobre todo de intermediarios para los inversionistas que buscan adquirir esta deuda con descuento.

Sin embargo, si se consideran los bancos primero en su calidad de acreedores, la ventaja principal es que la conversión de deuda le permite a un banco prestamista eliminar de sus libros un activo que tal vez jamás se reembolse, y que ya ha sido objeto (probablemente) de reiteradas reprogramaciones, a favor de un activo que puede tener un mayor valor intrínseco.<sup>81</sup>/ Además:

- el banco tiene posibilidades de ejercer un mayor control sobre una inversión de capital que sobre un préstamo soberano; y
- puede prever un mayor retorno de su inversión, aunque durante un período más prolongado.

Sin embargo, hay algunos inconvenientes que derivan de las restricciones reglamentarias y contables existentes en los países acreedores y que se analizan con mayor detalle en el capítulo siguiente. Estas son:

- la pérdida contable inmediata que el banco tiene que asumir como resultado de la transacción (habitualmente la diferencia entre el valor a la par de la deuda y el valor equitativo del capital recibido);
- el riesgo relativamente elevado de la inversión de capital (tanto el vinculado con proyectos como con las condiciones particulares del país receptor), que podría

agravarse por la inevitable inexperiencia del banco acreedor en este campo;

- los riesgos legales para el acreedor vinculados con la dificultad de hacer valer sus derechos como accionista minoritario o participante en una sociedad mixta; y
- para los bancos estadounidenses, en particular, el obstáculo planteado por las restricciones reglamentarias a las inversiones de capital en el exterior en actividades no financieras.

Desde el punto de vista de una entidad que no tiene el propósito de reducir o convertir sus compromisos sino facilitar la inversión directa en el país deudor, los beneficios son más obvios.82/

En primer lugar, la empresa recibe sobre todo un subsidio para invertir en un país determinado. Si hubiera invertido incluso sin el subsidio, entonces se trata de una ganancia imprevista que no buscaba. Si no tenía esos planes de inversión, el subsidio puede ser decisivo --aunque la mayoría de los participantes en las operaciones de capitalización de la deuda insisten en que la existencia de un programa de conversión no debería hacer cambiar de parecer a alguien que de lo contrario no hubiera invertido. Con todo, aparte del caso de los préstamos intraempresas (en que la empresa no tendría otra opción que convertir un préstamo incobrable en más capital), la decisión de invertir de una empresa tiende a ser voluntaria y no se llevaría a cabo si no se advirtiera la probabilidad de obtener una rentabilidad adecuada en el futuro.

Sin embargo, cabe destacar lo planteado en el capítulo precedente --que las capitalizaciones de la deuda son con frecuencia complejas y demorosas, y que los honorarios pagados a los intermediarios y a los gobiernos deudores pueden erosionar fácilmente los beneficios aparentemente considerables que emanan de esos programas. También es posible que las empresas que presumiblemente se han beneficiado con los programas de capitalización de la deuda se encuentren en una situación de mayor riesgo que otros inversionistas extranjeros en caso de que el clima político cambie en el país deudor.

#### D. EL CLIMA DE INVERSION

El papel de las empresas extranjeras en los programas de capitalización de la deuda está vinculado por cierto a los códigos de inversión. Los climas de inversión desfavorables pueden desalentar de plano las capitalizaciones de la deuda. Los controles cambiarios, los derechos aduaneros elevados, los códigos laborales anticuados y la tramitación administrativa suelen paralizar a los

inversionistas. Además, algunos países han establecido reglamentaciones estrictas que norman el uso de los fondos de conversión, o han restringido las inversiones vinculadas con la capitalización de la deuda a ciertas industrias. Por otra parte, países como Argentina y Venezuela, por ejemplo, han expandido los usos autorizados de sus programas de capitalización de la deuda. Argentina permite actualmente que los inversionistas adquieran acciones en empresas locales, mientras que Venezuela incluye las capitalizaciones de la deuda en las inversiones con derecho a un incentivo especial ofrecido a las empresas mixtas orientadas a la exportación.

Un factor importante es la flexibilidad de las directrices nacionales en cuanto a las posibilidades de repatriación de dividendos, ganancias de capital y principal original. Casi todos los programas nacionales formalizados hasta ahora cuentan con claras directrices cronológicas para esos factores, que suelen variar según la industria en que se invierta. Uno de los desafíos para los países interesados será establecer directrices capaces de garantizar a los tenedores actuales de deuda que, una vez que su inversión de capital se vuelva productiva, no estarán sujetos a las mismas dificultades en materia de remesas y pagos que experimentaban cuando se servía su deuda.

En algunos países, las capitalizaciones de deuda están sujetas a restricciones especiales. A veces, se prohíben las remesas de utilidades durante los primeros tres a cinco años. La repatriación de capitales se prohíbe por tres años en Jamaica y por 12 años en Brasil. Argentina y Chile prohíben dichos pagos por 10 años, mientras que en Uruguay y Venezuela el calendario de remesas no puede ser más favorable que el de la deuda original. La reglamentación aprobada en Brasil es singular, pues exige el reintegro previo de fondos: para participar en una subasta todo inversionista que haya remesado capital durante los últimos tres años tiene que reingresar un monto igual.

Interesa señalar que las disposiciones de los acuerdos de capitalización de la deuda que limitan la remesa de dividendos por un período de cuatro o cinco años, según el caso, constituyen restricciones cambiarias en virtud del apartado a) de la Sección 2 del Artículo VIII del Convenio Constitutivo del FMI, y por tanto, exigen la aprobación del Fondo en el caso de los países miembros.

El apartado a) de la Sección 2 del Artículo VIII del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, dispone lo siguiente: "sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado b) de la Sección 3 del Artículo VII, y en la Sección 2 del Artículo XIV, ningún país miembro impondrá, sin la aprobación del Fondo, restricciones a los pagos ni a las transferencias por transacciones internacionales corrientes". Según lo señala la disposición mencionada, se requiere la aprobación del Fondo para imponer restricciones a los pagos y a las transferencias por transacciones

internacionales corrientes. Las transacciones corrientes están definidas en el apartado i) del Artículo XIX del Convenio Constitutivo del FMI como sigue: "por pagos por transacciones corrientes se entiende los que no tienen por finalidad efectuar transferencias de capital, y comprenden, sin limitación: 1) todos los pagos debidos en relación con el comercio exterior, con otras transacciones corrientes, incluso servicios, y con las facilidades bancarias y crediticias ordinarias a corto plazo; 2) pagos debidos por concepto de intereses sobre préstamos y de ingresos netos provenientes de otras inversiones; 3) pagos de un monto moderado por concepto de amortización de préstamos o de depreciación de inversiones directas; y 4) remesas moderadas para gastos de mantenimiento de la familia."

Para determinar si una medida particular constituye una restricción cambiaria, el Fondo aplica el principio orientador siguiente: si la medida involucra una limitación gubernamental directa de la disponibilidad o el uso de divisas propiamente tal.<sup>83/</sup>

El principio general relativo a la aprobación de restricciones cambiarias conforme a las políticas del Fondo es que una restricción cambiaria puede aprobarse si: i) es necesaria por razones de balance de pagos,<sup>84/</sup> y ii) es no discriminatoria y temporal. Sin embargo, el Fondo cuenta con un régimen especial que norma la imposición de restricciones cambiarias por razones de seguridad.<sup>85/</sup>

Un miembro que desee imponer restricciones cambiarias por las razones mencionadas debe notificar primero al Fondo antes de imponerlas. Asimismo, un miembro puede obtener una decisión del Fondo antes de imponer dichas restricciones si notifica al Fondo de su intención. Sin embargo, cuando las circunstancias impiden la notificación anticipada al Fondo, el miembro debe notificar al Fondo a la brevedad, pero a más tardar 30 días después de la imposición de las restricciones. Las notificaciones recibidas de conformidad con esta decisión se distribuyen de inmediato a los Directores Ejecutivos. A menos que el Fondo informe al miembro dentro de 30 días después de recibida la notificación del miembro, de que no le satisface que dichas restricciones se impongan exclusivamente por razones de seguridad, el miembro puede suponer que el Fondo no tiene objeciones que formular a la imposición de las restricciones.

Al tenor del contenido del apartado i) del artículo XIX *supra*, cabe inferir que la definición de "pagos por transacciones corrientes" es lo bastante amplia como para incluir a los dividendos devengados de las transacciones de las capitalizaciones de deuda.

El apartado a) de la Sección 2 del Artículo VIII se aplica a las restricciones a los pagos y a las transferencias por

transacciones internacionales corrientes, independientemente de su motivación y de las circunstancias en que se impongan. En vista de lo anterior, habrá que indicar en el análisis de las restricciones a las remesas de dividendos que los países miembros del Fondo tienen que evitar la incorporación de dicha disposición, o buscar la aprobación requerida del Fondo a fin de evitar infringir las disposiciones del apartado a) de la Sección 2 del Artículo VIII.

A menos que se emprendan nuevas iniciativas de política trascendentes para mejorar el clima de inversión de los países receptores, las capitalizaciones de deuda serán a lo más un instrumento de poca utilidad para atraer la inversión extranjera.<sup>86/</sup> Esto se está haciendo en países como Brasil, El Salvador, Jamaica, Perú, Trinidad y Tabago y Uruguay mediante, por ejemplo, la designación de zonas francas industriales. Las empresas que operan dentro de las zonas francas gozan de impuestos excepcionalmente bajos (que incluyen a veces la exoneración fiscal completa), así como de la exención de derechos de aduana y de controles cambiarios.

#### E. PERSPECTIVAS EN LAS ECONOMIAS DE PLANIFICACION CENTRALIZADA

Como se observará en el capítulo V, Yugoslavia pasó a ser la primera economía de planificación centralizada en introducir un programa de capitalización de la deuda en abril de 1989. Dado que otros países de Europa oriental contemplan la adopción de dicho sistema para establecer "zonas económicas francas" --o "zonas para empresas con participación de capital extranjero"-- la capitalización de la deuda podría ser el instrumento para "privatizar" la infraestructura necesaria para dichas zonas.

Las capitalizaciones de deuda pueden ser decisivas para atraer capital destinado a la privatización de propiedades (zona económica franca) en gran escala.<sup>87/</sup> Por ejemplo, la oficina de Puerto Rico de la empresa bancaria de inversión con sede en Nueva York, Drexel Burnham Lambert, reunió el financiamiento necesario para establecer un nuevo parque franco industrial en Jamaica que será administrado por una empresa privada de ese país, con el consentimiento del Gobierno de Jamaica. El financiamiento del inversionista, organizado por Drexel Burnham Lambert, se hará conforme a la sección 936 (una concesión del Código de Impuestos Internos de Estados Unidos) sobre fondos inferiores al valor de mercado y al programa jamaquino de capitalización de la deuda. Este tipo de inversión en zonas económicas francas representa una oportunidad singular para los inversionistas de convertir deuda en inversiones en moneda local, que luego se transforman de manera libre, fácil y legítima en una corriente repatriable de ingresos en moneda dura (utilidades).



Al reducir los costos generales de la urbanización de terrenos y de la construcción de edificios, la economía de la zona económica franca desarrollada por el sector privado podría ser excepcionalmente favorable, generando un compromiso más fuerte y más expansivo de los inversionistas. El entorno liberalizado de la zona permitiría también que los urbanistas privados cobraran alquileres en moneda dura a los arrendatarios, y repatriaran capital y dividendos.

Desde el punto de vista del país receptor, el financiamiento de las zonas mencionadas mediante capitalizaciones de deuda tiene varias ventajas. En vez de correr el riesgo de generar inflación mediante la creación de fondos en moneda local a cambio de deuda externa, el gobierno puede ofrecer a los urbanistas privados que participen en derechos de arrendamiento en terrenos de propiedad del sector público. El balance de pagos del país receptor se vería favorecido por la mayor actividad privada para desarrollar la zona económica franca, dado que los usuarios convertirán sus divisas en moneda local a fin de pagar los costos de los insumos de factores.

Además, en contraste con la mayoría de los proyectos financiados por conversiones de deuda, las zonas económicas francas generan una inversión extranjera creciente en países que se consideran lugares difíciles para invertir. Los urbanistas privados de las zonas económicas francas sólo prosperarían en la medida en que pudieran atraer nueva inversión extranjera.

La adopción de reformas orientadas al mercado dentro de las zonas económicas francas puede fortalecer la iniciativa de los inversionistas y minimizar a la vez la oposición política. Las conversiones aceleradas de deuda pueden generar inversiones de corto plazo y entradas de divisas. Dichos compromisos pueden aumentar la confianza de las instituciones crediticias en la renovación de sus préstamos comerciales, a la vez que las conversiones de deuda liberan a la nación de la necesidad de efectuar pagos de intereses y amortizaciones en moneda dura. A medida que el balance de pagos comience a mejorar, se espera que surjan nuevas iniciativas del sector privado.

## Capítulo IV

RESTRICCIONES DE LOS PAISES ACREEDORES A LA  
CAPITALIZACION DE LA DEUDA

Uno de los problemas más difíciles que debe encarar un país cuando contempla introducir un programa de capitalización de la deuda es el hecho de que sus acreedores --en particular los bancos comerciales-- no son agentes libres cuando se trata de liquidar o convertir su deuda.88/

Las restricciones con que operan los bancos acreedores los afectan de muy diversas maneras. Por una parte, hay una especie de "inercia institucional" --que significa que la plana directiva de un banco, que puede haber sido la responsable de otorgar un préstamo determinado, se mostrará inevitablemente renuente a apoyar cualquier transacción que reconozca explícitamente una pérdida respecto al crédito original. Afortunadamente, quizás, la circulación de las elites dentro de la jerarquía bancaria (en particular en Estados Unidos) es rapidísima, y a estas alturas la mayoría de los funcionarios encargados del otorgamiento agresivo de préstamos de la década de 1970 y comienzos de la de 1980 ya han dejado sus puestos. No obstante, este problema puede surgir --y surge-- en determinados casos incluso ahora, especialmente cuando se trata de bancos no estadounidenses.

Lo más importante es que los bancos acreedores están restringidos institucionalmente en cuanto a la medida en que pueden participar, incluso en capitalizaciones "voluntarias" de deuda por:

- la actitud de las entidades normativas nacionales, que en algunos casos han sido enemigas de toda clase de reducción disfrazada de la deuda; y
- la actitud de contadores y auditores, quienes no pueden ampararse (en su mayor parte) en las entidades normativas, sino que tienen que formular un juicio independiente en cuanto a la prudencia que revelan las actividades de un banco determinado.

Estas restricciones no son desmedidas. Tal como el Subcontralor Monetario de entonces lo manifestare en marzo de 1987, toda capitalización de la deuda que involucre a un banco, sea cual

fuere el régimen normativo o contable, supone una transformación --no una eliminación-- del riesgo. En particular, dicha conversión significa que:

- los pagos contractuales de intereses de un prestatario soberano se transforman en pagos discrecionales de dividendos de una empresa del sector privado;
- si, por ejemplo, un préstamo en dólares se convierte en un préstamo en pesos ello plantea un riesgo cambiario sustancial que puede ser difícil o imposible de eludir;
- el banco encara un nuevo conjunto de riesgos comerciales que involucran a empresas del sector privado en actividades que no son tradicionales para él y/o en esferas donde puede carecer de experiencia.

Un desincentivo, en particular para los bancos estadounidenses, ha sido la ambigüedad de las normas contables que podrían cuestionar la valorización de los activos extranjeros que quedan en la cartera de un banco después que ha vendido un activo en el mercado secundario.

Lamentablemente, todavía no hay un país acreedor que haya ideado un enfoque consistente o global para capitalizar la deuda, y en la mayoría de ellos, como señalan Salem y Gavios, la contabilidad de las conversiones es extremadamente subjetiva y se asemeja mucho más a un arte que a una ciencia.<sup>89/</sup> No obstante, según Basile, parece que hay una flexibilidad creciente entre las autoridades normativas en materia de prácticas contables.<sup>90/</sup>

La situación está mejorando --y el Plan Brady exhorta en forma explícita a los países acreedores que hagan todo lo que esté en su poder para asegurar que sus sistemas normativos y contables fomenten la reducción voluntaria de la deuda por los bancos. Pero todo país que esté comenzando a establecer un programa de capitalización de la deuda debería estar bien al tanto de que no es la simple obstinación la que inhibe a muchos bancos acreedores de participar --en particular, en los casos en que el programa de capitalización de la deuda les impide específicamente invertir en el sector financiero.

#### A. CONSIDERACIONES GENERALES

Independientemente de las condiciones contables y normativas nacionales que afectan la capacidad de cada banco acreedor para participar en programas de capitalización de la deuda, hay dos problemas más generales que los países deudores deben tener en cuenta:

1. Las restricciones en materia de "dinero nuevo": En algunos casos, existe el peligro de que un acreedor original no quede plenamente absuelto legalmente de las obligaciones inherentes a un préstamo que ha convertido o vendido.

Por cierto que esto es menos probable que sea una restricción si el préstamo se liquida ulteriormente en el contexto de una capitalización de la deuda, pero aunque no sea un problema práctico, puede constituir un desincentivo para la suerte de "redistribución de la deuda" que suele preceder a una transacción de esta especie. El problema es que el banco acreedor que ha vendido el préstamo puede encontrarse con que tiene la obligación formal residual de suministrar fondos nuevos como parte de un ejercicio de reprogramación, puesto que la obligación de suministrarlos la habrían contraído los tenedores de dicha deuda antes de haberse finiquitado la venta del préstamo. En la práctica, estos acuerdos no se cumplen, y se ha intentado evitar de plano el problema mediante la suscripción de acuerdos paralelos en que el adquirente de una deuda asume todas las obligaciones de "dinero nuevo" que conlleva. Pero, según lo señalan Blackwell y Nocera, no se ha establecido la validez legal de dichos acuerdos.<sup>91/</sup>

2. El impacto sobre el capital: En muchos países acreedores todavía se permite que los bancos contabilicen las reservas para pérdidas por préstamos (que pueden ascender hasta entre 60 y 70% del valor nominal de la deuda en el caso de algunos bancos europeos continentales) como parte de su capital primario --que es el determinante clave de la solidez de su balance. En consecuencia, se mostrarían renuentes a realizar cualquier transacción que les exigiera cancelar esas reservas, puesto que ello los obligaría a volver al mercado para allegar más capital.

Afortunadamente para las operaciones de capitalización de la deuda, las nuevas propuestas de suficiencia de capital bancario formuladas por el Comité de Supervisores Bancarios del Banco de Pagos Internacionales, que ahora aplican la mayoría de los bancos de los países miembros, exigen que los bancos eliminen progresivamente las reservas de los cálculos de capital, de modo que esta restricción debería prescribir después de 1990.

## B. LOS ESTADOS UNIDOS

En marzo de 1987, el Subcontralor Monetario --quien simpatizaba con las inquietudes de los bancos estadounidenses sobre las capitalizaciones de deuda-- formuló dos declaraciones durante un discurso que pronunció sobre el tema que interesa tener presente,

por el solo hecho de que éste es un asunto muy complicado y es muy fácil que un país deudor llegue a la conclusión de que los obstáculos normativos y contables para que los bancos estadounidenses tengan una participación efectiva en los sistemas de capitalización de la deuda son insuperables. Manifestó que aunque no era abogado, el entorno normativo general estadounidense para la capitalización de la deuda le parecía propicio, y que hasta entonces no había escuchado quejas de que las entidades bancarias estadounidenses impidieran las conversiones por lo que estimaba que no se necesitaban en esta esfera nuevas autoridades legislativas.

Es más, durante los dos últimos años, no cabe duda de que el nexo de las autoridades normativas y contables estadounidenses que participan en la capitalización de la deuda por los bancos se ha vuelto cada vez más expedito.<sup>92/</sup> En consecuencia, si bien los países deudores tienen que estar conscientes de las restricciones bajo las cuales operan sus acreedores, no tienen que estar necesariamente intimidados por ellas.

Con todo, la situación en los Estados Unidos, tanto respecto a los reglamentos como a los contadores/auditores, es extremadamente compleja --y evoluciona todo el tiempo. Por ejemplo, un estudio reciente del Banco Mundial ha destacado que hay bastante incertidumbre sobre cómo van a tratarse tipos diferentes de transacciones que involucran a deudas de países en desarrollo con fines tributarios y normativos. Por ello, la falta de claridad puede crear inadvertidamente desincentivos para que los bancos participen en la reducción voluntaria de la deuda.<sup>93/</sup>

1. Restricciones normativas: Aunque participan muchos otros factores, los criterios principales que aplican los bancos estadounidenses en las capitalizaciones de deuda son: la Bank Holding Company Act (ley sobre las empresas tenedoras de bancos), denominada en lo sucesivo "Ley BHC"; y la Federal Reserve Act (Ley de la Reserva Federal), según lo estipulado en la regla K.

Estos dos estatutos representan las normas básicas en virtud de las cuales los bancos estadounidenses pueden participar en el capital de empresas en el exterior.<sup>94/</sup>

La importancia primordial de la Ley BHC radica en la sección 4, que permite a las empresas tenedoras de bancos estadounidenses (nótese que no es el propio banco) poseer hasta 5% de las acciones de cualquier empresa, incluso las extranjeras, siempre que dicha inversión sea pasiva, y a poseer acciones en empresas de inversión, incluso extranjeras, siempre que dichas empresas se limiten a su vez a inversiones pasivas de no más de 5% en otras empresas.<sup>95/</sup> Además, una empresa tenedora de bancos (BHC) puede invertir en cualquier empresa extranjera que no suela efectuar operaciones en los Estados Unidos con la autorización de la Junta de la Reserva Federal. La regla K, de la Ley de la Reserva Federal --que experimentó enmiendas sustanciales en agosto de 1987

y febrero de 1988, concretamente para responder a la capitalización de la deuda, se estima que en general es complaciente y se interpreta de una manera flexible. Rige para todas las BHC, todos los bancos con licencia federal, los bancos con licencia estadual que son miembros del Sistema de la Reserva Federal y las corporaciones de la Ley Edge. En la actualidad sus disposiciones claves permiten que:

1. Las BHC y los bancos habilitados mediante una corporación Edge o la filial de un banco extranjero, posean una participación mayoritaria en toda empresa extranjera si por lo menos el 95% de sus operaciones corresponde a actividades especificadas como "permisibles" (que son todas las vinculadas con las actividades bancarias y bursátiles, y el Banco de la Reserva Federal muestra bastante flexibilidad para aprobar actividades, aunque no estén mencionadas en forma específica, si existen razones competitivas para permitir que los inversionistas estadounidenses participen en ellas);
2. Las BHC y los bancos habilitados mediante una corporación Edge o la filial de un banco extranjero, posean entre 20 y 50% en cualquier empresa extranjera si por lo menos el 90% de sus operaciones derivan de actividades permisibles;
3. Las BHC y los bancos habilitados mediante una corporación Edge o la filial de un banco extranjero, posean menos de 20% de cualquier empresa extranjera, financiera o de otra índole, si la inversión es realmente pasiva y si el total de dichas inversiones no excede el capital total del inversionista;
4. Las BHC posean hasta el 100% de las acciones de cualquier empresa extranjera (financiera o de otra índole) que esté en proceso de privatización por el gobierno de uno de los 33 países más endeudados;96/ y
5. Las BHC posean hasta 40% de las acciones de cualquier empresa privada extranjera (en un país deudor calificado), siempre que:
  - sólo pueda poseer más de 25% si otro accionista posee un porcentaje superior; y
  - no tenga una representación en la junta o en la gerencia mayor de la proporcional a su participación accionaria.

En los puntos 4 y 5, que sólo rigen para las BHC, se exige la liquidación de las inversiones en empresas no financieras. En su mayoría, las BHC tienen que liquidar esas tenencias a más tardar

dos años después del término de todo periodo establecido por el país receptor que restringe la repatriación --y, por cierto, sin sobrepasar los 15 años. Existe asimismo un procedimiento de autorización. Aunque existe una autorización general para todas las inversiones inferiores a 15 millones de dólares acogidas a la regla K, se requiere dar aviso previo (o incluso el consentimiento específico) de la Reserva Federal si la BHC va a obligarse a aportar dinero nuevo tras haber convertido deuda en capital o si la inversión total sobrepasa los 15 millones de dólares. Para las capitalizaciones de deuda, la autorización general permite inversiones de 15 millones de dólares o equivalentes al 1% del capital accionario tangible de la BHC.

Incluso después de las enmiendas de febrero de 1988, hay consenso de que los bancos y las BHC siguen bastante restringidos en cuanto a la clase de capitalizaciones de deuda que pueden realizar.<sup>97/</sup> No debería sobreestimarse el impacto de estas restricciones, pero cabe señalar que:

- los bancos y las BHC todavía no pueden poseer el 100% de una empresa del sector privado, aunque pueden poseer el 100% de una empresa del sector público en vías de privatización;
- la liberalización de la regla K sólo rige para los países en desarrollo más endeudados mencionados en la legislación;<sup>98/</sup> y
- ha habido una controversia considerable respecto al requisito de que toda inversión en empresas que no participen predominantemente en actividades "permisibles" tiene que efectuarse sin interrupción del propio banco, a menudo por intermedio de una BHC, puesto que esta operación podría tener consecuencias tributarias y contables adversas en los Estados Unidos.<sup>99/</sup>

Sin embargo, aquí no termina la cosa. Si un banco o una BHC estadounidense desea realmente participar en una operación de capitalización de la deuda, y estima que la ley BHC y/o la regla K frustran ese objetivo, hay por lo menos otras tres alternativas que puede considerar.

La primera (y tal vez la más importante) es la excepción de la "deuda contraída previamente".

Esta excepción (que rige tanto para la ley BHC como para la regla K) es una extrapolación de la práctica bancaria interna normal en los Estados Unidos. Permite que cualquier banco adquiera hasta el 100% de cualquier empresa extranjera (pública o privada), en cualquier país, siempre que:

- la adquisición esté destinada a impedir la pérdida de una deuda contraída previamente de buena fe; y
- los activos se liquiden dentro de dos años (prorrogable a cinco años).100/

En general, la excepción de la deuda contraída previamente sólo se ha utilizado en el caso de un incumplimiento a fin de permitir la capitalización de la deuda del mismo deudor. Pero, aunque los funcionarios de la Reserva Federal se han inclinado a adoptar un criterio más bien restrictivo, la excepción mencionada no impide literalmente la conversión en capital de terceros. Dichas inversiones no deberían efectuarse sin consultar al directorio de la Junta de la Reserva Federal.

Otra alternativa es recurrir a la ley bancaria nacional. Según este instrumento legislativo, si un banco no puede capitalizar deuda mediante su BHC debido a la oposición de la Reserva Federal, podría obtenerse la aprobación de la Oficina del Contralor Monetario (OCC) para efectuar esa misma operación por intermedio del propio banco. La razón es que la OCC, que supervisa la observancia de la Ley Bancaria Nacional, ha interpretado la cláusula de las facultades incidentales en el sentido de que permite la conversión de deuda en capital si dicha conversión es un paso "razonable y apropiado" para cobrar los préstamos de un banco y si toda la cartera de préstamos que ha otorgado el banco a ese prestatario soberano se convierte en esa forma. Es poco lo que se ha recurrido a esta interpretación.

La tercera alternativa es ampararse en la ley estadual. Por ejemplo, en el estado de Nueva York una mayoría de tres quintos de la Junta Bancaria puede otorgar a cualquier banco el derecho a poseer cualquier otra corporación. Asimismo, muestra una actitud flexible al permitir la adquisición de acciones a cambio de una deuda contraída previamente.

En suma, por tanto, aunque los procedimientos son complicados y aunque la superposición de las autoridades normativas estadounidenses representa un problema real, ello no obsta para que cualquier banco que desee participar en un programa de capitalización de la deuda encuentre la manera de hacerlo legalmente.

2. Consideraciones contables: Sin embargo, los contadores y auditores estadounidenses pueden frustrar todavía la participación bancaria, por el solo hecho (como ya se señaló) de que un auditor no puede evitar legalmente su responsabilidad directa ante los accionistas amparándose en algún pronunciamiento normativo de la Reserva Federal o de la OCC. Si un contador/auditor cree que la participación en un programa de capitalización de la deuda afecta sustancialmente el valor de un activo, tiene la obligación de decírselo a los accionistas --independientemente de lo que permitan



o no permitan las autoridades normativas. Esto es válido tanto para las disposiciones del Servicio de Impuestos Internos como para las de cualquier otro organismo.

En la práctica, empero, es evidente que los auditores tienden a seguir el liderazgo de las entidades normativas. Y, como les pagan los bancos (aunque su responsabilidad legal sea para con los accionistas), no están deseosos de agitar las aguas innecesariamente. De modo que aunque tienden a ir a la zaga de las autoridades normativas, también tienden a seguir la misma senda --lo que significa que ellos también se han puesto cada vez más complacientes frente a las capitalizaciones de deuda.

Los dos problemas principales que tienen que abordar los contadores bancarios (en Estados Unidos y en otras partes) son:

- cómo valorizar una transacción de conversión; y
- cómo tratar el resto de la cartera de un banco una vez efectuada la conversión.

Hasta 1985, la posición aceptada del Instituto Americano de Contadores Públicos Diplomados (AICPA) era que si la operación se realizaba con un descuento determinado, había que rebajar también en igual porcentaje la totalidad de la deuda similar remanente en la cartera del banco. Según han señalado los observadores legales, esa disposición prácticamente suprimió el mercado de conversión de deuda en lo que respecta a los bancos estadounidenses.

Sin embargo, la situación ha cambiado en los dos últimos años, y en 1988 el Comité Bancario del AICPA publicó un boletín de prácticas (no obligatorio) que se ocupa concretamente de las capitalizaciones de deuda.<sup>101</sup> Este boletín de prácticas sugiere que las capitalizaciones de deuda deben tratarse como una transacción en que se intercambia un activo monetario por otro no monetario, en que este último debe registrarse en libros a su "valor equitativo", definido en función de:

- cualquier transacción similar por dinero en efectivo (aunque tal vez habría que reflejar el hecho de que una capitalización de la deuda permanece inmovilizada por un número indeterminado de años);
- el flujo en efectivo estimado de la inversión (lo que por cierto es un criterio muy subjetivo);
- el valor de mercado de una inversión similar en capital (reconociendo la flojedad del mercado secundario de la deuda de los países en desarrollo); y
- toda restricción que afecte la repatriación de capital, dividendos, etc.

Por cierto que esto les da manga ancha a los auditores --y refuerza el concepto de que la contabilidad de las operaciones de capitalización de la deuda es un arte y no una ciencia.

Con todo, si el valor equitativo de la inversión de capital (como sea que se haya llegado a él) es inferior al valor de libros de la deuda, la pérdida debe reconocerse e imputarse a la reserva para pérdidas por préstamos. Todos los demás honorarios deben rebajarse directamente y no capitalizarse.

Como la mayoría de los grandes bancos estadounidenses han establecido reservas generales o específicas para pérdidas por préstamos que no sobrepasan el 30% (aunque algunos bancos regionales han llegado hasta el 60%), es posible que los bancos acreedores consideren que el trato contable estadounidense es un desincentivo --en particular, en los casos en que el valor de un préstamo en el mercado secundario no supera el 30 a 35%. Sin embargo, del boletín de prácticas del AICPA se desprende que existe una libertad de acción considerable para valorizar una conversión, y no hay razones para que un banco no pueda defender la valorización de una operación a un precio bastante mayor que el vigente en el mercado secundario para la deuda.

Respecto al problema de la "contaminación", lo primordial es que el resto de la cartera del banco no debe figurar a valores de mercado. La posición del AICPA es que, de conformidad con los principios contables generalmente aceptados, la cartera de préstamos de una institución financiera debe llevarse al costo histórico amortizado menos las cancelaciones y las reservas para pérdidas por préstamos --siempre que la institución tenga la capacidad y el propósito de mantener los préstamos hasta su vencimiento. En la práctica, esta salvedad no ha planteado ningún tipo de problemas, aunque cabría sostener que una declaración como la formulada por el Presidente del Citicorp --que anunció en 1987 que su banco convertiría 5 000 millones de dólares de sus compromisos en Argentina y Brasil-- debería resultar en la rebaja inmediata de esa porción de la cartera del banco.

Sin embargo, hay que tener presente dos aspectos:

1. El caso del sistema mexicano de "revocación", organizado por J.P. Morgan a comienzos de 1987, planteó una cuestión interesante. En esa época, el consenso de los contadores profesionales era de que si un banco licitaba transar deuda por bonos, por ejemplo, al 60% de su valor, y esa licitación se rechazaba, tendría que rebajar su deuda a 60% cuando la reingresara a su cartera. No parece haber una razón a priori de por qué no podría aplicarse una lógica similar a toda subasta de capitalización de la deuda en que las licitaciones ofrecidas superaran las aceptadas.

2. Independientemente de la posición que adopten los contadores profesionales, la viabilidad de las operaciones de capitalización de la deuda desde el punto de vista de un acreedor bancario puede verse amagada también por el Servicio de Impuestos Internos (Internal Revenue Service, IRS).<sup>102/</sup> Hasta ahora, el IRS no ha normado las consecuencias tributarias de las conversiones de deuda, pero existe cierta inquietud de que para determinar si la venta de una deuda con descuento puede acogerse a deducción tributaria, el IRS pueda tomar en cuenta el valor nominal en divisas de la moneda local recibida a cambio de la obligación. En una normativa preliminar de noviembre de 1987 se estipula que el inversionista estará afecto a impuestos en la medida en que el "valor equitativo de mercado" de la moneda local sobrepase el precio pagado por el título en el mercado secundario. Es evidente que de mantenerse esta norma ella sería un serio desincentivo para que las empresas transnacionales estadounidenses participaran en operaciones financiadas con conversión de deuda.

En el contexto del IRS, merece destacarse que los países deudores pueden considerar también como ganancia imponible la diferencia entre el valor oficial de la moneda local recibida por el inversionista y el precio de la deuda en el mercado secundario. Por ejemplo, es lo que ocurre en Argentina, aunque al parecer el impuesto puede compensarse de inmediato acogiéndose a una ley tributaria para las corporaciones de inversionistas. En síntesis, las consideraciones contables y de auditoría pueden ser un obstáculo para la participación de los bancos estadounidenses (y de las empresas transnacionales) en los sistemas de capitalización de la deuda, pero no hay pruebas de que así haya ocurrido. Además, las firmas contables han tomado actitudes muy diferentes frente a las capitalizaciones de deuda --lo que significa que es posible una cierta medida de negociación.

3. Consideraciones tributarias: Otro factor que podría afectar bastante la disposición de los bancos estadounidenses a participar en los sistemas de capitalización de la deuda es el régimen tributario en que operan. Esto también es un asunto complejo, pero puede ser importante en circunstancias concretas.<sup>103/</sup>

Lamentablemente, como señalan Bouchet y Hay, mientras los bancos estadounidenses sigan teniendo algún incentivo para realizar las pérdidas tributarias, carecen de incentivos para lograr esto mediante la reducción voluntaria de la deuda.<sup>104/</sup> La razón es que, desde la ley de reforma tributaria de 1986, los Estados Unidos han desautorizado, en general, la deductibilidad tributaria de las reservas generales para la deuda de los países en desarrollo. Es efectivo que en los casos en que el Comité Revisor Interagencial sobre el Riesgo País (ICERC) exige reservas para préstamos otorgados a un determinado país, dichas reservas son deducibles de

impuestos, pero en general los beneficios tributarios provienen de las ventas de deuda y no de las capitalizaciones de la misma. Bouchet y Hay mencionan que las anulaciones de préstamos pueden brindar un camino para reconocer las pérdidas tributarias.<sup>105/</sup> Sin embargo, señalan asimismo que hay bastante incertidumbre en torno al tratamiento tributario de las anulaciones de préstamos en el caso de los préstamos soberanos --aunque esto es probable que se disipe a medida que se siente jurisprudencia en los próximos años.

En suma, valdría la pena que los países que piensan establecer un programa de capitalización de la deuda trataran al régimen tributario estadounidense como si fuera neutral, en el mejor de los casos, y no esperaran mucho apoyo de parte del IRS en esta etapa. No obstante, los últimos acontecimientos sugieren que esta situación podría variar, y que después del paquete de reducción de la deuda que se ha propuesto para México, el régimen tributario aplicable a los bancos estadounidenses que participen en programas de reducción sería más flexible.

#### C. RESTRICCIONES A INSTITUCIONES NO ESTADOUNIDENSES

Como regla general, los bancos comerciales (y, a fortiori, las empresas transnacionales) no estadounidenses han experimentado menos restricciones normativas y contables para vender sus títulos de deuda que las de los Estados Unidos.<sup>106/</sup> Además, la mayoría de los bancos europeos han establecido reservas mucho mayores para pérdidas por préstamos otorgados a los PED que las instituciones estadounidenses, a menudo entre 65 y 75%.<sup>107/</sup>

Por tanto, tienen mayor libertad para reconocer una pérdida en sus carteras relativas a los PED que las instituciones estadounidenses (o, en su defecto, las japonesas) que aún no han incrementado sus propias reservas. En el cuadro 5 se resumen los elementos principales de las políticas de reserva para los compromisos bancarios en los países en desarrollo. En dicho cuadro se indican las diversas situaciones a fines de la década de 1980 para los bancos estadounidenses y no estadounidenses y varios países europeos, así como Canadá y Japón.

En el Reino Unido, por ejemplo, aunque el Comité de Normas Contables no se ha abocado formalmente a la cuestión (y aunque los contadores difieren en sus interpretaciones), el consenso es que:

- tal como en los Estados Unidos, no hay obligación de reducir el valor contable al del mercado;

Cuadro 5

Cuadro 5

**PAISES ACREEDORES: PRINCIPALES ELEMENTOS DE LAS POLITICAS DE RESERVA PARA LOS  
COMPROMISOS BANCARIOS EN LOS PAISES EN DESARROLLO**

País	Principales factores de las políticas de reserva				Deductibilidad tributaria		
	Reservas principales	(Porcentaje del compromiso)		Incluida en el capital primario	Reservas generales	Reservas específicas	Pérdidas por préstamos
		Nivel requerido	Nivel promedio 1987				
Estados Unidos	General	Varia <sup>a</sup>	22	Sí	Mínimas	100% para los de valor deteriorado	100
Reino Unido	Ambas	Varia <sup>b</sup>	25	No	Mínimas	80-90% de las adiciones recientes	100
Japón	Específicas	10% máximo	5	No	Mínimas	1% de los compromisos de los PED	100 <sup>c</sup>
Francia	Específicas	Promedio <sup>d</sup>	38	No	Mínimas	40% de los compromisos de los PED	100
Canadá	Específicas	30-40	37	No	Mínimas	100% del nivel requerido	100
República Federal de Alemania	Específicas	Promedio <sup>d</sup>	52	No	Mínimas	50% de las reservas	100
Suiza	Específicas	35 <sup>e</sup>	41	No	Baja	Hasta 100% de las reservas	100

**Fuente:** Tomado de los cuadros 3 y 4 de Williamson, M.L., "The Role of Banking Regulation in Third World Debt Strategies", *ODC Working Paper*, Washington, D.C., mayo de 1988.

<sup>a</sup> Las reservas específicas sólo se requieren para los préstamos a países con "valor deteriorado" que se hallan al menos seis meses atrasados en los pagos de intereses a los bancos.

<sup>b</sup> El Banco de Inglaterra introdujo un sistema de matrices en 1987 para calcular los niveles recomendados de reservas para compromisos específicos con los países. El sistema incorpora una amplia gama de factores respecto a la capacidad de reembolso y la disposición de los deudores. Los bancos comenzaron a recibir también un trato más generoso para las asignaciones específicas de reservas, por lo que están pasando de las reservas generales, que casi no son deductibles a las específicas.

<sup>c</sup> Si lo autoriza el Ministerio de Hacienda.

<sup>d</sup> Las reservas deben mantenerse cercanas al promedio nacional bancario para cada deudor según los supervisores de bancos.

<sup>e</sup> Al 31 de diciembre de 1988.

- los acreedores bancarios no experimentan serias restricciones en cuanto a qué tipo de inversión pueden destinar la conversión, mientras ésta se considere un mejoramiento genuino del activo; y
- la diferencia entre el valor nominal del título de la deuda y su precio de venta en el mercado secundario se considera una pérdida realizada que puede compensarse con ganancias para fines tributarios.

Aunque han surgido algunas dificultades en el caso de que una empresa transnacional compre deuda a un banco y la cambie por capital local (pues algunos contadores han sugerido incluso que la diferencia entre el valor nominal de la moneda local recibida y el costo del préstamo que se utilizó para adquirir la moneda debería tratarse como una especie de incentivo gubernamental, amortizándola durante el avance del proyecto), no se estima que esto sea un desincentivo serio.

Ocurre lo mismo en otras partes de Europa.<sup>108/</sup> En Alemania y Suiza, por ejemplo, existe una larga tradición de que los bancos establezcan y mantengan grandes complejos industriales, tanto a nivel transfronterizo como en el plano interno.

En Francia, Bouchet y Hay señalan que el hecho de que las autoridades no hayan esclarecido el tratamiento tributario y normativo de las capitalizaciones de deuda ha constituido un serio desincentivo para que participen los bancos franceses.<sup>109/</sup> Sin embargo, en el contexto del sistema "Mexbond", el Secretario General de la Comisión de Bancos preparó una carta sobre el trato contable apropiado para las conversiones de deuda con descuento que puede tener implicaciones más vastas para las capitalizaciones de deuda. En particular:

1. los activos vendidos mediante una conversión se cancelarán a su valor nominal, cargando cualquier pérdida a las reservas; y
2. los activos adquiridos mediante una conversión tienen que registrarse a su valor nominal, con mención especial del descuento --si el deudor sirve el activo a un valor superior a su valor neto de adquisición, la diferencia debe figurar como ganancia en una cuenta especial.

Ha habido también cierto debate acerca de las restricciones a los programas de capitalización de la deuda que les impone la existencia de la zona de la Comunidad Financiera Africana a los miembros africanos, los que no están en situación de entregar con prontitud moneda local a cambio de liquidar las obligaciones en divisas. En la actualidad tales decisiones involucrarían a las autoridades monetarias de Francia.

Sin embargo, todavía no queda claro cómo van a visualizar las instituciones japonesas el mercado de capitalización de la deuda. Por ahora la participación de los bancos japoneses (a diferencia, por ejemplo, de JAL/Nikko Hotels) en estas operaciones ha sido mínima, en parte por el bajísimo nivel de las reservas para pérdidas por préstamos a los PED que todavía tienen la mayoría de los bancos japoneses y en parte por el temor de "contaminar" el resto de sus carteras de préstamos a países en desarrollo. Hasta ahora, el enfoque preferido del gobierno ha sido establecer una empresa de factoraje en las Islas Caimán, a la que los bancos japoneses pueden vender parte de la deuda de los PED, con lo que reciben ciertos beneficios tributarios. Hasta ahora, se han transferido de esta forma aproximadamente 1 500 millones de dólares, fundamentalmente de deuda brasileña, mexicana y argentina. En teoría, esta empresa --JBA Investments-- podría convertirse en un actor importante en el mercado de capitalización de la deuda, pero en la práctica esto aún no ha ocurrido.

Mientras el gobierno japonés no modifique el código tributario para estimular a los bancos locales a que constituyan mayores reservas para pérdidas por préstamos, es improbable que los bancos japoneses pasen a ser actores importantes en el mercado de capitalización de la deuda. Sin embargo, merece destacarse que a comienzos de 1989, el Ministerio de Comercio Internacional e Industria (MITI) amplió su programa de seguros de inversión para cubrir las capitalizaciones de deuda, cuyo primer beneficiario fue un proyecto de forraje ganadero en México que involucró a Hakko Kogyo y Sumitomo.

## Capítulo V

### LOS PRINCIPALES PROGRAMAS DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA

Hasta ahora, se ha hecho hincapié en el entorno macroeconómico, político, legal y normativo en que han evolucionado y evolucionan las capitalizaciones de deuda. Los programas en sí sólo se han analizado de paso. Sin embargo, para todo país que piense en introducir un sistema de conversión de deuda, es imperativo aprovechar al máximo posible la experiencia de los demás --y, afortunadamente, hay ahora un cúmulo de experiencia que pueden aprovechar los nuevos postulantes.

A los países deudores que estén pensando en la posibilidad de establecer un sistema de conversión de deuda les vendría bien tener presente tres órdenes de asuntos al analizar las experiencias de otros países:

- los relativos a la autorización de una inversión;
- los que se ocupan de los aspectos financieros de la conversión misma; y
- los que procuran controlar los aspectos negativos del proceso de conversión de la deuda, a la vez que maximizar los beneficios.110/

Hay que reconocer de partida que no existe ninguna combinación de políticas que pueda considerarse óptima en forma inequívoca. Puede que la mayoría de los observadores independientes consideren que el programa chileno ha sido el sistema más exitoso de conversión de la deuda hasta la fecha, pero hay que tener presente que los capítulos XVIII y XIX fueron, de hecho, respuestas muy concretas a una situación particular, y que, por muy exitosas que hayan sido en el contexto chileno, no puede haber seguridades de que puedan reproducirse en otro conjunto de circunstancias. Además, puede que los deudores vean que la introducción de sus prioridades y preferencias en la elaboración de sistemas de capitalización de la deuda estará sujeta a grandes presiones de los acreedores, de tal modo que el resultado final podría reflejar más la índole de las propias negociaciones que la elaboración ideal de un programa de capitalización de la deuda.111/



Los diversos sistemas de capitalización de la deuda que están (o han estado hasta hace poco) vigentes se sintetizan en otra parte de este capítulo. En primer lugar, se analizan con mayor detalle algunos programas claves que pueden tener particular importancia para los nuevos postulantes. Al darles una mirada de conjunto, cabe diferenciar los programas individuales según varios criterios como se demuestra en el anexo I.112/ En particular:

1. el tipo de cambio (oficial o preferencial) al que se convierte en moneda local la deuda en moneda extranjera;
2. las comisiones cobradas por las autoridades locales y/o por los intermediarios locales por el derecho a participar en una conversión;
3. los criterios que habilitan la conversión de una deuda en moneda extranjera en un sistema de capitalización de la deuda;
4. la medida de transparencia de los programas;
5. el hecho de si los residentes o nacionales locales están autorizados a participar en el sistema;
6. las cuotas o topes del monto de deuda que puede convertirse;
7. qué procedimientos (negociaciones caso por caso, subasta pública, etc.) se emplean para asignar el derecho a convertir deuda;
8. qué descuentos (si proceden) se aplican al momento de la conversión --y cualquier diferenciación de dichos descuentos según la jerarquización de las prioridades gubernamentales;
9. la forma en que se recibe el producto de la conversión (es decir, en efectivo o en alguna otra forma de inversión de deuda);
10. qué inversiones pueden financiarse mediante las capitalizaciones de deuda;
11. todo requerimiento de "dinero fresco" o restricción a la proporción de una inversión que puede financiarse mediante conversiones de deuda;
12. el régimen tributario aplicable;
13. el calendario de repatriación de capital y de remesa de utilidades; y

14. toda restricción al porcentaje de acciones que puede tener una empresa mediante las capitalizaciones de deuda.

Merece analizarse cada uno de estos criterios en forma más pormenorizada.

Respecto al tipo de cambio, el hecho de que un deudor permita conversiones al cambio libre u oficial dependerá habitualmente de la política cambiaria general del país. Pero el deudor tiene que percatarse de que cualesquiera que sea la política que siga ésta tenderá a reflejarse en el precio de su deuda en el mercado secundario.

En cuanto a los honorarios, cabe señalar que varios países insisten en que toda conversión de deuda debe realizarse por conducto de un intermediario financiero local --incluso si el inversionista extranjero, que puede ser un banco, es plenamente idóneo para encargarse el mismo de la operación. Se reitera que si bien hay beneficios obvios a priori en términos de la transferencia de conocimientos técnicos financieros, cualquier costo vinculado con esto tenderá a deprimir el precio de la deuda del país en el mercado secundario.

Es difícil decidir cuál es la deuda susceptible de acogerse a un régimen de conversión de deuda. Para ello el gobierno tiene que examinar la totalidad de los diferentes tipos de deuda pendiente --del propio gobierno, de las entidades paraestatales, de los bancos privados, y del sector privado no bancario. Entre las opciones que el gobierno podría hacer figuran:

- toda la deuda externa del sector público;
- la deuda externa del gobierno nacional exclusivamente, incluidas las obligaciones garantizadas;
- las obligaciones directas de deuda externa del gobierno nacional exclusivamente;
- la deuda externa del sector privado garantizada por una entidad del sector público;
- toda la deuda del sector privado, esté garantizada o no por el sector público;
- la deuda pública y privada, que no esté garantizada o asegurada por un organismo externo; y/o
- los créditos comerciales y de proveedores (aunque su inclusión en dichos programas es relativamente rara).

El gobierno puede elegir también cuáles son los vencimientos que va a incluir en su programa y discriminar fundado en la

finalidad para los que se otorgaron originalmente los préstamos (por ejemplo, puede excluir los créditos de corto plazo o comerciales de un prestatario calificado). En todo caso, cualesquiera sean los criterios de calificación que emplee, éstas incidirán también en el precio de la deuda pertinente en el mercado secundario.113/

Lo de la transparencia (es decir, la divulgación completa de la información) es un aspecto polémico. En algunos países, se estima que la transparencia aumenta el riesgo político de un programa. En suma, los inversionistas insisten en que una mayor transparencia es algo positivo, pero no concuerdan en cuanto a la definición de transparencia o que los mismos criterios deberían aplicarse a sus propias acciones.

También resulta difícil decidir si debe permitirse la participación de los nacionales locales. No cabe duda que los programas de conversión de deuda pueden ser un medio muy eficaz de repatriar capital fugado, pero los costos políticos de aparecer legitimando un comportamiento que puede haber sido en ciertas circunstancias ilegal son importantes y no pueden pasarse por alto.

En cuanto a las cuotas o topes, éstos tienden a vincularse estrechamente con los procedimientos empleados para capitalizaciones de deuda. Por ejemplo, donde hay subastas mensuales o bimensuales regulares es habitual que haya cierta especie de límite (que puede variar de una subasta a otra) a fin de que, entre otras cosas, las autoridades mantengan el control del impacto de las conversiones sobre la oferta monetaria interna. Esto es menos frecuente cuando las conversiones se negocian caso por caso o en forma ad hoc.

Nótese, empero, que aun donde hay un límite bastante estricto tiene que haber procedimientos para asegurar que un inversionista que proyecta hacer una capitalización de la deuda voluminosa tenga acceso a la moneda local por un monto superior al tope mensual. En otras palabras, si el tope es de 50 millones de dólares al mes, y un inversionista desea convertir 100 millones de dólares, habría que otorgarle una especie de derecho preferencial sobre una parte de las futuras subastas de deuda a una tasa fija.

En materia de descuentos, casi todos los programas requieren hoy alguna forma de pago al gobierno. En efecto, en la mayoría de los sistemas de capitalización de la deuda basados en subastas, los inversionistas potenciales licitan ofreciendo descuentos competitivos del valor nominal de la deuda que desean convertir --y, a medida que el programa pasa a ser más exitoso, los descuentos que se ofrecen tienden a aumentar. Tampoco hay que dejarse llevar por esto, ya que los descuentos que se piden y el precio de la deuda de un país en el mercado secundario no están desvinculados. No obstante, a veces se considera que los descuentos que puede pedir un país son el indicio del éxito de un programa.

La idea de otorgar descuentos diferenciales según lo que el gobierno estima que son las esferas prioritarias de inversión está bastante difundida --como lo está la idea de que hay ciertos sectores que deben estar totalmente "vedados" para los inversionistas que recurren a la capitalización de la deuda. Algunos programas están elaborados para canalizar inversiones hacia las regiones deprimidas, otros están orientados a la generación de exportaciones o a la sustitución de importaciones. Algunos se limitan casi exclusivamente a los proyectos turísticos o a las zonas francas industriales "tipo enclave", y muchos se circunscriben a nuevas inversiones, y no a expansiones de proyectos existentes.

La cuestión de la forma en que se hacen los pagos es compleja. Pocos programas contemplan ahora un voluminoso pago inicial en efectivo. La mayoría contempla una especie de cuenta de depósito u otra inversión en moneda local. Se insiste, sin embargo, en que hay que otorgar protección contra la inflación y/o la depreciación monetaria.

La cuestión del "dinero fresco" es difícil. La mayoría de los programas no permiten que los fondos provenientes de las conversiones se destinen a ningún insumo importado --lo que significa que hay una petición implícita de "dinero nuevo" para cubrir las importaciones. Sin embargo, algunos programas han requerido explícitamente nuevos préstamos en divisas como una proporción fija de los fondos convertidos, hasta el 100%. No resulta extraño que esto haya sido resistido tenazmente por los acreedores, pero algunos programas con peticiones menores obligatorias de "dinero nuevo" han prosperado.

Respecto al tratamiento tributario de las operaciones de capitalización de la deuda, de lo que se trata es si deben gravarse con arreglo a las disposiciones normales o si deben recibir algún trato especial. Como mínimo, es casi seguro que los dividendos estarán sujetos a la tributación normal --lo que puede ser muy beneficioso para la nación deudora.114/

En cuanto a las restricciones a la repatriación de capital o a las remesas de utilidades, hay gran variedad de normas, pero cada programa posee algún especie de calendario. La única norma general, si es que existe una, es que la repatriación de capital no debería hacerse en condiciones más generosas que los de la deuda convertida, aunque las restricciones suelen ser bastante más onerosas que eso. Nótese que si bien puede que a los inversionistas no bancarios no les importe quedarse sin remitir dividendos por un período inicial de unos tres o cuatro años, a la mayoría de los inversionistas bancarios sí podría preocuparles puesto que el activo crediticio que el banco convirtió devengaba por lo menos intereses.

Por último, varían mucho las restricciones al porcentaje accionario que un inversionista puede adquirir mediante una capitalización de la deuda. En general, a los inversionistas que utilizan la capitalización de la deuda se les tiende a aplicar la legislación más general sobre inversión extranjera vigente en el país deudor. En otras palabras, si a los extranjeros se les impide tener una participación mayoritaria en la propiedad de una determinada industria, los acreedores que convierten deuda tendrán igual prohibición. Sin embargo, hay excepciones en las que --por determinadas razones económicas o estratégicas-- se ha permitido a los inversionistas adquirir hasta el 100% de las acciones de una entidad mediante una capitalización de la deuda, pese a la legislación sobre inversión extranjera que estipula lo contrario.

#### A. MODELOS CLAVES DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA

Por varias razones, algunos países destacan como modelos de programas de capitalización de la deuda. Algunas de ellas son su experiencia acumulada, el volumen de deuda capitalizada y las características concretas de sus programas.<sup>115/</sup> En consecuencia, corresponde examinar los casos de México, Brasil, Chile, Argentina, Filipinas y Jamaica.<sup>116/</sup> Los aspectos principales de los programas de dichos países pueden sintetizarse como sigue (véase el anexo I):

México, porque provocó un vuelco notable de las entradas de inversión extranjera directa a partir de 1987, que el gobierno encauzó hacia sectores prioritarios como el automotriz y el turístico, y que en su mayoría vinieron en forma de proyectos individuales de inversión de gran envergadura (por ejemplo, Chrysler, Volkswagen, Nissan, etc.) con posibilidades de exportación;

Brasil, porque potencialmente es el programa más importante de América Latina (pese a su suspensión) y porque el volumen de conversiones "informales" es sorprendente;

Chile, porque la comunidad financiera internacional lo considera en gran medida el más exitoso de todos los programas vigentes, y porque es el único que ha tenido un impacto importante sobre el nivel global de endeudamiento externo;

Argentina, porque su programa parecía, antes de su suspensión de facto, fructificar pese a un entorno político y económico poco prometedor;

Filipinas, porque es uno de los pocos deudores no latinoamericanos que se ha comprometido seriamente a capitalizar deuda y por la importancia que le atribuye al concepto del fondo de la deuda; y

Jamaica, porque es el único país pequeño que ha instituido un programa formal de capitalización de la deuda y porque su programa está orientado claramente a la promoción de exportaciones.

1. México: Aunque el programa mexicano de capitalización de la deuda fue uno de los primeros, también fue uno de los más estructurados o definidos en términos de su finalidad o funcionamiento según lo manifestado en el "Manual Operativo" preparado por las autoridades mexicanas en 1986 (véase el anexo III). Tanto los aspectos vinculados con la inversión como los financieros del programa llevan esa característica.

En cuanto a los aspectos vinculados con la inversión, se hizo hincapié en detallar las prioridades explícitas de inversión y los usos aceptables que se contemplaban, ratificando la importancia de la legislación vigente sobre la inversión extranjera directa y definiendo los inversionistas calificados. Estos últimos sólo iban a incluir originalmente a los inversionistas extranjeros (bancos, empresas o individuos) que no fueran residentes en México o que no tuvieran su actividad principal en ese país. Además, se estipulaba específicamente que las acciones emitidas como parte del programa de capitalización de la deuda no podían transferirse a ningún particular o entidad mexicana antes de 1998. En el acuerdo de reestructuración de 1987 se introdujo una cláusula que permitía la participación de los nacionales; sin embargo, la instrumentación de dicha cláusula mediante nuevos procedimientos administrativos no alcanzó a completarse antes de que se suspendiera la recepción de nuevas solicitudes en octubre de ese año, lo que sugiere que las autoridades abrigan reservas respecto a abrir el programa a los nacionales.

El "Manual Operativo" especifica que el programa de capitalización de la deuda está sujeto formalmente a la Ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera (1973) de carácter relativamente restrictivo y que las inversiones tienen que ser autorizadas formalmente por la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras. La política mexicana frente a la inversión extranjera se liberalizó considerablemente durante la década de 1980, sobre todo después de mayo de 1989, en el contexto de abrir el país a una mayor competencia e integrarlo a la economía internacional.<sup>117/</sup> Estos cambios incluyen la apertura de las zonas francas de exportación y otras actividades basadas en las exportaciones a la participación extranjera mayoritaria en febrero de 1988. Así, aunque las inversiones vinculadas al programa de capitalización de la deuda están sujetas al marco jurídico y administrativo vigente relativo a la inversión extranjera directa, el propio marco se ha liberalizado un poco en los últimos tiempos.

Los cambios recientes en el marco de la inversión extranjera directa se reflejan en las prioridades de inversión que se detallan en el "Manual Operativo". En el programa de capitalización de la

deuda se otorga preferencia a las privatizaciones e inversiones relativas a las exportaciones de empresas con balances comerciales positivos, mayor capacidad productiva (en vez del prepago o reembolso de la deuda), nueva tecnología y mayores niveles de contenido nacional, entre otras cosas, de tal modo que las autoridades mexicanas definieron la siguiente categorización de las prioridades de inversión:

Categoría

Descripción

- |   |  |
|---|--|
| 0 | La adquisición total o parcial de empresas estatales;  |
| 1 | <p>Nuevas sociedades, ampliaciones o nuevas líneas de productos cuya producción se destine en un 80% o más a la exportación;</p> <p>Adquisición total o parcial de empresas mexicanas con capital extranjero;</p> <p>Nuevas sociedades especializadas en tecnología de punta con alto grado de integración nacional, o que sustituyan importaciones;</p> <p>Nuevas pequeñas empresas (de acuerdo con los criterios de la Resolución General N° 15 de la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras);</p> |
| 2 | Nuevas sociedades, ampliaciones, nuevas líneas de productos o nueva tecnología avanzada, empresas en sectores prioritarios que generen divisas y empleo, empresas en zonas de descentralización industrial, empresas que exporten un mínimo de 50% de su producción;   |
| 3 | <p>Empresas que exporten como mínimo el 30% de su nueva producción;</p> <p>Empresas con proyectos de obra en desarrollo avanzado que involucren alta tecnología;</p> <p>Proyectos de inversión de pequeñas empresas;</p> <p>Inversiones en empresas mexicanas con capital extranjero minoritario o nulo;</p>   |
| 4 | <p>Inversiones en empresas con déficit de balance de pagos;</p> <p>Autosuficiencia en divisas;</p>   |

- Nuevas sociedades, ampliaciones, o nuevas líneas de productos orientadas parcialmente a los mercados de exportación;
- Niveles de integración nacional bajo las normas industriales;
- 5 Nuevas sociedades, ampliaciones, o nuevas líneas de productos destinados a reducir el déficit comercial de la empresa;
- Reducción de pasivos con proveedores nacionales;
- Escasa integración nacional;
- Tecnología media;
- 6 Capitalización parcial y prepago parcial a FICORCA o a las sociedades nacionales de crédito;
- Tecnología media;
- No genera divisas;
- 7 Pago de deuda a FICORCA o a bancos estatales;
- 8 No genera divisas;
- 9 Proyectos que no cumplen con las condiciones de las categorías previas.

Cabe observar que se otorgó una altísima prioridad a las inversiones provenientes de la capitalización de la deuda vinculadas con el programa de privatización del gobierno mexicano. Esto, sin duda, fue una tentativa de incentivar a los grandes bancos estadounidenses a participar más plenamente acogiendo a la enmienda de la regla K de la Reserva Federal de Estados Unidos, que permitía una mayor participación de capital en las empresas nacionales en vías de privatización. No parece haber tenido mucho éxito.

En cuanto a los usos aceptables de los recursos el "Manual Operativo" permite destinarlos tanto a capital (nuevo y existente) como al pago de la deuda local; sin embargo, es evidente que las prioridades se inclinan por el nuevo capital destinado a aumentar la capacidad productiva. Los fondos de conversión, que sirven fundamentalmente para que los bancos estadounidenses se deshagan de deuda no deseada a cambio de participar con capital en el fondo, están en la etapa incipiente y bastante perturbados por la dificultad de mantener el valor en dólares de las inversiones debido a la devaluación del peso mexicano.



En cuanto a otros aspectos vinculados con la inversión, el programa mexicano de capitalización de la deuda no exige dinero fresco para las inversiones y la única restricción especial a las remesas de utilidades es que no sobrepasen durante cinco años el monto de los pagos correspondientes a los intereses que reemplazan. El capital no puede repatriarse durante 12 años.

Respecto a los aspectos financieros del programa de capitalización de la deuda, el objetivo de captar una parte del descuento de la deuda mexicana en el mercado secundario ha quedado claramente subordinado al objetivo de promover y canalizar la inversión a las esferas prioritarias. Esto es evidente en casi todos los aspectos financieros. El uso original del tipo de cambio paralelo más elevado que el oficial (o, en el peor de los casos, de algún valor entre ambos) favorece claramente al inversionista. Los honorarios administrativos son mínimos y sirven más para disuadir a los postulantes poco serios que para generar ingresos. La deuda se convierte a una cifra cercana a su valor en el caso de las inversiones prioritarias. Las categorías 0, 1 y 2 tienen descuentos de 0, 5 y 8%, respectivamente. Entre las categorías 3 y 7 los descuentos oscilan entre 12 y 16% y las inversiones de la categoría 8 tienen un 25% de descuento. Se reitera que la finalidad principal del descuento es canalizar la inversión y no captar parte de la diferencia entre el valor nominal y el precio en el mercado secundario. Por último, el mecanismo de acceso a las cuotas administrativa que se basa en la prioridad del proyecto de inversión y no en las subastas basadas en el descuento más elevado ofrecido. Sólo en el caso de la admisibilidad de la deuda y del 20% de impuesto sobre la diferencia entre el precio de mercado y el de rescate del título de la deuda podría decirse que la influencia de los aspectos financieros en la conversión se antepusieron al fomento de la inversión.

Otras características destacadas del programa mexicano de capitalización de la deuda son ciertas salvaguardias administrativas tales como la auditoría irrestricta de las empresas receptoras de la inversión y el desembolso de los pesos directamente a los proveedores, contratistas o acreedores nacionales del receptor. Se establecieron límites generales al volumen de dólares que podían convertirse a fin de poner parámetros al impacto inflacionario del programa de capitalización de la deuda. Por preocupaciones inflacionarias hubo que suspender transitoriamente el programa en 1986 y nuevamente en octubre de 1987, tras lo cual no se aceptaron nuevas solicitudes.

¿Cuáles han sido los resultados del énfasis en la inversión del programa mexicano? Primero, la conversión de la deuda en nueva inversión ha sido claramente el motor de la conversión global de la deuda en México. La trascendencia del sistema Morgan/México de conversión de la deuda en bonos por 3 700 millones de dólares, se minimiza cuando se deduce el costo de los bonos sin cupón del

Tesoro de los Estados Unidos (2 600 millones de dólares). Segundo, es evidente que el programa de capitalización de la deuda ha logrado resucitar la inversión extranjera directa hasta alcanzar los niveles de auge de 1980-1981 o mejores en 1987. Aunque el monto de las conversiones ha sido sólo el equivalente de un 7% de la deuda pendiente con los bancos transnacionales, éstas han representado más de 60% de la inversión extranjera directa durante el período de crisis. Tercero, aunque la inversión está muy concentrada (dos tercios) en unos pocos países, casi el 50% proviene de los Estados Unidos (la inversión extranjera directa global proveniente de dicho país había caído notoriamente durante la crisis) y sólo 12% puede vincularse directamente con los centros financieros y las posibles prácticas especulativas. La inversión extranjera directa europea repuntó notoriamente, sobre todo la del Reino Unido. Cuarto, la distribución sectorial de las capitalizaciones de deuda demuestra que se concentran fundamentalmente en esferas prioritarias como turismo (30%), automóviles (16%), bienes de capital (12%) y zonas francas industriales (11%). (Véase el cuadro 6.) Quinto, una parte significativa de la capitalización de la deuda se ha destinado a grandes proyectos que representan nuevas inversiones o grandes expansiones de plantas, como es el caso de Volkswagen (141 millones de dólares), Chrysler (110 millones de dólares), American Express (100 millones de dólares) y Nissan (60 millones de dólares). Por último, el programa mexicano de capitalización de la deuda ha logrado activar a los bancos que dominan los comités de dirección de los BTN.

El programa mexicano figura entre los más importantes de todos los programas de capitalización de la deuda --pese al hecho de que sólo funcionó en la práctica en lo que a nuevas solicitudes se refiere durante 18 meses, de abril de 1986 a octubre de 1987. Durante este período, se recibieron 4 800 millones de dólares en solicitudes admisibles. De estas sumas, se habían autorizado 3 100 millones de dólares hasta octubre de 1987, cursándose el resto en los dos años que siguieron.

Como parte de las negociaciones entre los bancos acreedores y el gobierno, celebradas a fines de 1989 bajo la égida del programa de reducción de la deuda planteado por el Secretario del Tesoro Norteamericano Brady, se ha convenido una hoja de plazos y condiciones que compromete al gobierno mexicano a permitir capitalizaciones de deuda por 1 000 millones de dólares anuales durante tres años y medio. Sin embargo, dichas conversiones sólo pueden utilizarse para financiar hasta el 50% del precio de compra de empresas en vías de privatización o de proyectos de infraestructura calificados, aunque aún no se ha definido qué es lo que se entiende por proyectos de infraestructura calificados. Nótese que este requisito no compromete al gobierno a reanudar un programa formal de capitalización de la deuda --para el solo hecho de permitir que las capitalizaciones de deuda se produzcan. Se entiende que el gobierno se propone cumplir su compromiso

Cuadro 6

Cuadro 6

**MEXICO: CAPITALIZACIONES DE DEUDA AUTORIZADAS, POR SECTOR Y FUENTE, 1986-1988<sup>a</sup>**

(En millones de dólares)

Sector	Fuente							Total
	Estados Unidos	Reino Unido	Centros financieros <sup>b</sup>	República Federal de Alemania	Japón	Francia	España	Otros
Turismo	300.9	222.2	291.1	...	13.2	67.8	105.7	165.1
Industria automotriz/transporte	316.6	...	2.6	200.9	76.8	17.0	2.2	...
Bienes de capital	313.7	15.5	7.9	3.9	36.7	21.2	1.2	45.7
Zona franca industrial	391.7	7.2	22.1	...	...	...	1.8	14.8
Maquinaria eléctrica/electrónica	135.2	9.1	...	8.5	3.6	...	...	28.5
Productos minerales no metálicos	51.6	66.6	0.8	...	...	...	...	52.0
Agroindustria	84.0	11.2	38.5	...	...	4.8	1.0	8.4
Metales básicos	46.1	85.0	16.0	...	...	...	...	...
Otros	203.6	114.0	85.9	7.7	13.6	5.0	0.4	109.2
<b>Total</b>	<b>1 843.4</b>	<b>530.8</b>	<b>464.9</b>	<b>221.0</b>	<b>143.9</b>	<b>115.8</b>	<b>112.3</b>	<b>423.7</b>
								<b>3 855.8</b>

*Fuente:* Unidad Conjunta CEPAL-CET sobre la base de datos suministrados por la Dirección General de Inversiones Extranjeras.

<sup>a</sup>Hasta octubre.

<sup>b</sup>Panamá, Islas Caimán, Antillas Neerlandesas y Bahamas.

mediante un procedimiento de subasta, con un descuento mínimo de 35%.

2. Brasil: La experiencia de Brasil con las capitalizaciones de deuda no ha sido muy feliz, y las conversiones de deuda siguen siendo una cuestión políticamente contenciosa, pese al hecho de que hasta su suspensión en enero de 1989 las subastas mensuales por 150 millones de dólares (abiertas, en forma rotativa, en cada una de las bolsas del país) siempre estuvieron suscritas en exceso.

La conversión de deuda en Brasil ha estado expuesta a varios cambios abruptos de política. Las inquietudes sobre ciertos aspectos de la inversión extranjera manifestadas al redactar la nueva constitución brasileña se plantearon también respecto al programa de conversión de deuda. La capitalización de la deuda ha seguido tanto las fluctuaciones de las relaciones acreedor-deudor como los altibajos de la inversión extranjera directa. Aunque la política brasileña inicial de capitalización de la deuda se remonta a 1964 y comenzó hacerse notar ya en 1978, sólo adquirió importancia primordial hacia fines de 1982.

El período reciente, 1982-1989 puede abordarse con arreglo a los principales instrumentos de capitalización de la deuda aplicados en Brasil, según se sugiere en el cuadro 7. La disminución de las entradas de inversión extranjera directa en el contexto de la recesión de comienzos de los años ochenta indujo en un comienzo a los formuladores de políticas a tratar de mantener la afluencia de capital extranjero de las empresas transnacionales ofreciendo un 10% de crédito tributario sobre la capitalización de la deuda (Decreto Ley 1994). Las autoridades tomaron esta iniciativa liberal pensando que era una medida temporal y que pronto volverían a los mercados internacionales de capital. Más de 1 300 millones de dólares (fundamentalmente préstamos) ingresaron a Brasil entre 1982 y 1984; sin embargo, como las entradas netas de inversión extranjera directa se desplomaron, aumentaron las críticas de esta política liberal porque se sospechaba que la capitalización de la deuda estaba sustituyendo a la entrada regular de inversión extranjera directa y porque había pruebas claras de que el capital iba y volvía.118/

La conversión de 200 millones de dólares por la Volkswagen de Brasil de la deuda descontada del Deutsche Bank para financiar su participación en la iniciativa Autolatina (en que la Volkswagen y la Ford aunaron fuerzas respecto a los mercados brasileño y argentino) fue considerada como la operación que condujo al cambio de orientación en noviembre de 1984. La nueva política contenida en la Circular 1125 del Banco Central suprimió el crédito tributario y limitó la capitalización de la deuda al préstamo directo (a la par) interempresas. Aun así, casi 2 000 millones de dólares ingresaron a Brasil gracias a este instrumento más restrictivo durante el período 1985-1987; sin embargo, las entradas netas de inversión extranjera directa bajaron a cero. Dado que en

Cuadro 7

Cuadro 7

**BRASIL: CAPITALIZACION DE LA DEUDA, POR INSTRUMENTOS, 1982-1988**

(En millones de dólares)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Total	Porcen- taje
Total de conversiones formales	143.2	452.2	745.6	581.3	205.9	343.6	3 591.6	...	6 063.4	100
Decreto Ley 1994	143.2	452.2	745.6	...	...	...	...	...	1 341.0	22
Circular 1125	...	...	...	581.3	205.9	343.6	845.0	...	1 975.8	33
Resolución 1460	...	...	...	...	...	...	2 746.6 <sup>c</sup>	...	2 746.6	45
i) Subastas	...	...	...	...	...	...	(1 953.4) <sup>d</sup>	...	(1 953.4)	(32)
ii) Circular 1303	...	...	...	...	...	...	(793.2)	...	(793.2)	(13)

**Fuente:** Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre la base de información oficial.

<sup>a</sup> Suspendido en noviembre de 1984 y reemplazado por la Circular 1125.

<sup>b</sup> Suspendida en julio de 1987 y reemplazado por la Resolución 1416. Los saldos se liquidaron en 1988.

<sup>c</sup> Suspendida en enero de 1989.

<sup>d</sup> Hasta octubre.

... No hay datos disponibles.

julio de 1987 el precio de la deuda externa brasileña tenía un descuento sustancial en los mercados secundarios se ampliaba la brecha entre los tipos de cambio paralelo y oficial, y como no se estimó aconsejable seguir promoviendo la inversión extranjera directa mediante la conversión a valores a la par (incentivando con ello prácticas especulativas), se suspendió el programa. En la resolución 1416 de noviembre de 1987 se advirtió una nueva orientación más flexible, basada no tanto en promover la entrada de la inversión extranjera directa sino en captar una parte del descuento de la deuda brasileña en el mercado secundario. Dicha política se plasmó en el acuerdo de reestructuración de la deuda con los bancos transnacionales de 1988 y entró en vigor en virtud de la resolución 1460 de 1988. (Véase el anexo VI.)

El nuevo programa de capitalización de la deuda fue de carácter más integral y extremadamente flexible. Gracias a él sólo en 1988 se convirtió deuda por 2 700 millones de dólares, cifra que superó incluso ligeramente el valor de la inversión extranjera directa registrada mediante conversiones informales (2 600 millones de dólares) durante ese año y sobrepasó con creces los remanentes de las conversiones autorizadas conforme a la Circular 1125 durante dicho año.

Consistió en dos elementos esenciales: primero, las subastas, en que los bancos trataban de obtener cuotas de conversión para sus empresas transnacionales clientes ofreciendo descuentos por los títulos de deuda vencida que iban a utilizarse, y, segundo, la conversión negociada de deuda del sector público vencida o no vencida aún depositada en cuentas del Banco Central (Circular 1303). Antes de que se suspendiera en enero de 1989, el programa preveía conversiones formales del orden de los 9 000 millones de dólares durante el período 1988-1993. En comparación con los programas previos de capitalización de la deuda en este país, el énfasis se desplazó claramente de la promoción de inversiones a la captación de una parte del descuento de la deuda externa brasileña en los mercados secundarios.

En cuanto a los aspectos vinculados con la inversión del programa brasileño de 1988, cabría mencionar que todas las capitalizaciones de deuda tenían que conformarse a la reglamentación vigente para la inversión extranjera directa; sin embargo, en el caso de Brasil no había un análisis de proyectos o un procedimiento de autorización previa. Los únicos aspectos restrictivos o punitivos del programa (fuera de la limitación mensual de las conversiones) son: primero, el límite geográfico de las cuotas de conversión subastadas en que el 50% tiene que vincularse a proyectos en las zonas menos desarrolladas del país (Sudene, Sudam, Espirito Santo y Vale do Jequitinhonha) y, segundo, la exclusión de las empresas que repatriaron capital durante 1985-1987 de participar en el sistema de capitalización de la deuda. Aunque Brasil no impone requisitos excesivos, los recursos tienen que destinarse a aumentar el capital de la empresa y a

incrementar su capacidad productiva en el caso de una empresa extranjera, o incluir la compra de acciones existentes en el caso de empresas nacionales (sin desnacionalizarlas) o la compra de acciones mediante los fondos de conversión. La repatriación de capital está prohibida durante 12 meses; sin embargo, las remesas de utilidades no están sujetas a restricciones especiales fuera de la reglamentación normal que rige a la inversión extranjera directa. En suma, los aspectos vinculados con la inversión del programa brasileño han hecho hincapié en la flexibilidad y en la canalización de parte de esa inversión a las zonas menos desarrolladas del país.

Los aspectos financieros, sobre todo la captación de una parte del descuento de la deuda externa brasileña en los mercados secundarios, son las características fundamentales del programa brasileño. Para ello, lo primordial es el uso del mecanismo de subastas en que los descuentos ofrecidos determinan cómo se asignan las cuotas mensuales de conversión y la utilización del tipo de cambio oficial (en vez del paralelo más elevado). Cabe recordar, no obstante, que los instrumentos de conversión no vinculados a subastas como la Circular 1125 y la Circular 1303 eran importantes en 1988, y la conversión al valor nominal de los servicios de préstamo no utilizados incluidos en los 5 200 millones de dinero nuevo podrían alcanzar a 1 800 millones de dólares durante 1988-1990. La deuda subastable sobrepasó los 24 000 millones de dólares cuando se inició el programa. Los honorarios o comisiones no juegan un papel importante en el programa brasileño; sin embargo, cabe mencionar que el grueso de la inversión extranjera directa registrada se descuenta conforme al promedio de las tres subastas previas si se trata de operaciones informales o según su vencimiento si corresponde a deuda directa del sector público. En otras palabras, el objetivo principal de los aspectos financieros del programa es recuperar el máximo de recursos posibles.

Entre los elementos del programa destinados a controlar los aspectos negativos figuran los topes de las subastas mensuales --150 millones de dólares, con la mitad de ese monto dirigido a las zonas subdesarrolladas--, el nuevo interés por la privatización y las acciones relativas a las conversiones informales. Ninguna de estas medidas parece tener mucho efecto para controlar los impactos negativos como la tasa de inflación, el tamaño del déficit público o el alza considerable del tipo de cambio paralelo.

En cuanto a los resultados del programa brasileño de capitalización de la deuda puede decirse que, a diferencia del Decreto Ley 1994 o de la Circular 1125, el programa más reciente ha coincidido con el retorno de la afluencia de la inversión extranjera directa a sus niveles tradicionales; sin embargo, dicho resultado parece ser más bien la consecuencia de las presiones de los acreedores para flexibilizar la conversión y convencer a los funcionarios de hacer la vista gorda frente a actividades claramente especulativas (el bicicleteo, el viaje redondo y las

conversiones fantasmas),<sup>119/</sup> que de la aplicación del programa de capitalización de la deuda propiamente tal. Es evidente que las autoridades brasileñas han logrado mejorar el clima de inversión para los extranjeros,<sup>120/</sup> y obtener descuentos crecientes para su deuda externa (que subió de un promedio de 19.58% a 36.98% entre la primera y la última subasta de 1988); sin embargo, el costo ha sido elevado en el sentido de que la capitalización de la deuda parece haber sustituido en gran medida a los nuevos flujos de inversión extranjera directa, y respecto a las finanzas públicas, el hecho es que la deuda externa se está canjeando por una deuda interna más cara.

No se dispone de información completa sobre la capitalización de la deuda; sólo se encuentran datos coherentes en el caso de las cuotas de capitalización de la deuda asignadas por subastas. El cuadro 8 indica que se han logrado canalizar recursos a las regiones más subdesarrolladas de Brasil, especialmente a las actividades primarias y manufactureras. Por otra parte, las actividades de servicios se concentran claramente en el corredor Rio-São Paulo y el monto de los recursos vinculados con las operaciones de los bancos de inversión podría considerarse como que confirma las inquietudes sobre las presiones de la banca transnacional y el nivel de las actividades especulativas. Algo similar ocurre con la información sobre el país de origen de los inversionistas que figura en el cuadro 9, en el sentido de que los centros financieros representan un 22% del total. Resulta bastante interesante que para un país con una base de inversión extranjera directa bastante diversificada, el 45% de los valores nominales del intercambio de deuda provenga de inversionistas estadounidenses y japoneses. Los inversionistas japoneses han sustituido mediante este mecanismo su aporte de inversión extranjera directa, en tanto que el aporte de los inversionistas alemanes es decididamente inferior a lo normal.

En materia de proyectos o inversiones individuales la información disponible es sumamente vaga. Dicha información sugiere que los proyectos en gran escala han desempeñado en Brasil un papel más secundario que en otros países, por ende, parece que las empresas transnacionales establecidas utilizan la capitalización de la deuda principalmente para fines de reinversión (y no para nuevas inversiones). Además, al parecer, los bancos transnacionales han invertido muy activamente sus propios compromisos a diferencia de lo ocurrido en la mayoría de los demás países muy endeudados. Por otra parte, pero en mucho menor medida, la situación especial de los inversionistas de Nueva Zelandia está presente en Brasil como lo fue en el caso de Chile. Por último, los bancos transnacionales invierten en las actividades del sector financiero, especialmente en la banca de inversiones.



## Cuadro 8

BRASIL: DISTRIBUCION SECTORIAL DE LAS CUOTAS DE CAPITALIZACION  
DE LA DEUDA SUBASTADAS DURANTE 1988(Porcentaje calculado sobre el valor nominal  
de la deuda convertida)

Sector	Regiones favorecidas a/	Resto del país	Total
<u>Actividades primarias</u>	7.3	0.9	8.2
Minería	3.5	0.7	4.2
<u>Industria manufacturera</u>	36.2	27.1	63.3
Material eléctrico/electrónico	6.3	4.0	10.3
Química/petroquímica	5.6	4.5	10.1
Papel y productos de papel	5.7	1.3	7.0
Metalurgia	2.2	4.2	6.4
Productos alimentarios	5.5	0.7	6.2
Productos mecánicos	0.5	4.9	5.4
Textiles	2.5	1.8	4.3
<u>Servicios</u>	5.1	19.7	24.8
Bancos de inversión	...	7.0	7.0
Turismo	1.4	4.4	5.8
Comercio, exp./imp.	2.1	2.4	4.5
<u>Otros sectores</u>	2.4	0.7	3.1
Fondos de conversión	0.6	...	0.6
Total (en porcentaje)	49.3	50.7	100.0
(En millones de dólares)	963.1	990.4	1 953.5

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre la base de información oficial (BACEN/FIRCE).

a/ En orden de importancia: SUDENE, SUDAM, Espirito Santo y Vale do Jequitinhonha.

Cuadro 9

BRASIL: PAIS DE ORIGEN DEL INVERSIONISTA RESPECTO A LAS CUOTAS  
DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA SUBASTADAS DURANTE 1988

(Porcentaje calculado sobre el valor nominal de la  
deuda convertida)

País de origen	Regiones favorecidas a/	Resto del país	Total
Estados Unidos	12.8	16.8	29.6
Centros financieros b/	17.0	5.3	22.3
Japón	5.3	10.0	15.3
Francia	2.1	6.8	8.9
Reino Unido	3.0	1.9	4.9
Suiza	3.1	1.4	4.5
Canadá	2.5	0.4	2.9
Otros	3.5	8.1	11.6
Total (en porcentaje)	49.3	50.7	100.0
(En millones de dólares)	963.1	990.4	1 953.5

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre la base de información oficial (BACEN/FIRCE).

a/ En orden de importancia: SUDENE, SUDAM, Espirito Santo y Vale do Jequitinhonha.

b/ En orden de importancia: Islas Caimán, Panamá, Leich enstein, Antillas Neerlandesas, Bahamas, Islas Vírgenes Británicas, Islas del Canal, Bermuda, San Vicente y las Granadinas.

La experiencia brasileña con la capitalización de la deuda es muy aleccionadora porque demuestra que cuando los acreedores y los inversionistas extranjeros logran imponer en gran medida su voluntad, como ocurrió en general con el acuerdo de reestructuración de la deuda con la banca transnacional en 1988 que incluía el nuevo programa de capitalización de la deuda, los resultados pueden ser espectaculares tanto en términos de la entrada de capitales como de los costos involucrados.

Las entradas netas de la inversión extranjera directa retornaron aproximadamente a sus niveles tradicionales gracias sobre todo a las capitalizaciones de la deuda; sin embargo, eso mismo sólo puso de manifiesto el hecho de que había muy poca inversión nueva y que las empresas transnacionales simplemente se aprovechaban del ahorro obtenido con la capitalización de la deuda para conseguir una reinversión más barata. La sustitución de la inversión extranjera directa por las operaciones de capitalización de la deuda, y no la adicionalidad, es lo que parece haber sido el resultado principal. Aparte del mayor volumen de las entradas netas de inversión extranjera directa, el programa brasileño ha ofrecido otras dos ventajas principales: descuentos cada vez mayores mediante la subasta de cuotas de capitalización de la deuda y el aumento de la inversión en la región subdesarrollada del país. No obstante, es dudoso que estas ventajas compensen plenamente los impactos negativos derivados de intercambiar deuda externa por instrumentos mucho más caros de la deuda interna como las presiones inflacionarias, un enorme déficit público y una brecha creciente entre los tipos de cambio oficial y paralelo, todo lo cual culmina en un aumento inexorable de las prácticas especulativas y una pérdida de control sobre la formulación de políticas económicas nacionales.

Al respecto, algunas de las lecciones principales que otros países podrían extraer de la experiencia brasileña son:

- la fragilidad del consenso a favor de las capitalizaciones de la deuda en todo momento (con el riesgo inminente de que los inversionistas potenciales exijan algún incentivo complementario que los compense por el riesgo de posibles cambios de política);

- que el énfasis en captar el descuento máximo mediante el procedimiento de subastas implica un costo en términos del control que se ejerce sobre el destino final de la moneda local en materia de selección de proyectos;

- la dificultad de lograr que se establezca el concepto del fondo de capitalización de la deuda, incluso en el que es sin lugar a dudas el mercado bursátil más grande y más vasto del mundo en desarrollo.

3. Chile: La conversión de la deuda (no sólo su capitalización) se ideó para ayudar a resolver el problema

fundamental de una carga excesiva de la misma y, como lo indica el cuadro 10, se ha logrado un éxito considerable en ese sentido. Se han amortizado más de 8 100 millones de deuda con los bancos transnacionales mediante la conversión de deuda hasta fines de septiembre de 1989, lo que representa el equivalente de casi la mitad del valor de la deuda externa global de mediano y largo plazo de Chile a fines de 1986. Este ha sido uno de los programas de conversión de deuda más activo ejecutado por un país muy endeudado; sin embargo, también es un programa en que otros instrumentos de conversión de la deuda, fuera de la capitalización, han desempeñado el papel más importante. Ello obedece al hecho de que el objetivo fundamental del programa de conversión de deuda en Chile era reducir la deuda externa, no promover la inversión extranjera directa.

El programa chileno consta de dos instrumentos esenciales, que son los capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales. El capítulo XVIII sobre la adquisición de títulos de deuda externa permite que la deuda externa calificada con los BTN pueda intercambiarse por pesos sin formular mayores preguntas (salvo en el caso de las empresas estatales y los bancos locales). Una subasta mensual del Banco Central para tener acceso a la adquisición dentro de un tope definido genera el descuento local al que se le agrega una comisión de subasta. Dicho instrumento sirve primordialmente como cauce para que retome el capital fugado a Chile. En circunstancias excepcionales se ha recurrido al expediente del caso por caso no sujeto a subasta para capitalizar las empresas chilenas sobreendeudadas. En suma, la deuda externa se intercambia por pesos y el acceso a las divisas jamás desempeña un papel en la conversión.

El capítulo XIX (véase el anexo II) ofrece ventajas especiales a las personas chilenas o extranjeras con residencia y domicilio en el exterior para convertir la deuda adquirida en pesos a fin de efectuar las inversiones autorizadas y obtener con ello el acceso futuro a las divisas de una manera similar a la inversión extranjera directa normal. Asimismo, el capítulo XIX permite la capitalización de las empresas chilenas de inversión que operan con fondos de conversión. Fuera de estos dos instrumentos principales, otros se ocupan sobre todo de la reestructuración o la recompra directa de las empresas no financieras del sector público (y algunas empresas públicas) y de intercambios de deudas. Tanto el capítulo XVIII (30.5%) como el capítulo XIX (33.2%), así como los demás instrumentos, han sido factores importantes para reducir la deuda externa chilena. El análisis que sigue examinará con mayor detalle el programa de capitalización de la deuda (capítulo XIX) desde la perspectiva de fomentar nuevas inversiones a fin de que pueda compararse con programas similares de otros países muy endeudados.

Cuadro 10

CHILE: VOLUMEN ANUAL DE CONVERSION DE LA DEUDA  
SEGUN SUS INSTRUMENTOS, 1985-1989

(En millones de dólares)

Instrumento	Capítulo XIX a/	Capítulo XVIII	Otros b/	Total
<u>Año</u>				
1985	32.3	115.2	182.7	330.2
1986	213.5	410.6	359.4	983.5
1987	707.3	695.8	575.6	1 978.7
1988	885.9	909.3	1 132.9	1 928.1
1989 c/	858.7	342.6	701.3	1 902.6
<u>Total</u>	<u>2 697.7</u>	<u>2 473.5</u>	<u>2 951.9</u>	<u>8 123.1</u>
(Porcentaje)	33.2	30.5	36.3	100

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre la base de datos del Banco Central de Chile, Boletín Mensual, noviembre de 1989.

- a/ Incluye las conversiones directas (244 millones de dólares) principalmente en el sector financiero privado así como los fondos de conversión (30 millones de dólares).
- b/ Comprende sobre todo las reestructuraciones/recompras del sector privado no financiero pero incluye asimismo la recompra directa de empresas públicas y los intercambios de deudas.
- c/ Hasta fines de septiembre.

En general, el programa chileno de capitalización de la deuda puede considerarse como uno de los menos estructurados y con una definición menos explícita, salvo en lo que se refiere a los aspectos financieros. Las autoridades chilenas estimaron que el exceso de restricciones constituiría un desincentivo para los inversionistas extranjeros y podría contradecir en parte el estatuto de la inversión extranjera vigente (D.L. 600 de 1974), de corte liberal. Por ese motivo, la definición de los aspectos vinculados con la inversión del programa ni siquiera se asemejan, por ejemplo, a los programas mexicano y filipino en la medida en que se habla de inversiones aceptables, prioridades de inversión, etc.

Oficialmente, los inversionistas calificados son personas naturales o jurídicas, chilenas o extranjeras, con residencia y domicilio en el exterior. El hecho de que puedan participar chilenos no residentes plantea naturalmente la posibilidad de cierta filtración desde la categoría de no residente hacia la de residente, o la entrada y salida de capitales. Las autoridades chilenas sostienen que la confirmación de la verdadera identidad del inversionista extranjero es uno de los exámenes más rigurosos que efectúa el Banco Central. Por otra parte, los críticos sugieren que las autoridades se han visto obligadas a hacer la vista gorda frente a los inversionistas chilenos camuflados pues de otro modo la ventaja otorgada a los extranjeros sería injusta.<sup>121/</sup>

Respecto a los usos aceptables de la deuda externa convertida, el programa chileno permite nuevas inversiones de capital, la adquisición de activos existentes y el pago de deuda en moneda local. La privatización de empresas públicas y la recapitalización de empresas nacionales endeudadas (especialmente las del sector financiero) revisten igual importancia que la promoción de nuevas inversiones, dado que la prioridad global es reducir la deuda externa. Hay dos fondos de conversión de la deuda en formación por 75 millones de dólares; sin embargo, sólo se han registrado unos 30 millones de dólares para una operación conjunta entre la Corporación Financiera Internacional y el Midland Bank a fin de capitalizar una empresa chilena de inversión, conforme a lo dispuesto en el anexo II de las normas del capítulo XIX.

Como todos los países muy endeudados, los chilenos tienen sus prioridades en materia de inversión extranjera directa, incluida la emanada de las capitalizaciones de deuda; sin embargo, las autoridades chilenas no manifiestan en forma explícita esas prioridades de inversión. Prefieren establecer una situación en que se negocian caso por caso los proyectos de capitalización de la deuda (cuya alternativa es el Estatuto de la Inversión Extranjera vigente). El artículo 11 bis del D.L. 600 define ciertos incentivos para las grandes inversiones (50 millones de dólares o más) en proyectos industriales o extractivos, especialmente aquellos en que se prevén nuevas exportaciones. Los únicos sectores que están

vedados a los inversionistas extranjeros son el petróleo y el comercio de cabotaje.

En este contexto, la ventaja principal de las operaciones del capítulo XIX sobre las inversiones conforme al D.L. 600 es el descuento obtenible mediante la adquisición de títulos de deuda en el mercado secundario. Este beneficio vía capítulo XIX entraña ciertos costos en comparación con el D.L. 600, tales como una condición jurídica más vulnerable (reglamentación del Banco Central versus un contrato suscrito con la República) y ciertas restricciones a las remesas de dividendos y de capital (en general, cuatro años y diez años, respectivamente). Por ende, el descuento lleva al inversionista extranjero a negociar con el comité del Banco Central (autónomo desde 1990 y distinto del Comité de Inversiones Extranjeras) y así se examina caso por caso la situación concreta del proyecto que presenta cada inversionista extranjero. A juzgar por la escasa información sobre los proyectos de inversión restringidos o no aprobados por las autoridades chilenas, parecería que sólo son inaceptables los grandes proyectos de nuevas inversiones en recursos naturales (la principal ventaja comparativa de Chile) y algunos de los que provienen de centros financieros o paraísos tributarios.<sup>122/</sup> Así, es la discrecionalidad administrativa y no una lista formal de prioridades de inversión la que determina la compatibilidad de los proyectos de inversión.

A diferencia de lo que ocurre con los aspectos vinculados con la inversión, los aspectos financieros del programa chileno de capitalización de la deuda están definidos en forma muy clara y explícita. Es evidente que se han desplegado esfuerzos para captar una parte del descuento de la deuda chilena en el mercado secundario, no formalmente mediante subastas, pero en formas más bien sutiles. En cuanto a la valorización de la deuda, el inversionista obtiene menos del 100% del valor a la par. La moneda local que se recibe a cambio de la deuda con los bancos transnacionales viene como i) pagarés al portador emitidos por el Banco Central denominados en dólares de los Estados Unidos y pagaderos en pesos por un monto igual al monto de los créditos originales, con vencimiento a diez años y que devenga una tasa de interés LIBOR por seis meses más un margen definido (en los primeros seis meses un valor idéntico al original, en los segundos seis meses: 0.75%, los terceros seis meses: 0.25%; y ulteriormente -0.5%); o ii) títulos negociables al portador emitidos por el Banco Central denominados en unidades que representan el índice de inflación interna, Unidades de Fomento, y pagaderos en pesos por un monto igual al de los préstamos originales, con vencimiento a 15 años y con una tasa de interés por seis meses para el sector financiero del que se deduce anualmente el 1.1%. El tenedor de i) puede canjearlos por ii) dentro de los primeros 18 meses. En la práctica, esto significa que los bonos emitidos por el Banco Central poseen un valor actualizado de un 92% del valor nominal y, una vez canjeados en el mercado financiero local, suelen producir el 88% del valor nominal en pesos para el inversionista. En otras

palabras, el Banco Central obtiene 8% del valor nominal y el mercado financiero nacional otro 4%.

Cabe considerar además que las inversiones efectuadas con arreglo al capítulo XIX tributan más que las inversiones extranjeras efectuadas conforme al D.L. 600. Por último, para todas las operaciones del capítulo XIX se utiliza el tipo de cambio oficial en vez del vigente en el mercado libre o paralelo. Por ende, la captación de parte del descuento de la deuda chilena en el mercado secundario ha sido un factor importante en la definición del programa de capitalización de la deuda en Chile.

En cuanto a los aspectos del programa chileno destinados a controlar los impactos negativos, cabría mencionar que se despliegan grandes esfuerzos para neutralizar el impacto inflacionario de las operaciones de capitalización de la deuda ya sea mediante instrumentos del sector financiero o con el programa de privatización. La capacidad de absorción del sector financiero nacional ha sido decisiva para el éxito general del programa. Por esta razón también, el programa ha disfrutado de continuidad. Otro aspecto importante es el esfuerzo administrativo destinado a identificar los inversionistas extranjeros, confirmar sus capacidades financieras y practicar auditorías de las empresas locales involucradas en los proyectos de capitalización de la deuda respecto al uso de los recursos emanados de ella y los valores asignados a las inversiones. Por último, los recursos así obtenidos se depositan en una cuenta del Banco Central y sólo pueden girarse contra progresos comprobados del proyecto de inversión.

Al examinar los resultados del programa, cabe reiterar que el programa chileno de capitalización de la deuda puede evaluarse mejor en el contexto de su participación en la política macroeconómica global y la instrumentación específica destinada a mejorar el desempeño del sector externo (reducción de la deuda, proceso de reestructuración de la deuda, promoción de la inversión extranjera, etc.) y paliar algunos problemas concretos (recapitalización de empresas nacionales, especialmente las financieras, privatización de activos del sector público, etc.); sin embargo, se insiste en que el impacto del programa se examinará aquí fundamentalmente en función de su efecto sobre la inversión a fin de poder establecer comparaciones con programas similares de otros países muy endeudados. En este sentido, es evidente que aunque el programa de capitalización de la deuda no fue el único motor de la conversión de la deuda en Chile, pues representó sólo poco más de un tercio del total convertido, fue un instrumento decisivo para reanudar notoriamente el flujo de la inversión extranjera directa a dicho país, en el equivalente de más del 60% del total registrado durante 1985-1988 (aunque también han desempeñado un papel fundamental para recuperar la entrada de la inversión extranjera directa a Chile gigantescos proyectos mineros acogidos al D.L. 600).



El éxito del programa chileno de capitalización de la deuda para atraer la inversión extranjera directa disminuye en parte si se consideran algunos otros aspectos del programa. Aunque la concentración de inversionistas extranjeros en el país está bien repartida (sólo los inversionistas estadounidenses con el 31% y los neozelandeses con el 29% del volumen total superan la barrera del 6%) y aunque la proporción estadounidense está más o menos en consonancia con los flujos normales de inversión extranjera directa, la participación de Nueva Zelanda es muy excepcional y se vincula directamente con la situación especial de la industria de la silvicultura, la madera y el papel.<sup>123/</sup> Ese factor especial domina también la distribución sectorial con el 39% del total (seguido por la agroindustria con el 14%, las finanzas y seguros con el 13% y la minería con el 9%). Por tanto, una parte sustancial del éxito del programa chileno de capitalización de la deuda se vincularía con una circunstancia excepcional.

Inquieta asimismo que las operaciones de capitalización de la deuda hayan adoptado un carácter especulativo y pueden estar sirviendo más a los pequeños intereses de los bancos que a los grandes intereses nacionales. Según cifras del Banco Central, el 45% de la inversión extranjera directa proveniente del programa de capitalización de la deuda lo hace por intermedio de los centros financieros (27% si se excluyen las Islas Cook). Según Euromoney, reina la sospecha de que algunos de los "extranjeros" que se han beneficiado del capítulo XIX son chilenos camuflados, que recuperan el capital fugado con utilidades.<sup>124/</sup> Además, merece destacarse que dos tercios de los títulos de la deuda utilizados para este fin provienen de bancos privados locales (sobre todo Banco de Chile, Banco de Santiago y Banco Sudamericano) a los que los bancos de los grandes centros financieros estadounidenses (que dominan el comité asesor de los bancos transnacionales en Chile) habían prestado proporcionalmente más y a los que ulteriormente se les otorgó una garantía estatal ex post. Asimismo, las conversiones por cuenta propia de los bancos acreedores representan un porcentaje relativamente elevado de 12% del total de las capitalizaciones de la deuda. Por último, parece que durante 1987, por ejemplo, más de un cuarto de los ingresos netos de los bancos locales correspondieron a honorarios provenientes del programa de capitalización de la deuda.<sup>125/</sup> Esto sugiere que es posible que exista una alianza espuria entre la banca transnacional y los bancos locales, cuyos pequeños intereses financieros no reflejarían plenamente las prioridades nacionales más amplias.

Otra consideración que cabría hacer al evaluar los resultados del programa chileno de capitalización de la deuda es aquella de la verdadera naturaleza de las inversiones que se realizan. Sólo diez operaciones de gran envergadura han representado casi la mitad del valor nominal de toda la capitalización de la deuda efectuada hasta fines de septiembre de 1988. La información disponible indica que el 73% del valor total nominal de las operaciones más grandes de capitalización de la deuda corresponden a la venta de activos

existentes, o a la cancelación de deudas de empresas existentes, aunque parece que algunas de las operaciones más grandes y más recientes de capitalización de la deuda en el sector de la silvicultura/madera/papel han sido condicionadas a grandes planes de expansión dentro del marco del D.L. 600. Aparte de estos tres proyectos importantes, el resto parece estar expuesto a la crítica de que gran parte de la capitalización de la deuda se refiere sencillamente al intercambio de activos existentes de empresas cuyos productos/servicios no son comercializables a nivel internacional, cuya tecnología no es compleja y cuyas actividades suelen afectar esferas políticas delicadas.<sup>126/</sup> En comparación, por ejemplo, con el programa mexicano de capitalización de la deuda las nuevas inversiones como proporción de la inversión total serían mucho menores.

Tal vez lo más pertinente para evaluar el programa chileno de capitalización de la deuda, su política de reducción de la deuda en general y su relación global con sus acreedores de la banca transnacional sea la opinión expresada por el ex jefe de negociaciones, Hernán Somerville: hemos pagado puntualmente los intereses adeudados. Hemos cumplido con todas las condiciones ... nos hemos encargado de los problemas del sector privado ... pienso que un país como el nuestro debería obtener los beneficios del mercado.<sup>127/</sup> Si esos beneficios significan el retorno a los préstamos voluntarios que otorga el mercado internacional de capitales, falta todavía que los esfuerzos de Chile rindan dividendos. Lo que es verdaderamente laudable es el papel desempeñado por el capítulo XIX como una política de respuesta a una situación de emergencia del ajuste recesivo medido por las principales variables macroeconómicas. En general, la política chilena de conversión de la deuda ha sido muy exitosa. Lo que es cuestionable es la calidad de la inversión obtenida por el programa de capitalización de la deuda.

4. Argentina: Antes de que se acordara formalmente un programa de capitalización de la deuda en agosto de 1987 como parte del acuerdo de reestructuración de ese año, el nivel de conversión de la deuda en Argentina parece haber sido función de las presiones de los acreedores y de la mala situación económica de muchas de las principales empresas nacionales más endeudadas. La situación era muy confusa. Parece que el meollo del problema consistía en cómo iban a encarar las autoridades gubernamentales las obligaciones del sector privado consistentes en garantías cambiarias y préstamos. La información parcelada sugiere que al amparo de la Circular "A" 532 del Banco Central relativa a la conversión de la deuda se convirtieron, durante el período crítico entre septiembre de 1984 y agosto de 1985, más de 200 millones de dólares de deuda --con la banca transnacional y con garantías cambiarias-- en inversión extranjera directa.<sup>128/</sup> Además, se permitió la reestructuración de la deuda incluidas las recompras de grandes empresas nacionales muy endeudadas, como Alpargatas S.A. (98 millones de dólares) y Acindar S.A. (176 millones de dólares),

en dos operaciones que incluían su renuncia a los contratos de seguro cambiario con el Banco Central (BCRA) conforme a la Circular "A" 946 de dicho Banco.<sup>129/</sup>

En 1988, comenzó a funcionar el sistema formal de conversión de la deuda convenido en virtud del acuerdo de reestructuración de agosto de 1987. (Véase al anexo VII.) Consistió en un programa de conversión de deuda en inversiones similar a otros programas de capitalización de la deuda (formalizado en las circulares "A" 1035, 1059 y 1109 del Banco Central) y en un mecanismo de capitalización para fondos de préstamo (formalizado en las circulares 1056, 1144, 1194 y 1256 del BCRA).<sup>130/</sup> En septiembre de 1988 se agregó un tercer elemento --la compra de acciones de empresas existentes si se cancelaba un redescuento del Banco Central durante el proceso.<sup>131/</sup> Estos tres instrumentos facilitaron la conversión de 1 448 millones de dólares en 1988, de los cuales las capitalizaciones de la deuda representaron 56%, el mecanismo de redescuento de la capitalización de deuda 34% y la capitalización de los fondos de préstamo el 10% restante. En otras palabras, a diferencia de Chile, el programa argentino de capitalización de la deuda fue decisivo para convertir todo tipo de deuda en 1988.

El programa argentino de capitalización de la deuda parece ser uno de los relativamente más estructurados y mejor definidos en materia de inversión (como los de México y Filipinas); sin embargo, a diferencia de estos países incorpora un proceso de subasta pública en vez de una simple decisión administrativa para asignar las cuotas de conversión. Al ocuparse primero de la inversión, el programa señala claramente que todas las inversiones extranjeras directas vinculadas con la capitalización de la deuda están reglamentadas en forma explícita por la legislación vigente, es decir, el régimen liberal definido por la Ley 21382 de 1976, modificada por la Ley 22208 de 1980. Dicho régimen no presenta mayores restricciones al flujo de la inversión extranjera directa, salvo tal vez en los sectores de bienes raíces y financieros. No obstante, las autoridades argentinas prefieren decididamente las nuevas inversiones que aumentan la capacidad productiva (especialmente el potencial exportador de la economía), les desagrada la simple transferencia de activos existentes y han elaborado otros mecanismos para ocuparse de la cancelación de la deuda local.

Uno de los objetivos evidentemente es utilizar la capitalización de la deuda como palanca para promover proyectos de inversión que vayan más allá de los parámetros de esa capitalización, aunque en septiembre de 1987 se liberalizaron al rango del 30% los requisitos de dinero fresco para los costos de la inversión local (que originalmente eran de 100% del valor de la capitalización de la deuda).<sup>132/</sup> Las inversiones que se benefician del programa de capitalización de la deuda no pueden destinarse a sistemas de promoción industrial, ni tampoco perciben beneficios tributarios u otros beneficios especiales. En cuanto a las

restricciones a la disponibilidad de los recursos invertidos, estas inversiones permanecen inmóviles por tres años, no pueden repatriarse por diez años y no pueden remesarse utilidades durante los primeros cuatro años.

La segunda etapa del proceso de capitalización de la deuda, luego de autorizada la inversión por el Ministerio de Economía, es la subasta pública en que sólo se toma formalmente en cuenta el descuento ofrecido por el inversionista para obtener una parte de las cuotas de conversión. Este es con mucho el aspecto financiero más importante del programa argentino de capitalización de la deuda. Durante las cinco subastas públicas habidas en 1988, el descuento subió de un promedio de un 36% del valor nominal de la deuda con la banca transnacional en enero a un 72% en diciembre, mientras se mantenía estable el volumen ofrecido. Hay un mecanismo que favorece ligeramente a la pequeña y mediana empresa a medida que se llega al umbral de la cuota de descuento en cada licitación.

La definición de la deuda admisible es muy amplia y no limita en modo alguno el programa de capitalización de la deuda. Comprende bonos nominativos expresados en dólares, obligaciones gubernamentales denominadas en dólares, Bonex, obligaciones internas del gobierno denominadas en dólares, obligaciones externas del gobierno denominadas en dólares, facilidades de crédito y de depósito para depósitos existentes en el Banco Central, obligaciones del Banco Central expresadas en dólares, obligaciones provisionales del Banco Central expresadas en dólares, préstamos a mediano plazo otorgados al Banco Central, otras obligaciones externas del Banco Central, y contratos de refinanciamiento garantizado para deudores públicos. Se excluyen los bonos de salida del acuerdo de reestructuración de 1987 por los primeros ocho años. Aunque los honorarios y comisiones administrativas no desempeñan un papel en los aspectos financieros del programa argentino de capitalización de la deuda, el requisito primitivo de que toda conversión de deuda debía hacerse al tipo de cambio oficial y no al tipo paralelo (que solía ser un 20 a 25% más alto) constituía un desincentivo serio. En septiembre de 1987, antes de que el programa de capitalización de la deuda comenzara a funcionar formalmente, se modificaron las normas para permitir que la conversión se hiciera al tipo de cambio paralelo (aunque se pensaba que el Banco Central establecería entonces un descuento al que podría comprar sus propios títulos). Al mismo tiempo, se liberalizó considerablemente el requisito de dinero fresco.

Con todo, salta a la vista que pese al interés declarado de promover la inversión, la estructura del programa de capitalización de la deuda sugiere que la captación de una parte importante del descuento de la deuda con la banca transnacional en el mercado secundario era el interés que realmente predominaba. La liberalización del tipo de cambio oficial y de la obligación de aportar dinero fresco acalló las últimas reclamaciones de peso de

los acreedores antes de que el programa empezara realmente a funcionar con un volumen suficiente.

En cuanto a los elementos del programa argentino destinados a controlar los aspectos negativos cabría mencionar el establecimiento de cuotas (primitivamente por la suma de 1 900 millones de dólares durante cinco años) para limitar el impacto inflacionario global, la aplicación posterior de un mecanismo (inversión en activos existentes si se cancelaba el redescuento del Banco Central) para enjugar la liquidez y, como otros programas importantes de capitalización de la deuda, la creación de depósitos contra los cuales los inversionistas podían girar según los avances comprobados del proyecto de inversión. Aunque algunos países muy endeudados recurren a la privatización para amortiguar el efecto de la expansión monetaria (y complacer tanto a los acreedores privados como públicos) el programa argentino de capitalización de la deuda es único y prohíbe específicamente utilizarlo para adquirir activos estatales.

Los resultados del funcionamiento del programa de capitalización de la deuda durante 1988 han sido notables. Mediante cinco subastas públicas separadas los proyectos de inversión autorizados (incluida la participación de inversionistas nacionales) ascendentes a 695.1 millones de dólares obtuvieron permiso para convertir un total de 809.6 millones de dólares de la deuda con la banca transnacional a su valor nominal en 309.9 millones de dólares en cuotas. Se generó un monto apreciable de inversiones y, en vista de los bajos costos explícitos involucrados, parece que se logró un elemento importante de adicionalidad.

Otros aspectos de los resultados del programa argentino de capitalización de la deuda se ponen de manifiesto en la información que figura en el cuadro 11. En dicho cuadro se indica la distribución sectorial de los proyectos de inversión aprobados, demostrándose que casi tres cuartos de ellos se concentran en sólo tres sectores, es decir, agricultura (o agroindustria), turismo e industria automotriz. La alta concentración en el primer rubro, sobre todo en los frigoríficos, plantea la interrogante de si parte de la inversión vinculada con la capitalización de la deuda podría de hecho estar sustituyendo a la inversión extranjera directa normal en sectores en que Argentina posee ventajas naturales o comparativas. Cabe recordar que Chile sólo permitió que un monto reducido del producto de la capitalización de la deuda se invirtiera en sectores donde tenía ventajas comparativas, como en la minería, y que se mantuvo estable el flujo de inversión extranjera directa por los medios habituales; también es negativo que los proyectos de inversión no sean en general de gran envergadura, como parece haber ocurrido en el caso de México y Chile.

Cuadro 11

ARGENTINA: DISTRIBUCION SECTORIAL DE LOS PROYECTOS DE  
INVERSION APROBADOS ACOGIDOS AL MECANISMO DE  
CAPITALIZACION DE LA DEUDA, 1988 a/

Sector	Millones de dólares	Porcentaje
1. Agricultura, agroindustria (de la cual: frigoríficos)	219.2 (76.7)	31.5 (11.0)
2. Turismo	168.9	24.3
3. Industria automotriz y actividades conexas	121.3	17.5
4. Industria química y farmacéutica	78.9	11.4
5. Materiales de construcción	34.7	5.0
6. Textiles, calzado	25.0	3.6
7. Pesca	18.9	2.7
8. Vidrio y productos de vidrio	10.2	1.5
9. Otros	17.7	2.5
<u>Total</u>	<u>695.1</u>	<u>100.0</u>

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre la base de información del Banco Central de Argentina y de fuentes secundarias.

a/ Incluye la parte correspondiente a los inversionistas nacionales.

Parece que casi dos tercios del valor de las inversiones autorizadas sólo se concentra en trece operaciones. La característica clave de estos proyectos de inversión es que todos son nuevas inversiones y una parte importante (25%) se destina a actividades que no están vinculadas habitualmente con la inversión extranjera directa en Argentina, como es el caso del turismo. Otro aspecto interesante de esta información es que el programa de capitalización de la deuda ha tenido al parecer cierto éxito en ayudar a las empresas residentes muy endeudadas a emprender nuevas inversiones. Por ejemplo, las empresas que figuraban en una lista de las empresas con la deuda externa más elevada en 1983 absorben el 28% del valor de las inversiones autorizadas y el valor de descuento de la capitalización realizada de la deuda.

En suma, cabe decir que el programa argentino de capitalización de la deuda ha generado una actividad considerable (para una economía en crisis) durante su primer año de funcionamiento, que el costo explícito de estos proyectos de inversión es en general de poca monta y que el resultado ha sido al parecer una inversión en calidad o, en otras palabras, que ha creado una nueva capacidad productiva. Por otra parte, las metas de la conversión han sido bastante modestas, los proyectos en sí tienden a ser relativamente pequeños y, tal vez lo que es más alarmante, el deseo obvio de captar una parte importante del descuento de la deuda con la banca transnacional en los mercados secundarios ha redundado en que las autoridades, aparte de autorizar prácticamente la totalidad de las inversiones, pierden el control sobre cuáles de esos proyectos van a obtener en realidad cuotas para capitalizar deuda. Cabe presumir que dentro de la categoría de las inversiones aprobadas es probable que la más inconveniente ofrezca los mayores descuentos para obtener cuotas mientras que los mejores proyectos podrían ofrecer un descuento menor.

La preocupación de las autoridades por fomentar las subastas públicas para capitalizar deuda y aumentar con ello los descuentos ofrecidos puede haberlas llevado a permitir la capitalización de la deuda en sectores en que poseen ventajas comparativas --agricultura, agroindustria-- con lo que en la práctica han causado que la inversión vinculada a la capitalización de la deuda sustituya a la inversión extranjera directa "normal". Por ende, el impacto global de esos flujos podría ser menor de lo que parece debido al hecho de que el efecto de sustitución podría anular el factor de adicionalidad.

Por tanto, el objetivo de promover la inversión vinculada a la capitalización de la deuda para reactivar la economía se habría contradicho hasta cierto punto con el marcado interés en obtener descuentos mediante el proceso de subastas públicas. Por último, una característica que ha tenido un impacto negativo en el programa argentino de capitalización de la deuda en particular ha sido el

mal desempeño de la economía que se ha venido a complicar por la tensa relación con los acreedores.

5. Filipinas: La política filipina de conversión de la deuda descansa en dos pilares fundamentales: los fondos de conversión y el programa de capitalización directa de la deuda, sin mencionar una operación menor de intercambio de deuda por la preservación de recursos naturales.<sup>133/</sup> Los fondos de conversión, que emplean la deuda con la banca transnacional transformada en series especiales de pagarés del Banco Central, se utilizan para adquirir acciones en las empresas filipinas mediante operaciones autorizadas de inversión. Dichos fondos son de capital fijo y suelen liquidarse después de diez años. Hasta ahora, se han convertido de este modo 125 millones de dólares de deuda externa.

El mecanismo directo de capitalización de la deuda es mucho más importante. Este programa, uno de los primeros --que se remonta a agosto de 1986-- es uno de los más estructurados y controlados y persigue no sólo incentivar la inversión extranjera directa sino también hacer retornar el capital fugado de modo que ambos hagan una contribución directa y manifiesta a la revitalización de la economía filipina.<sup>134/</sup> El término "revitalización" parece ser aquí un elemento operativo. Para detalles del programa véase el anexo IV.

El énfasis del programa de capitalización de la deuda se centró claramente en la inversión, aunque hubo cierto interés en captar en el mercado secundario parte del descuento de la deuda filipina con la banca transnacional cuando se modificó la Circular 111 del Banco Central, de octubre de 1987, como se verá al tratar los aspectos financieros del programa. En materia de inversiones, se definió una lista de inversiones preferenciales o prioritarias (lista 2), a saber:

- la producción, fabricación o elaboración de productos de exportación de Filipinas; siempre que la empresa filipina calificara como orientada a la exportación conforme a lo dispuesto en el memorando del Banco Central a los bancos agentes autorizados (enmendado el 16 de abril de 1969) de fecha 21 de febrero de 1970, o certificada como tal por otro organismo del gobierno filipino y reconocida por la Junta Monetaria para dicho fin;

- la prestación de servicios técnicos, profesionales o de otra índole fuera de Filipinas pagados en moneda extranjera;

- la producción de productos agrícolas y la prestación de servicios conexos, independientemente de si el producto agrícola está destinado a ser exportado de Filipinas;

- la prestación de servicios sanitarios en Filipinas o la construcción de instalaciones sanitarias en Filipinas;



- la construcción o mantenimiento de proyectos habitacionales para los estratos de bajos y medianos ingresos en Filipinas;

- la construcción o mantenimiento de instalaciones educacionales en Filipinas;

- en la medida en que no esté comprendida en uno de los ítem ya enumerados, la inversión en una empresa filipina dedicada (o que proyecta dedicarse) principalmente a una actividad o proyecto enumerado en el Plan de Prioridades de Inversión vigente en el momento en que dicha inversión se realice, o en consulta con la Junta de Inversiones, otras inversiones de esta índole que la Junta Monetaria pueda considerar preferenciales para los fines del programa.

En octubre de 1987 se amplió esta lista para incluir a la banca y los activos improductivos enajenables en virtud del programa de privatización de activos. Los inversionistas calificados comprenden tanto a extranjeros como a filipinos; sin embargo, interesa observar que las inversiones de ambos están canalizadas hacia sectores prioritarios. Los usos aceptables del mecanismo de capitalización de la deuda incluyen la adquisición por empresas filipinas de nuevos bienes de capital o de bienes tangibles necesarios para ampliar la producción o aumentar la eficiencia de las operaciones existentes; la construcción de nuevas plantas o la ampliación de la capacidad existente y demás usos destinados a aumentar la oferta de bienes o servicios producidos u ofrecidos por una empresa filipina, pero no la adquisición de activos o acciones existentes de una empresa filipina; las inversiones de cartera; el capital de operaciones; o el reembolso de las obligaciones existentes en pesos de una empresa filipina, salvo cuando la obligación se adeuda al gobierno o a una empresa del gobierno.

Aparte de las restricciones especiales a la repatriación de capitales para las inversiones preferenciales (no antes de tres años) y otras inversiones (no antes de cinco años), a las remesas de utilidades para otras inversiones (no antes de cuatro años) y el requisito original de dinero fresco (10% del valor de la inversión) para otras inversiones, al plan de capitalización de la deuda se le aplicaban las normas ordinarias para la inversión extranjera (modificadas en 1987). Por ende, la canalización de nuevas inversiones hacia actividades prioritarias es la preocupación fundamental del programa.

Al principio, los aspectos financieros del programa tuvieron una importancia secundaria; sin embargo, la captación de una parte relativamente exigua del descuento de la deuda filipina con la banca transnacional en los mercados secundarios (o el aporte de más dinero fresco por los inversionistas) influyeron en que se modificara el programa en octubre de 1987. Antes de dicha modificación, el honorario o la comisión se limitaba al 5% del

valor de los pesos recibidos mediante la conversión de la deuda para las inversiones prioritarias, o el 10% (más el requisito del 10% de dinero fresco) para otras inversiones. Las modificaciones introducidas cuando el descuento se elevó entre 40 y 45% en el mercado secundario establecieron la siguiente relación de escala móvil:

Lista 2 - Inversiones prioritarias

Porcentaje mínimo de fondos  
en dinero fresco

Honorarios

50%	0
40%	6.7%
30%	11.5%
20%	15.1%
10%	18.0%
0	20.0%

Lista 3 - Otras inversiones

60%	0
50%	8.0%
40%	13.5%
30%	17.5%
20%	20.0%
10%	22.5%
0	24.0%

Por ende, según el honorario o la comisión que se aplicara la deuda con la banca transnacional podía intercambiarse por una cifra que oscilaba entre el 76 y el 100% de su valor en pesos conforme al tipo del cambio oficial. Otro elemento que influir en los aspectos financieros de la conversión era la disponibilidad (más que la admisibilidad) de la deuda con la banca transnacional. Como la deuda comercial del sector privado no es admisible y la deuda no comercial del sector privado no era de fácil acceso (puesto que los deudores privados exigen primas sustanciales de parte de los inversionistas) la mayoría de las transacciones han utilizado la deuda del Banco Central (BC). Ante esta fuerte demanda, y dado el límite informal de 180 millones de dólares fijado para 1988 a la conversión que utiliza títulos de la deuda del BC, las autoridades establecieron un sistema de puntaje para asignar las conversiones de dicha deuda a los proyectos de inversión. Dicho sistema se basó en criterios como la intensidad de la mano de obra, la capacidad de generar divisas y la ubicación geográfica del proyecto de inversión. A contar de febrero de 1988, sólo se aceptarían nuevas solicitudes que utilizaran la deuda del sector privado para fines de capitalización. Aunque en 1987 las autoridades demostraron un interés renovado en captar parte del descuento de la deuda filipina, cabe observar que este interés estuvo subordinado a encauzar la inversión a sectores prioritarios, pues de lo contrario

se habría adoptado un sistema de subastas en vez de una toma de decisiones administrativa.

La tentativa de controlar los efectos adversos del programa de conversión de la deuda ha sido un elemento importantísimo del programa filipino. El programa de privatización de un sector de empresas públicas sobredimensionado, inmanejable y muy ineficiente <sup>135/</sup> se ha utilizado no sólo para paliar el impacto inflacionario del programa de capitalización de la deuda, sino también para redefinir el papel del sector privado en Filipinas.<sup>136/</sup> La privatización, como lo ha declarado sin rodeos su Presidenta, es una piedra angular de su gobierno y de sus políticas para los años venideros. Refuerza el papel del sector privado en el desarrollo económico y representa un enfoque promisorio para superar los problemas económicos y políticos relativos a la conversión de la deuda. A su vez, los incentivos que ofrece la conversión de la deuda suministran un medio conveniente para fomentar la privatización.

Al respecto, el gobierno filipino parece haber llevado a cabo su sistema de privatización de manera ordenada y controlada tras modificarse el programa de capitalización de la deuda en octubre de 1987, sin haberse visto arrastrado a él por los acreedores. Como se advertirá, una parte importante del programa de capitalización de la deuda ha sido el resultado de clasificar las privatizaciones como inversiones preferenciales, relacionadas directamente con las entidades privatizadoras, es decir las operaciones del fondo de privatización de activos y la venta de las tenencias del gobierno en seis bancos comerciales nacionales. Otros instrumentos empleados para controlar los impactos negativos han sido las cuotas informales para capitalización de la deuda que usa títulos de la deuda del Banco Central con la banca transnacional y la decisión ulterior de no aceptar nuevas solicitudes sobre dicha base, el desembolso de pesos mediante series especiales de pagarés no transferibles del Banco Central (cuyo vencimiento depende del diseño del proyecto) y la auditoría independiente (por cuenta del inversionista) de la ejecución del proyecto de inversión.

El resultado del programa filipino de capitalización de la deuda ha sido relevante, sin embargo es difícil distinguir entre las operaciones de repatriación de capital filipino y la inversión extranjera directa que utiliza el programa de capitalización de la deuda. De la información que figura en el cuadro 12, se advierte que hasta fines de 1988 el programa de capitalización de la deuda había sobrepasado los 1 200 millones de dólares en inversiones autorizadas con 624 millones de dólares en inversiones concretadas, la mayoría de las cuales se materializaron en 1988. Aunque los títulos de la deuda del sector privado con la banca transnacional representaron una suma ligeramente mayor que los títulos de la deuda del Banco Central con la banca transnacional en materia de autorizaciones, estos últimos representaron cuatro veces el valor de los primeros en inversiones concretadas, lo que demuestra la dificultad con que tropiezan los inversionistas para adquirir

## Cuadro 12

FILIPINAS: CAPITALIZACION ANUAL DE LA DEUDA  
1986-1988 a/

(En millones de dólares)

	Autorizada	Materializada
1986	180.0	80.0
1987	276.2	200.9
1988	786.7	342.9
<u>Total</u>	<u>1 242.9</u>	<u>623.8</u>

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre la base de informaciones oficiales de la Oficina de Reestructuración de la Deuda del Banco Central de Filipinas, y otras fuentes.

a/ Incluye a los inversionistas filipinos que representan alrededor de la mitad del valor total.

## Cuadro 13

FILIPINAS: CAPITALIZACION DE LA DEUDA, POR NACIONALIDAD,  
1986-1988

(En millones de dólares)

	Autorizada	Materializada
<u>Todas las nacionalidades</u>	1 242.9	623.8
Filipinos	669.6	286.8
Estadounidenses	210.1	107.4
Grupo de China/Hong Kong	141.3	81.2
Centros financieros a/	69.5	62.9
Taiwaneses	53.7	5.7
Japoneses	49.9	46.2
Otros	48.8	37.3

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre la base de información oficial de la Oficina de Reestructuración de la Deuda del Banco Central.

a/ En orden de importancia: Islas Vírgenes Británicas, Bermudas, Liberia, Islas del Canal, Antillas Británicas y Singapur. Los totales ascenderían a 210.8 y 144.1 millones de dólares, respectivamente, si se incluyera el grupo de China/Hong Kong.

títulos de la deuda del sector privado con la banca transnacional así como el interés de las autoridades en restringir las solicitudes en la práctica exclusivamente a los que utilizan títulos de la deuda del sector privado con la banca transnacional. Un aspecto importante del programa filipino de capitalización de la deuda es que las autoridades nacionales han negado la autorización de bastantes solicitudes de proyectos (ascendentes a 220 millones de dólares), lo que pone de manifiesto el hecho de que el factor motivante son las buenas inversiones más que las consideraciones financieras.

En cuanto a la nacionalidad de los inversionistas que se acogieron a los incentivos del programa de capitalización de la deuda durante el período 1986-1988, el 54% de las autorizaciones y el 46% de la inversión materializada corresponde a filipinos, lo que sugiere que el retorno del capital fugado ha sido un elemento esencial del programa. En cuanto a los inversionistas extranjeros, encabezan la lista los de Estados Unidos con el 17% de dicha inversión. El grupo que les sigue en importancia sería aquel que las autoridades filipinas han denominado el grupo de China/Hong Kong. Al agregarse los centros financieros, el programa filipino de capitalización de la deuda asumiría un carácter muy especulativo, sin embargo, ese no parece ser su carácter esencial. Si se excluye el grupo de China/Hong Kong de la categoría de los centros financieros, esta categoría representa sólo el 6% de las autorizaciones y el 10% de los tratos cerrados, el nivel más bajo de todos los programas de capitalización de la deuda considerados en este documento. Los inversionistas taiwaneses y japoneses, son los siguientes, sin embargo, los taiwaneses, a diferencia de los japoneses, poseen un nivel bajísimo de inversión materializada. En general, la inversión extranjera directa representa sólo la mitad del valor de las capitalizaciones de deuda en Filipinas.

Desde la perspectiva de la distribución sectorial de las inversiones vinculadas con la capitalización de la deuda durante 1986-1988, el cuadro 14 demuestra con claridad que las inversiones preferenciales representan 80% o más del valor total de todas las inversiones de esa índole. Los proyectos de exportación, el programa de privatización y, en mucho menor medida, el sector bancario/financiero han sido el eje de las operaciones, pues representan 32, 26 y 6%, respectivamente, de las autorizaciones y 35, 40 y 7% de los tratos cerrados. Si en las operaciones bancarias se incluyen las vinculadas con el programa de privatización, éstas adquieren una importancia mucho mayor en el contexto del programa de capitalización de la deuda. El éxito principal del programa filipino ha consistido en canalizar la inversión a los proyectos de exportación (sin embargo, no es posible distinguir entre la efectuada por filipinos y la que representa la inversión extranjera directa). Es evidente que la modificación de octubre de 1987 del programa de capitalización, a fin de incluir como inversiones preferenciales el programa de privatización y la banca, ha tenido

## Cuadro 14

FILIPINAS: CAPITALIZACION DE LA DEUDA POR SECTORES,  
1986-1988 a/

(En millones de dólares)

	Autorizada	Materializada
1. <u>Inversiones preferenciales</u> ( <u>Lista 2</u> )		
Proyectos de exportación	984.1	577.8
Privatizaciones	402.3	220.8
(APT) b/	319.3	248.5
(Otros bancos)	(169.7)	(106.4)
Instituciones bancarias/financieras	(149.6)	(133.7)
Plan de prioridades de inversión	75.0	41.1
Agricultura/acuicultura	63.2	19.4
Otros	58.2	30.0
	66.1	18.0
2. <u>Otras inversiones</u> ( <u>Lista 3</u> )		
Centros comerciales	258.8	46.1
Proyectos habitacionales	94.8	-
Otros	89.5	6.2
	74.5	39.9
<u>Total</u>	<u>1 242.9</u>	<u>623.8</u>

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre la base de información oficial de la Oficina de Reestructuración de la Deuda del Banco Central de Filipinas.

- a/ Incluye a los inversionistas filipinos que representan alrededor de la mitad de los valores totales.
- b/ El Fondo de Privatización de Activos (APT) ha logrado fundamentalmente enajenar plantas de cemento, hoteles y plantas azucareras.

un efecto muy significativo sobre las estadísticas. Otro impacto de consideración provino del hecho de que el grueso de las autorizaciones de la lista 3 ("otras" inversiones) fue para utilizar los títulos de la deuda del sector privado con la banca transnacional, difícilísima de encontrar a un precio conveniente, lo que explica la gran brecha entre las autorizaciones y las operaciones que efectivamente se concretaron. En general, el programa filipino de capitalización de la deuda ha sido capaz de incentivar las inversiones y canalizarlas hacia actividades prioritarias.

En síntesis, la conversión de la deuda en Filipinas se basa primordialmente en el programa estándar de capitalización de la deuda, aunque los fondos de conversión han tenido algún éxito. El programa de capitalización de la deuda se ha ocupado de preferencia de captar y orientar la inversión (ya sea la inversión extranjera directa o el capital fugado) a sectores prioritarios, aun cuando la captación de una parte del descuento de la deuda filipina en el mercado secundario pasó a ser un factor cuando se modificó el programa en octubre de 1987. La suspensión de nuevas solicitudes basadas en la deuda del Banco Central con la banca transnacional en febrero de 1988, sugiere que los aspectos financieros del programa, es decir, la captación de parte del descuento, no desplazaron a las prioridades de inversión como la motivación principal del programa. No obstante, subsisten varios interrogantes debido sobre todo a la falta de información sobre ciertos aspectos del programa. La dificultad de distinguir entre la inversión filipina y extranjera en cuanto a su uso no permite extraer conclusiones claras sobre la naturaleza de la posible ida y vuelta de capitales o la sustitución (en vez de la adicionalidad) de la inversión extranjera directa por la capitalización de la deuda.

Aunque el presente análisis del programa filipino de capitalización de la deuda ha sido bastante positivo, hay que reconocer que si el grupo de inversionistas de China/Hong Kong se agregara a la categoría de centros financieros del cuadro 13 y si se eliminaran el programa de privatización y la banca de la categoría de inversiones prioritarias del cuadro 14, el programa asumiría un carácter mucho más especulativo en que la compra con descuento de los activos existentes sería tan importante como las nuevas inversiones.

La falta de información a nivel de proyectos y la escasez de grandes proyectos incrementa estas dudas. Aun así, y pese al escaso volumen de inversiones se ha adoptado una visión positiva del programa filipino de capitalización de la deuda, porque representa más bien un caso especial en el sentido de que el "capitalismo de compadrazgo" produjo una situación de emergencia que hacía necesario instaurar un programa global de privatización, y además, que las autoridades filipinas parecen haber entendido correctamente que el programa de capitalización de la deuda es una especie de "catalizador" que revitaliza una economía en crisis y no un motor



nuevo. En la medida en que los flujos normales de inversión extranjera directa han recuperado sus niveles tope, las autoridades han reducido los incentivos más excesivos que figuran en el programa de capitalización de la deuda. Los resultados en conjunto parecen positivos.

6. Jamaica: El programa jamaicano de capitalización de la deuda, anunciado en julio de 1988, es casi contemporáneo con los programas argentino y brasileño. Sin embargo, no ha sido tan exitoso --al menos hasta ahora. No obstante, el programa jamaicano resulta interesante desde el punto de vista de un estado que estudia la posibilidad de implantar un programa de capitalización de la deuda en el sentido de que:

- Jamaica, igual que Filipinas, es uno de los pocos países no latinoamericanos que poseen una experiencia considerable del proceso de capitalización de la deuda; y
- Jamaica es uno de los países más pequeños y con menos ventajas económicas para articular un programa de capitalización de la deuda (asimismo, es uno de los pocos que no aparece en la lista confeccionada por el ex Secretario del Tesoro estadounidense, Baker, de los 15 países más endeudados, aunque figura en la lista de países más endeudados del Banco Mundial).

Lo primero que cabe decir del programa es que participa de dos características comunes con el programa argentino:

Primero, es modesto en sus aspiraciones (la deuda convertible, por ejemplo, se limita a unos 185 millones de dólares --es decir, a sólo el 6% de la deuda total del país de 3 500 millones de dólares);<sup>137/</sup> y

Segundo, está destinado explícitamente a reactivar la afluencia de inversiones, y no como un instrumento para amortizar deuda.

Difiere del programa argentino (y de la mayoría de los otros), en que está restringido a los no residentes --aunque, no está restringido necesariamente a los no nacionales. En consecuencia, los miembros de la gran comunidad jamaicana de ultramar pueden utilizar el programa para reinvertir en su país de origen. También difiere del programa argentino (aunque es similar al programa filipino en este sentido) en que está estrechamente vinculado al programa de privatización que el gobierno emprendió a comienzos de 1989 por recomendación del FMI.

El programa jamaicano se constituyó con la colaboración de NM Rothschild Ltd., y se ha comercializado con la asistencia tanto del Rothschild como del Libra Bank. Dado el papel desempeñado por

los bancos internacionales y la orientación favorable a los negocios del gobierno encabezado por el Primer Ministro Seaga, el programa es, como cabría esperar, relativamente directo. Es administrado por el Banco de Jamaica, que otorga la aprobación al inversionista potencial:

- para participar en el programa; y
- para participar con capital en una empresa jamaicana.

Establece asimismo, sobre una base caso por caso, el requisito de dinero fresco, que varía con la prioridad económica atribuida al proyecto.

Se insiste en que el programa es relativamente directo, y se ha distribuido documentación tipo que cubre la mayoría de las eventualidades que podrían frustrar la participación de un acreedor. Asimismo no es restrictivo en cuanto a la índole de las inversiones que pueden efectuarse --aunque al parecer se otorga prioridad a las inversiones en el sector hotelero; las zonas francas industriales existentes y los proyectos orientados a la exportación; la instalación de nuevas fábricas; y proyectos considerados intensivos en mano de obra.

Es efectivo que, como en la mayoría de los demás programas, las conversiones de deuda no pueden utilizarse para financiar las importaciones de bienes de capital, pero eso no debería ser un impedimento serio.

Las características principales del programa son:

- la deuda convertible está limitada a los 185 millones de dólares de los anticipos "A", según lo definido en el acuerdo de reprogramación de 1987 (aunque tal vez el programa vaya a incluir el resto de la deuda del sector privado con garantía pública, ascendente a unos 400 millones de dólares);
- el programa está limitado a los no residentes (pero no necesariamente a los no nacionales);
- el programa está destinado principalmente a apoyar el programa de privatización del gobierno --aunque no existen limitaciones formales respecto a la clase de inversión que puede efectuarse, la primera etapa otorga prioridad a la urbanización de los bienes de propiedad fiscal situados en el balneario de Montego Bay y en las diversas zonas francas industriales;
- los proyectos son aprobados sobre la base caso por caso por el Banco Central, y no mediante un sistema de cuotas subastables;

- no existen requisitos de "dinero fresco", aunque el Banco Central se reserva expresamente el derecho de condicionar la aprobación de una conversión determinada a la infusión de dinero fresco o de nueva tecnología;
- el Banco Central está facultado para cobrar una comisión de conversión que puede ser sólo de 5 o 6% para los proyectos "prioritarios" o puede llegar hasta 10% en otros casos;
- tal como en el caso del capítulo XIX del programa chileno, el rescate no es en dinero efectivo, sino en bonos de inversión de capital, que pueden descontarse en las instituciones financieras locales para financiar las necesidades de moneda local de los proyectos aprobados;
- no pueden remesarse dividendos durante tres años; y
- no puede repatriarse capital por lo menos durante siete años, salvo en el caso de proyectos "prioritarios" en que el capital puede repatriarse en función de los dividendos.

Aunque algunos observadores han sugerido que el programa ha despertado un vivo interés, la mayoría estima que ha sido más bien una decepción hasta ahora. Por ejemplo, el Financial Times ha catalogado de apática la respuesta a las tentativas de utilizar el programa para agilizar la venta del banco más grande de la isla y un bloque de 13 hoteles.<sup>138/</sup> En cambio, las operaciones realizadas hasta la fecha han tendido a ser relativamente menores --Western Agri-management, por ejemplo, intercambió una deuda de 628 mil dólares del Chase Manhattan por una granja hortícola orientada a la exportación, y Hanes Printables intercambió una deuda de 1.5 millones de dólares del Citicorp por una fábrica de vestuario infantil.

Aunque no hay cifras exactas, se cree que hasta ahora no se han convertido más de 30 millones de dólares de deuda externa --y hay cierta incertidumbre sobre la suerte que correrá el programa bajo el nuevo gobierno del Primer Ministro Manley. No obstante, no cabe duda que el ahorro potencial para los inversionistas podría ser considerable. Si hay que pagar una comisión fija de 6% al Banco Central, y se supone que los títulos convertibles de Jamaica pueden adquirirse en el mercado secundario por unos 35 centavos de dólar, el ahorro potencial es muy cercano al 50%, incluso si se toman en cuenta las comisiones de los bancos agentes.

Por tanto, si se aplica el mismo criterio que a otros programas, podría decirse que:

- la estructura reglamentaria del programa es relativamente directa (aunque el inversionista tiene que operar por intermedio de un banco agente);
- aunque el programa sólo está abierto a los no residentes y tiene una magnitud deliberadamente limitada, los inversionistas quedan librados prácticamente a su arbitrio en cuanto a los sectores potenciales de inversión se refiere; y
- el Banco Central parece colaborador (y sus comisiones atractivas) cuando hay que tramitar las solicitudes.

No obstante, el programa se ha vuelto a veces algo flojo. La explicación obvia serían las incertidumbres políticas de los dos últimos años --en particular la probabilidad (convertida en realidad) de que el gobierno de Seaga saliera derrotado, y que el gobierno entrante fuera menos partidario de la inversión extranjera. Sin embargo, es una situación que también se da en Argentina e incluso en Brasil --cuyos programas han atraído más atención que el programa jamaquino.

Por tanto, vale la pena considerar otras posibilidades:

En primer lugar, los compromisos de cualquier banco comercial en Jamaica son ínfimos. En consecuencia, los bancos son capaces de cancelar eficazmente sus compromisos jamaquinos (incluso si, para fines contables, se resisten a adoptar dicha medida formalmente).

Además, aunque la deuda jamaquina ha estado sujeta a varias reprogramaciones, y aunque en ocasiones los pagos del servicio de la deuda se han retrasado, el gobierno de Seaga le dio gran prioridad al cumplimiento de las obligaciones internacionales --lo que significa que los bancos acreedores no fueron obligados a concebir la capitalización de la deuda como la única alternativa para evitar el incumplimiento de hecho.

## B. ASPECTOS DE OTRAS EXPERIENCIAS DESTACADAS

Hay varios otros países que han tenido experiencias con la capitalización de la deuda. Aunque en general sus programas no eran tan detallados o complejos como los de los países ya mencionados, ni tampoco eran similares en cuanto a los montos transados, revisten interés para los países que estudian la posibilidad de implantar un programa de capitalización de la deuda. Pasaremos revista a diez países.

1. Bolivia: Aunque la participación más conocida de Bolivia en la conversión de deuda es el programa de recompra de deuda

patrocinado por el FMI a comienzos de 1988, también tiene un modesto programa de capitalización de la deuda que ofrece variaciones creativas sobre el tema. Este se basa en el hecho de que todo acreedor que haya aceptado la oferta previa del gobierno de un bono de salida sin cupón a 25 años tendría la opción de convertir ese título, con una prima de 50%, en moneda local. Luego esos pesos podrían destinarse, prácticamente sin restricción alguna, a inversiones en la economía nacional.

Dicho programa --que según el Banco Central ha llevado a la conversión de 45 millones de dólares de deuda-- estaría abierto tanto para no residentes como residentes, aunque las operaciones sólo son negociables sobre una base caso por caso. La única restricción fija es que el capital no puede repatriarse antes de cinco años por lo menos.

2. Colombia: A diferencia de la mayoría de sus vecinos, Colombia todavía no ha contemplado seriamente instituir un programa de capitalización de la deuda. Esta actitud podría explicarse por la posición que tiene Colombia frente a los dos beneficios más importantes de dicho programa: reducir los niveles de la deuda externa e incrementar la afluencia de inversión extranjera. Ambos beneficios son de escaso valor para Colombia, sobre todo cuando se comparan con el costo de dicho programa:

- Reducir la carga de la deuda externa: entre todos los programas de conversión de la deuda existentes hasta ahora, sólo el programa chileno ha conducido a una reducción significativa de la deuda externa del país. Además, se estima que Colombia posee recursos suficientes para servir su deuda externa sin provocar la recesión de la economía local. De hecho, la primera vez que Colombia refinanció su deuda externa fue en 1988 --y muy a regañadientes. No se prevén problemas respecto a la capacidad de Colombia para cumplir sus obligaciones de deuda hasta 1990 (incluido el servicio y las amortizaciones). En suma, se estima que no se justifica establecer un programa de capitalización de la deuda externa en Colombia fundado en la reducción de los niveles de dicha deuda.
- Aumentar la afluencia de inversión extranjera: Colombia, junto con Chile, es el único país de América Latina que ha seguido registrando una afluencia positiva y permanente de inversión extranjera neta.<sup>139/</sup> Además, el criterio colombiano tradicional frente a la deuda externa ha sido de gran cautela cuando se trata de aprobar cualquier inversión extranjera; a menudo las autoridades han rechazado buenos proyectos de inversión extranjera fundándose en que ya había inversión suficiente en el sector en cuestión.

Por último --y lo más importante desde el punto de vista del inversionista extranjero-- se estima que un programa de capitalización de la deuda no influirá ni en pro o en contra de una decisión de invertir en un país determinado. Por tanto, tal como en el párrafo precedente, se estima que no se justifica introducir por ahora un programa de capitalización de la deuda.

Estas consideraciones indican que, si bien las autoridades colombianas pueden implantar un programa de capitalización de la deuda en el futuro cercano, sólo lo pondrán a disposición de los inversionistas en casos muy seleccionados en que se busque la inversión extranjera (por ejemplo, en partes del sector bancario).<sup>140/</sup>

3. Costa Rica: Además de seguir el ejemplo de Bolivia de intercambiar "deuda por recursos naturales", Costa Rica anunció en mayo de 1986 un programa convencional de capitalización de la deuda.<sup>141/</sup> La respuesta inicial fue bastante buena, aunque algunos acreedores habrían expresado inquietud por la posibilidad de que el programa contraviniera las cláusulas pari passu y de prorratio contenidas en los acuerdos crediticios existentes. Sea cual fuere el motivo, el Banco Central dejó de aceptar nuevas solicitudes de capitalización de la deuda en diciembre de 1986, y desde entonces el programa ha seguido en estudio.

Antes de su suspensión efectiva, las principales características del programa eran:

- se basaba en pagarés del Banco Central denominados en moneda extranjera (es decir, deuda externa pública y con garantía pública);
- las conversiones eran aprobadas por el Banco Central sobre una base caso por caso;
- la deuda no se rescataba en efectivo, sino en valores negociables, los que luego podían venderse en el mercado local (a semejanza del capítulo XIX del programa chileno) con descuento;
- estaba abierto a los inversionistas locales y extranjeros (es más, durante el período que estuvo en funcionamiento lo utilizaron casi exclusivamente los nacionales costarricenses);
- no había restricciones en cuanto a los sectores en que podían efectuarse las inversiones --los inversionistas podían utilizar incluso el programa de capitalización de la deuda para comprar empresas existentes;
- no había requisitos de dinero fresco; y

- no había restricciones específicas a las remesas de utilidades o a la repatriación de capitales (que se negociarían sobre una base caso por caso).

Cuando se suspendió el programa, se esperaba que se reiniciaría tan pronto como Costa Rica hubiera negociado una reprogramación global de su deuda con la banca comercial, durante la cual (como otros deudores latinoamericanos) se solicitaría una dispensa para el rescate parcial de la deuda externa mediante dichos sistemas. Sin embargo, hasta ahora el programa ha seguido en estudio.

4. Ecuador: Como varios otros países latinoamericanos, Ecuador anunció en enero/febrero de 1987 un programa de capitalización de la deuda en virtud de las resoluciones 104 y 408 --pero luego lo suspendió en septiembre tras aprobar conversiones por unos 30 millones de dólares. Desde entonces, el gobierno ha seguido estudiando conversiones de deuda sobre una base caso por caso, y se espera que en cierta etapa se reiniciará formalmente. La razón principal para suspender el programa habría sido la oposición política que aumentó como resultado del empleo del programa por nacionales ecuatorianos para repatriar capital fugado. Esto resulta paradójal puesto que la repatriación de capital fugado era una de las finalidades explícitas del programa,<sup>142/</sup> lo que sugiere que el gobierno había subestimado lo delicado de este problema en el plano político.

Las características principales del programa eran:

- las conversiones sólo se aplicaban a los 1 300 millones de dólares en deuda privada que el Banco Central había asumido entre 1982 y 1984 y que fue convertida en el Convenio de Consolidación de agosto de 1986 (sin embargo, hay indicios de que sobre una base caso por caso el gobierno ha permitido la conversión de deuda que no cubre formalmente el programa);
- se permitían inversiones mediante conversiones de deuda en agricultura, pesquería, agroindustria, industria manufacturera, minería, silvicultura, turismo, banca, finanzas y seguros --en otras palabras, prácticamente sin limitaciones (aunque se ha sugerido que podría haberse excluido la industria petrolera);
- el programa estaba abierto a los inversionistas locales y extranjeros (a estos últimos se les permite ahora poseer una participación mayoritaria en las empresas locales);
- las inversiones eran revisadas caso por caso por el Banco Central y la Junta Monetaria, y las demoras eran mínimas; y

- la repatriación de capital estaba sujeta a las condiciones de la deuda original, habitualmente 12 años, en tanto que sólo se permitía la remesa de utilidades después de cuatro años (sin embargo, las utilidades no remesadas podían emplearse libremente en cualquier otra parte del país).

Se ha sugerido que todas las divisas para remesar capital y dividendos tenían que obtenerse en el mercado paralelo, aunque no parece haber sido así en el caso de las resoluciones 104 y 408. El problema es que el programa estuvo formalmente en funcionamiento por un período tan breve (durante cuyo lapso lo emplearon casi exclusivamente los nacionales extranjeros) que es difícil evaluar exactamente cómo funcionaba en la práctica. Esto refleja asimismo una característica del programa que han comentado varios observadores --que era "flexible" hasta el punto de llegar a ser vago y confuso.143/

5. Nigeria: Nigeria había venido estudiando por algún tiempo la posibilidad de establecer un programa formal de capitalización de la deuda --y, en efecto, a mediados de 1987 el gobierno auspició una conferencia sobre conversión de la deuda en valores para examinar las opciones para Nigeria en la que los representantes de los bancos comerciales y de la CFI defendieron ardorosamente dicho programa. Con posterioridad, las empresas transnacionales efectuaron varias conversiones directas intraempresas con el fin de cubrir los gastos de las filiales locales.144/

Sin embargo, lo más importante es que los pagarés emitidos por el Banco Central en 1984 para cubrir los créditos comerciales contenían disposiciones explícitas para convertirlos en moneda local, y esa pasó a ser la base para implantar un programa formal que se anunció originalmente en el presupuesto de 1988 y cuyos detalles fueron dados a conocer en julio de ese año. Las principales características de dicho programa, que se inició en noviembre de 1988, son:

- la deuda convertible es aquella por 4 800 millones de dólares en pagarés emitidos a acreedores comerciales no asegurados (con posterioridad se han anunciado planes para ampliar esto a la deuda comercial de mediano plazo por 5 200 millones de dólares reprogramada en marzo de 1989);
- los tenedores extranjeros de dicha deuda pueden convertir sus títulos en nairas mediante una serie de subastas mensuales, cada una por un monto que oscila entre 30 y 40 millones de dólares;
- las inversiones pueden hacerse en empresas nuevas o establecidas, aunque se prefieren aquellas con potencial



exportador y gran demanda de materias primas nacionales;  
y

- no pueden remesarse utilidades ni dividendos antes de cinco años, por lo menos.

La primera subasta conforme a este programa se realizó a fines de noviembre de 1988, cuando se vendieron 40 millones de dólares en pagarés con un descuento que fluctuó entre 36 y 58%.

El programa ha seguido teniendo un éxito modesto, con descuentos algo menos fluctuantes, desde 36 a 58% en noviembre a un 47 a 53% a mediados de 1989. Sin embargo, el programa tuvo un traspié en marzo de 1989, cuando el gobierno modificó las reglas e insistió en que los licitantes tenían que tener pleno derecho a la deuda que pretendían convertir al momento de la subasta. Esto eliminó prácticamente un mercado floreciente de "opciones" y redujo notoriamente por un tiempo el número de licitantes potenciales.

6. Perú: En marzo de 1989 el gobierno peruano anunció finalmente los pormenores de un programa de capitalización de la deuda que se había venido debatiendo. Las características principales del programa eran:

- estaba abierto tanto a nacionales como extranjeros;
- las inversiones financiadas con la conversión tenían que destinarse a las exportaciones o a proyectos (como el turismo) generadores de divisas;
- sólo era convertible la deuda pública;
- el pago no se hacía en intis, sino en una cuenta en moneda local, protegida contra la inflación;
- no se podía financiar de esta manera más de 70% del costo en moneda local de un proyecto financiado mediante conversión --el resto (30% de los costos locales, más importaciones) tenía que llegar en divisas; y
- en el curso de un año, las conversiones estaban limitadas a alrededor de 0.5% del PNB, es decir, aproximadamente a 75 millones de dólares.

Sin embargo, a fines de julio el programa se suspendió indefinidamente, incluso antes de haberse completado las primeras operaciones (que estaban en vías de negociación con el Midland Bank). Se desconoce cuando --o bajo que circunstancias-- se reiniciará, aunque varios bancos han indicado su interés en los proyectos hoteleros y turísticos.

7. Uruguay: La autorización para establecer un programa de capitalización de la deuda ya figuraba en el acuerdo de reprogramación de julio de 1986, aunque no se publicaron normas detalladas hasta diciembre de 1987 --y aún entonces sólo como borrador de trabajo. No se sabe qué actividad tiene el programa actualmente, pero sus características principales (basadas en los decretos 797 y 987) son:

- puede convertirse toda la deuda del sector público incluida en el acuerdo de reprogramación de 1986;
- el programa está abierto tanto a residentes como a no residentes;
- no hay un sistema regular de subastas --sino que las operaciones las aprueba caso por caso el Banco Central;
- sin embargo, hay un sistema de cuotas (y la Swiss Bank Corporation ha sostenido que es probable que se suspenda el programa en 1989 por haberse agotado la cuota del año);145/
- se otorga prioridad a las inversiones en nuevas empresas y turismo;
- el programa otorga beneficios concretos para los usuarios finales de las zonas de libre comercio;146/
- los requisitos de dinero fresco son como mínimo del 20%;
- además, el Banco Central cobra una comisión de 12% a lo menos;
- el capital no puede remesarse en mejores condiciones de las estipuladas en el acuerdo crediticio original (lo que, en efecto, significa que tal cosa no es factible por lo menos hasta 1997); y
- al mismo tiempo, al parecer no hay restricciones en cuanto a las remesas de dividendos.

No se prevé que este programa lleve jamás a la conversión de una cifra superior a los 400 o 500 millones de dólares, aunque el total de la deuda potencialmente convertible es de unos 4 900 millones de dólares.

8. Venezuela: Venezuela cuenta con dos programas separados de capitalización de la deuda:

- el decreto 1200, promulgado en julio de 1986, que meramente legitima la conversión ad hoc de la deuda externa privada mediante un convenio privado sucrito

entre el acreedor y el deudor (aunque el acreedor original y el inversionista original no tienen que ser los mismos); y

- el decreto N° 1521/2485 del Convenio Cambiario N° 4 dictado en abril de 1987, que trata de la conversión formal de la deuda reprogramada del sector público.

Aunque el programa emanado del decreto 1521/2485 (modificado por el decreto 86 en marzo de 1989) ha sido víctima de las incertidumbres políticas, ha aumentado en Venezuela el interés en la capitalización de la deuda. Sin embargo, se considera en general que el programa es demasiado restrictivo para los inversionistas extranjeros.<sup>147/</sup> En particular, se cree que la comisión que administra el programa es innecesariamente numerosa pues incluye el Ministro de Hacienda, el Presidente del Banco Central, el Ministro de Fomento y el Superintendente de Inversiones Extranjeras.

Las características principales del programa modificado por el decreto 86 son:

- es convertible toda la deuda reestructurada del sector público;
- después de la revisión de marzo de 1989, el programa está abierto ahora a los venezolanos y a los nacionales extranjeros;
- las operaciones individuales tienen que ser autorizadas por la mencionada comisión antes de que sean admitidas a un nuevo procedimiento de subastas;
- los solicitantes beneficiados realizan la conversión al nuevo tipo de cambio "unificado";
- se otorgará prioridad a los proyectos de los siguientes sectores: agricultura, construcción, turismo, viviendas económicas, transporte, aluminio, bienes de capital, electrónica y biotecnología. De éstos se preferirán los orientados a la exportación o a la sustitución de importaciones;
- las comisiones que cobran las autoridades se revisan cada seis meses aproximadamente (y son considerables);
- no hay requisitos de dinero fresco;
- no puede repatriarse capital por cinco años; y después de ese lapso no puede repatriarse más de 12.5% de la inversión original anualmente; y

- las remesas de dividendos están limitadas a no más del 10% en los primeros tres años.

Venezuela ha proyectado iniciar en septiembre de 1989, el sistema de subastas del Banco Central (BCV) que regirá la conversión de la deuda externa del sector público en moneda local para fines de inversión. En virtud de las disposiciones que rigen el programa renovado de capitalización de la deuda, los inversionistas extranjeros y venezolanos de cualquier sector tienen que presentar en las subastas licitaciones con la tasa de descuento sobre el valor nominal de la deuda que estén dispuestos a ofrecer al Banco Central. Pueden participar tanto las nuevas inversiones como las conversiones aprobadas inconclusas.

Sólo puede capitalizarse la deuda externa reestructurada del sector público, que asciende a unos 19 mil millones de dólares. El gobierno ha presupuestado únicamente la conversión de 600 millones de dólares anuales para mitigar los efectos inflacionarios del sistema, aunque el costo total de los proyectos involucrados puede superar este monto. Se pondrán fondos de conversión trimestralmente a disposición del inversionista, y el BCV se reserva el derecho de revisar el tope periódicamente en consonancia con la política fiscal. Las conversiones sólo rigen para el componente nacional de un proyecto, y los inversionistas tienen que emplear recursos nuevos del exterior para el componente importado.

Todas las conversiones ascendentes a 2 millones de dólares o menos deben hacerse de una vez. Un inversionista con un proyecto grande de varias etapas puede licitar en varias subastas, en correspondencia con cada etapa del proyecto, o participar en sólo una subasta ofreciendo vender deuda descontada equivalente a un mínimo de 20% de la inversión total proyectada y presentando un bosquejo del proyecto en que se detallan las conversiones futuras proyectadas. Si la oferta queda seleccionada, el gobierno garantiza el remanente de la conversión necesaria para las etapas sucesivas. En este caso, el BCV ofrecería comprar la deuda --para cada una de las etapas ulteriores del proyecto-- con un descuento igual a la tasa de descuento prevalente ofrecida en la subasta precedente a dicha conversión.

Aunque algunos inversionistas han expresado escepticismo acerca del programa, varios bancos estadounidenses han aumentado su presencia en Caracas para acogerse a él. Además, hay indicios de que el gobierno está llano a conceder un tratamiento preferencial a los grandes inversionistas en sectores claves, en particular la minería y la metalurgia.

9. Yugoslavia: Yugoslavia fue el primer país de economía de planificación centralizada que introdujo un programa de capitalización de la deuda en abril de 1989, cuando se finiquitaron los cambios a la ley de créditos extranjeros. Ya se vislumbraba este programa desde septiembre de 1988 cuando se firmó el acuerdo

de reprogramación con la banca comercial, que concretamente comprometía al gobierno a un programa de capitalización de la deuda ascendente a unos 1 300 millones de dólares de los 7 mil millones de dólares en préstamos reprogramados.

Las capitalizaciones de deuda se aprueban caso por caso por intermedio del Banco Nacional, aunque existe la posibilidad de abrir subastas si aumenta la demanda. Al parecer, los criterios principales para aprobar los proyectos son:

- el descuento involucrado; y
- el componente de dinero fresco.

El programa parece haber tenido cierto éxito. Por ejemplo, en abril los hoteles Hyatt anunciaron un proyecto turístico por 50 millones de dólares generados por la conversión de deuda. Sin embargo, los inversionistas se han quejado de la renuencia del Banco Central a facilitar moneda local, y es evidente que existe una grave inquietud acerca del impacto inflacionario.

No se puede desconocer la posibilidad de que se establezcan programas similares en otras economías de planificación centralizada --en efecto, se sabe que en Polonia se habla del tema. Sin embargo, esto exigirá nuevas formas de conversión de deuda, que tal vez involucren una participación en el arriendo y la tenencia de terrenos en manos del sector público en vez de la propiedad propiamente tal.<sup>148/</sup>

Es más, como varios países de Europa oriental contemplan el establecimiento de zonas económicas libres, las capitalizaciones de deuda podrían ser el instrumento para "privatizar" la infraestructura necesaria para esas zonas.<sup>149/</sup>

10. Zambia: En 1987 el gobierno reprogramó 800 millones de dólares en créditos comerciales en tramitación por intermedio de Morgan Grenfell, con el compromiso específico de que esta suma podría convertirse luego en kwachas para invertirlos en el país. Sin embargo, se supone que el programa jamás despegó y que ahora se encuentra inoperante.

### C. UNA SINTESIS DE LOS PROBLEMAS PLANTEADOS

Según lo manifestado por un experto en el taller del CET sobre capitalización de la deuda, celebrado en Caracas en abril de 1988 (y habida cuenta de que no existe una combinación de políticas que pueda solucionar jamás todos los problemas implícitos en la conversión de la deuda), el enfoque óptimo de la conversión de la deuda es aquel que estimule el intercambio de activos reales en vez de tenencias en moneda local, que movilice la inversión extranjera

hacia los sectores exportadores o generadores de dólares, y que establezca también oportunidades para adquirir y participar en empresas locales financiadas con cargo a la conversión de deuda. Estas condiciones deberían darse en el contexto de reformas de política globales destinadas a mejorar el clima de inversión de los países deudores.

En mayor o menor medida, todos los programas examinados en este capítulo han tratado de abordar esos problemas --aunque las soluciones que han aportado no han sido en modo alguno idénticas. Fundándose en los diferentes procedimientos empleados en diferentes países, cabe sugerir que todo país que contemple establecer un programa tiene que considerar al menos cómo encarará tres conjuntos claves de interrogantes.<sup>150/</sup> Véase también el anexo I.

En primer lugar, están los que tratan lo que podría denominarse el problema de la "autorización". Dichos interrogantes son:

1. ¿Quiénes pueden convertir? En concreto, un gobierno tiene que considerar si restringirá su programa a los no residentes (o no nacionales), o si permitirá que los residentes lo utilicen, tal vez como vehículo para repatriar capital fugado. Si se decide esto último, cabe preguntarse si deben utilizarlo en las mismas condiciones que los no residentes, o si hay que ajustar específicamente alguna variante a sus necesidades.

2. ¿Qué clases de conversiones deberían permitirse? La mayoría de los países receptores no indagan donde obtuvo el inversionista la deuda que está convirtiendo --siempre que sea convertible (y, en el caso de México, por ejemplo, "no contaminada"). Sin embargo, en algunos casos los programas se han limitado al acreedor original o a las conversiones intraempresas.

3. ¿Qué deuda es convertible? Aquí las opciones varían desde limitar la conversión a una pequeña parte de la deuda gubernamental hasta permitir la conversión de toda la deuda pública y privada. Tal vez el determinante clave sea el monto de la deuda que el gobierno desea ver convertido --lo que tiene que ver tanto con la finalidad del programa como con el impacto político y económico estimado. Por tanto, está vinculado a la cuestión de si las conversiones deben estar limitadas en cierto modo a un tope o cuota.

Cabe señalar asimismo que casi todos los programas excluyen los créditos comerciales y la deuda de corto plazo de las conversiones. En algunos casos (por ejemplo, los PIN filipinos y la emisión de BONEX en Argentina en 1987), el propio gobierno ha emitido deliberadamente deuda que puede destinarse a un programa de conversión de deuda.

4. ¿Qué inversiones deberían financiarse mediante conversiones de deuda? Algunos países no imponen restricciones en la práctica (fuera de los sectores de la defensa y las comunicaciones, que casi siempre están vedados). Otros procuran centralizar la inversión generada por la conversión de deuda en sectores de alta prioridad. Estos suelen ser proyectos de exportación, aunque pueden suponer también la sustitución de importaciones. También son populares los proyectos turísticos, como lo son las inversiones en zonas francas industriales. En un programa como el de Brasil, parte de la inversión está restringida deliberadamente a las zonas menos desarrolladas del país.

Merece destacarse que las prioridades pueden ser muy diferentes según el país: algunos programas, por ejemplo, prohíben la inversión en la esfera de los servicios financieros, mientras que otros lo restringen a la banca. En algunos casos, el programa está vinculado deliberadamente con un programa de privatización patrocinado por el gobierno (preparado a menudo con el concurso del FMI). Al parecer el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Brady, estima que debe fortalecerse este vínculo entre las conversiones de deuda y las privatizaciones.

5. ¿Qué procedimiento emplean para la conversión? Lo que aquí interesa es si se emplea un procedimiento formal de subasta, en que los inversionistas potenciales licitan el derecho a convertir deuda ofreciendo un descuento sobre el tipo de cambio implícito que están dispuestos a aceptar, o si se administra el programa caso por caso mediante negociaciones directas entre las autoridades y el inversionista. Por cierto que ambos enfoques no son mutuamente incompatibles. En países como Argentina, por ejemplo, parecen coexistir con bastante facilidad.

Si se opta por la subasta, surgen varios interrogantes --en particular:

- ¿quién administrará las subastas?
- ¿se permitirá que los inversionistas liciten directamente, o se verán obligados a operar por conducto de intermediarios locales?, y
- ¿habrá algún procedimiento de "precalificación", y en caso contrario, tendrán las autoridades la oportunidad de vetar lo que consideran inversiones inconvenientes?

En términos más generales, hay que responder a la pregunta sobre el grado de "transparencia" que debe reflejar el programa. Los acreedores e inversionistas tenderán a exigir una mayor transparencia de los países deudores, pero se mostrarán renuentes a que se les aplique igual criterio.

6. ¿Quiénes serán las autoridades pertinentes? Según el país el organismo clave puede ser el Banco Central, el Ministerio de Hacienda o el Ministerio de Industria. En el caso de Filipinas, una junta de inversiones interdepartamental ofrece un proceso de aprobación que centraliza los trámites para los inversionistas potenciales. ¿Cuando participa más de una autoridad (lo que ocurrirá siempre, dadas las múltiples repercusiones de las conversiones de deuda), qué procedimiento existe para allanar las disputas entre diferentes organismos gubernamentales?

7. ¿Se permitirán las inversiones en acciones o en fondos accionarios? En Filipinas, Chile y Brasil se permite la inversión en un fondo organizado de la cartera de valores, pero en la mayoría de los demás programas no se permite. Dichos fondos pueden contribuir al desarrollo de los mercados financieros autóctonos, pero también pueden desviar los recursos de las inversiones de mayor prioridad.<sup>151/</sup>

El segundo grupo de interrogantes claves son las que podrían denominarse "financieras" --aunque el término hay que emplearlo de una manera bastante elástica. Ellas son:

1. ¿Qué tipo de cambio debería utilizarse para la conversión? A menudo éste se aproxima bastante al tipo de cambio oficial. Sin embargo, en un programa caso por caso puede haber un descuento negociable. En un programa basado en subastas, las licitaciones suelen evaluarse sobre la base del descuento del tipo oficial que ofrece cada inversionista potencial. Por cierto que hay circunstancias en que al inversionista le convendría abandonar por completo la vía de la capitalización de la deuda y convertir mediante el tipo de cambio libre. Por tanto, eso fija un límite al tipo de cambio efectivo que puede incorporarse al programa.

2. ¿Qué otros honorarios están involucrados? La estructura de los honorarios varía según el país, pero no es raro que un inversionista potencial tenga que pagarle:

- a un banco de inversión o corredor para reunir un paquete de deuda convertible;
- a una casa local de corretajes para representarlo en la subasta y/o tratar con las autoridades pertinentes; y
- al propio gobierno por el derecho a licitar en la subasta.

Todos estos cobros afectarán inevitablemente la disposición del inversionista potencial a utilizar el programa.

3. ¿En qué forma debe desembolsarse la moneda local? Esta es una cuestión más importante de lo que parece, y ahora la mayoría de los programas sencillamente no emiten moneda local a cambio de



la deuda retirada al momento de la conversión. El motivo principal es el impacto sobre la oferta monetaria, pero también está el problema de controlar la "entrada y salida de capitales" y de cerciorarse de que los fondos se utilizan para las inversiones que se han aprobado. En algunos casos, se han emitido bonos en moneda nacional con una estructura de vencimientos ajustada a los desembolsos programados o que pueden negociarse a discreción (pero con descuento) en el mercado local. En otros casos, por ejemplo México, se le otorga al inversionista el derecho a girar contra una cuenta en moneda local controlada por el gobierno --pero sólo contra facturas aprobadas.

Por cierto que en estos casos tiene que haber alguna forma de proteger al inversionista contra la inflación y la depreciación monetaria.

4. ¿De haber descuentos, deben ser éstos uniformes? En el modelo brasileño de subasta los descuentos son diferentes según se trate de proyectos en zonas "libres" y en zonas "incentivadas". Asimismo, en el modelo filipino de caso por caso se han establecido descuentos diferentes (en este caso, honorarios cobrados efectivamente por el gobierno) según una complicada lista de prioridades.

5. ¿Debe existir el requisito de dinero fresco? Cabe recordar que incluso cuando no hay un requisito formal de "dinero fresco", puede existir uno informal si el programa prohíbe que el producto de una conversión de deuda se destine a las importaciones. En general, los inversionistas --en particular los bancos-- reaccionan negativamente ante los requisitos formales de "dinero fresco", pero algunos programas lo han utilizado con éxito.

6. ¿Cuál debería ser el régimen tributario apropiado? Este es un asunto delicado, pues plantea el dilema de si la inversión extranjera vinculada a las capitalizaciones de deuda debe disfrutar de alguna ventaja tributaria que no sea accesible a otros inversionistas extranjeros o a los inversionistas nacionales. Asimismo, plantea la cuestión de retener los impuestos sobre los dividendos, lo que puede ser contencioso. En el caso de Argentina, por lo menos, involucra también la cuestión de determinar si los inversionistas han incurrido en ganancias de capital al comprar la deuda en el mercado secundario con un descuento sustancial para revenderla a las autoridades a un valor cercano a su valor nominal.

En cada uno de estos casos, interesa tener presente que el inversionista (en particular si es un banco acreedor que negocia su propia cartera) puede estar incurriendo también en un compromiso tributario en su país de origen como resultado de la operación.

7. ¿Cuáles son las restricciones a la remesa de dividendos y la repatriación de capital? Las normas al respecto son bastante dispares, pero lo que sí es una pauta general es que las

condiciones no deben ser menos estrictas que las impuestas a la deuda en cuestión. Como en la mayoría de los casos dicha deuda se ha reprogramado, las restricciones a la repatriación de capital tienden a ser bastante estrictas.

La tercera categoría de interrogantes claves son las relativas a problemas de "control" --en otras palabras, aquellas que entrañan mejorar las consecuencias inevitablemente adversas de todo programa de capitalización de la deuda. Las principales son obviamente:

1. ¿Qué hacer con el impacto inflacionario? Según lo ha señalado Basile, la primera fuente de dificultades está relacionada con el impacto adverso de la expansión monetaria y el alza de las tasas de interés que provocan las transacciones de capitalización de la deuda. Al entregar moneda local a cambio de sus empréstitos en el exterior, el país deudor aumenta su oferta monetaria interna y estimula con ello las presiones inflacionarias. Se trata entonces de mantener dichas conversiones dentro de montos manejables puesto que la inversión extranjera aumenta, en todo caso, la oferta monetaria.<sup>152/</sup>

Por cierto que una solución es la "esterilización" del impacto inflacionario mediante la venta de valores nacionales. Pero eso puede contener la inversión interna y elevar excesivamente las tasas de interés. Otra solución es vigilar de cerca el monto de la conversión, ya sea mediante una cuota subastable o controlando el volumen de las operaciones caso por caso, y suspendiéndolas cuando el impacto inflacionario se estime inaceptable.

Sin embargo, el problema de la inflación no debe exagerarse. En primer lugar, la mayoría de los programas son de tamaño limitado en relación con la oferta monetaria. Además, muchos países que han implantado o piensan implantar programas de capitalización de la deuda ya tienen inflaciones mensuales cercanas a los dos dígitos. Por último, Chile --que tiene el programa de capitalización de deuda más grande de todos-- ha asistido a una caída notoria y persistente de la tasa de inflación casi durante todo el curso de su programa.

2. ¿Qué hacer respecto del impacto político? En última instancia, ésta puede ser la cuestión clave para todo país que contempla introducir un programa de capitalización de la deuda. Se reitera que dichos programas pueden despertar --y despiertan-- reacciones muy negativas de parte de ciertos sectores. Algunas son más emocionales que racionales, pero otras están arraigadas genuinamente en una preocupación razonable por el efecto a largo plazo de dichos programas sobre la economía.

Es difícil sugerir cómo abordar estos problemas si no existe el consenso de apoyar el programa. Un criterio es reducir su tamaño; otro, es utilizar al FMI o a los bancos acreedores como un chivo expiatorio conveniente. Una manera más realista de abordar el impacto político de los programas de capitalización de la deuda es hacerlos accesibles a los inversionistas locales, destacando sus beneficios (es decir la atracción de inversión extranjera y el impacto sobre el empleo), y limitando el interés de los inversionistas extranjeros en ciertos sectores de la economía a una participación minoritaria. Sea como fuere, no existe un criterio plenamente satisfactorio --precisamente porque no existe una forma inequívoca de probar que las capitalizaciones de la deuda son de un beneficio incuestionable.

Se reitera que no existe un solo modelo "correcto" para la capitalización de la deuda, sino más bien una amplia gama de modelos de los que las naciones deudoras pueden elegir los elementos apropiados para construir un programa que satisfaga sus propias necesidades y tradiciones. Pero todo programa --sea como fuere que esté estructurado-- tendrá que abocarse a los interrogantes planteados.

## Capítulo VI

### CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA APLICACION DEL PROGRAMA

#### A. ELEMENTOS PRINCIPALES QUE DEBEN CONSIDERARSE

Según se concluye en el capítulo precedente no existe --ni puede haber-- un modelo único para elaborar un programa de capitalización de la deuda. Como mínimo, todo programa tiene que tomar en cuenta las particulares condiciones de las circunstancias políticas y económicas de un deudor, así como la influencia que ese deudor pueda tener respecto a sus acreedores. Asimismo, depende en gran medida de la credibilidad y confiabilidad del marco jurídico y del sistema judicial --que en el acto vuelve más accidentada toda la senda de la capitalización de la deuda para los países que no cuentan con una prolongada tradición jurídica o que no comparten el concepto de un sistema judicial apolítico e independiente.<sup>153/</sup>

Y así como no existe un modelo único para elaborar un programa de capitalización de la deuda, tampoco lo hay para aplicarlo --ya sea con los acreedores antes de institucionalizar dicho programa o, con posterioridad, con los inversionistas potenciales que podrían interesarse en él.<sup>154/</sup>

Con todo, en los últimos años se ha teorizado bastante sobre la dinámica de los procesos de toma de decisiones. Aunque en gran parte se han tratado de aspectos (como la forma de la mesa de negociaciones) que son de escasa utilidad en el "mundo real", en que la libertad es limitada y el conocimiento muy imperfecto, conviene tener presente las cuestiones generales que se han planteado. En particular, todo país que decida llevar a cabo algún sistema de capitalización de la deuda conforme a las directrices indicadas en esta guía debería, antes de comprometerse, ya sea con el propio programa o con los inversionistas potenciales, formularse al menos las siguientes preguntas:

1. ¿Qué formas alternativas existen para finiquitar los detalles de un programa? Por ejemplo, ¿deben haber negociaciones formales con otras partes interesadas? y, en caso afirmativo, ¿deben celebrarse las negociaciones dentro de una estructura formal que involucre a todos los actores potenciales? ¿O deben sostenerse

en grupos más pequeños, menos formales, tal vez sobre una base individual en que la flexibilidad es la clave?

La solución de compromiso entre formalidad y flexibilidad es difícil, y depende en parte de cuan bien pensada esté la posición del propio gobierno y de cuáles son sus metas. En general, mientras más claro tenga el gobierno lo que quiere lograr, más ventajas podrá obtener de las negociaciones formales con un procedimiento rígido. A la inversa, si es el propio gobierno el que busca el aporte de sus contrapartes --lo que no es improbable si escasean los recursos y/o si el gobierno tiene más claros los fines que espera alcanzar que los medios más convenientes para lograrlos-- puede que decida que las mayores ventajas se obtendrían mediante procedimientos lo más flexibles posibles. Así, podría sondear la probabilidad de éxito de diferentes enfoques, sin sentirse atado necesariamente por precedentes creados en las consultas.

Cuando lo que se analiza es la estructura del propio programa (a diferencia de las operaciones particulares realizadas a su amparo), hay que considerar también el grado de formalidad que la parte del gobierno pretende en él. Por cierto que aquí existe otra solución de compromiso: un programa muy formal y estructurado exige una planificación bastante más acabada y exige mucho más de las autoridades que las conversiones basadas en procedimientos ad hoc. Puede haber también una pérdida de flexibilidad ya que las normas o el requisito inmediato de presentar un cúmulo de información podría disuadir a los inversionistas potenciales. Un enfoque ad hoc, por otra parte, puede significar que el gobierno tenga que dedicarle más tiempo en una etapa ulterior y puede involucrar mucha labor de investigación que podría haberse dado por descontada en un programa más estructurado.

2. ¿Qué esperan obtener las partes de las consultas? Tal vez esto sea menos obvio de lo que parece, pues los diferentes actores que podrían participar en las discusiones tenderán a tener intereses y objetivos diferentes.

Desde el punto de vista del gobierno es probable que exista un conflicto intrínseco entre:

- los miembros de los partidos políticos, que se mostrarán extremadamente sensibles a los argumentos relativos a la soberanía económica;
- el Ministerio de Hacienda y el Banco Central que se concentrarán en las repercusiones sobre el ingreso; y
- los Ministerios de Industria y Fomento, interesados en el nivel global de la inversión.

En toda negociación --y en cualquier etapa-- la parte del gobierno deberá dar una imagen de unidad, lo que puede exigir

cierta coordinación previa. Asimismo, puede significar que el gobierno tenga que aceptar como objetivo menos grato lo que es efectivamente el mínimo común denominador entre sus partes constituyentes.

Cabe señalar que el gobierno no puede contar con la asistencia de todas las organizaciones no gubernamentales existentes en el país --ya que aquellas tendrán divergencias sobre la cuestión general de si las capitalizaciones de deuda son convenientes y sobre los objetivos (y estrategias) específicos que deben emplearse en el proceso de establecer un programa. Esto mismo plantea el interrogante de si dichas organizaciones (cámaras de comercio, sindicatos, etc.) deben participar, o en qué etapa deben hacerlo.

Afortunadamente, ocurre lo mismo --tal vez a fortiori-- al lado opuesto de la mesa de negociaciones. Por ejemplo, los intereses de los bancos acreedores serán muy diferentes de los de las empresas transnacionales. Y los intereses de los bancos diferirán, entre otras cosas, según si:

- conciben las capitalizaciones de deuda como un vehículo de salida, o si tienen un compromiso de largo plazo con el país;
- son estadounidenses, europeos o japoneses (pues todos sufren diversas limitaciones de importancia por consideraciones reglamentarias y contables); y
- son estadounidenses, son instituciones situadas en los grandes centros financieros o pequeños bancos regionales.

Lo importante es que en todo proceso de toma de decisiones haya un vínculo demostrable entre la claridad con que una parte visualiza sus objetivos y el éxito que puede obtener. Esto no quiere decir que no deba haber debate, a menos que el gobierno sepa exactamente lo que quiere. Pero, si las consultas son realmente una "expedición de pesca" preliminar para descubrir cuáles son las opciones que estarían disponibles (lo que podría ser un paso preliminar muy provechoso), eso tiene que quedar muy claro desde el comienzo.

3. ¿Qué actores deben participar? Por cierto que la respuesta depende en gran medida de qué se pretende lograr con las conversaciones.

Puede que --a fin de dar una imagen de unidad frente a los acreedores o a las empresas transnacionales-- los diferentes elementos de la parte del gobierno quieran "prenegociar" su posición. Por tanto, dichas reuniones se limitarían a los organismos claves del gobierno al nivel jerárquico que se estime apropiado (lo que en sí no es un asunto fácil de zanjar puesto que suele existir una solución de compromiso entre la competencia

técnica y el poder político). A continuación, convendría sostener, en ciertas circunstancias, nuevos debates con las organizaciones no gubernamentales a fin de dar una imagen de unidad nacional en toda reunión formal ulterior con la parte acreedora/inversionista. Y cuando se entablen esos debates, habrá que decidir si va a ser más ventajoso reunirse en sesión plenaria, o si va a ser mejor tratar de solucionar los problemas a medida que se presentan.

4. ¿Dónde deben celebrarse las discusiones? Esta pregunta está vinculada estrechamente con las precedentes --la medida de formalidad/rigidez que el gobierno pretende alcanzar será uno de los factores principales para determinar el lugar de las discusiones, así como los objetivos y los actores participantes.

A priori, parecería axiomático que las discusiones de la mesa redonda deberían efectuarse en el territorio del país deudor --en teoría, en el Ministerio de Hacienda o Economía, o en el Banco Central. En general, eso es lo habitual. Sin embargo, si un país se halla en una etapa más preliminar en que está evaluando ya sea la conveniencia de establecer un programa de capitalización de la deuda o la forma exacta que podría asumir dicho programa, tal vez convendría celebrar por lo menos las primeras rondas de debates fuera del país-- donde las presiones políticas fueran menos intensas y la publicidad fuera un factor menos preponderante. Para los países deudores, sus comités asesores de bancos serían los foros apropiados para iniciar las conversaciones, aunque para algunos países Nueva York o Washington serían lugares menos apropiados que París o Londres. Nótese que el Club de París (y el Club de Londres menos formal) podrían desempeñar un papel en esto.

5. ¿Hasta qué punto los parámetros de los debates deben ser abiertos o cerrados? Esto significa que al comienzo (y no interesa si las conversaciones se refieren a los aspectos generales del programa o a una operación concreta dentro de un programa establecido) el gobierno tendrá que decidir hasta qué punto permitirá que interfieran las "externalidades".

Por ejemplo, ¿aceptará una solución de compromiso en que los bancos acreedores apoyen un programa de capitalización de la deuda siempre que el gobierno eleve el margen de interés de una parte de la deuda pendiente? O bien, ¿permitirá que, en los debates caso por caso o en las operaciones particulares de capitalización de la deuda, un inversionista condicione su participación a la concesión de algún trato especial en otra parte? Se reitera que no hay ni puede haber una respuesta clara, pero los gobiernos deudores tienen que estar conscientes que este asunto, que involucra difíciles soluciones de compromiso, va a surgir casi con seguridad.

Por cierto que cabe destacar que el propio gobierno puede seguir este criterio --condicionando tal vez la participación en un programa a la transferencia de tecnología o a alguna otra forma de criterio de rendimiento.

Hay otra cosa importante que hay que tener presente: no hay criterios objetivos para el éxito o el fracaso. Esto no siempre resulta fácil de captar, y los funcionarios se sienten tentados a definir el éxito en forma arbitraria como, por ejemplo:

- el establecimiento de cualquier tipo de programa de capitalización de la deuda (si a eso se refieren las conversaciones); o
- lograr que una empresa transnacional suscriba una determinada inversión financiándola con el producto de la conversión de la deuda (si es que ese es el tema).

En esas circunstancias, una operación que es estratégicamente inconveniente para el país deudor puede considerarse como muy conveniente por los funcionarios.<sup>155/</sup>

Este problema destaca la importancia de la comunicación --tanto dentro del equipo de gobierno (que puede tener actores con intereses diferentes) como entre el equipo y sus superiores políticos o financieros. Abundan los ejemplos de participantes que fueron desautorizados por los gobiernos que ostensiblemente representaban o que operaban con finalidades ambiguas, comunicando a las partes negociadoras resultados muy diferentes según sus preferencias.

#### B. DEBATES CON INVERSIONISTAS INDIVIDUALES

La mayoría de las cuestiones planteadas en este capítulo se refieren sobre todo (aunque no en forma exclusiva) a los debates que se sostendrán con las diversas partes nacionales y extranjeras interesadas antes de que pueda establecerse algún tipo de programa de capitalización de la deuda. Sin embargo, se recuerda que incluso si un programa está basado en un sistema formal del tipo subasta, en que se estipulan normas claramente definidas, tendrá que haber algunas conversaciones --tal vez rutinarias-- con los inversionistas potenciales una vez que el programa está en marcha.

En éstas se tendrá que garantizar como mínimo que dicho inversionista:

1. obra de buena fe, lo que incluye tal vez alguna especie de calificación explícita o implícita de solvencia;
2. obtuvo la deuda que está convirtiendo de una manera legítima; y
3. ha cumplido con todos los requisitos que se le han impuesto.



En general, estos requisitos caen dentro de la categoría más amplia de la "debida diligencia", e interesa que ninguna de las partes los pase por alto.

Naturalmente que tanto la forma como la magnitud de estas negociaciones dependerán del tipo de programa que se aplique.

Por ejemplo, si el país ha establecido un programa formal que entraña algún procedimiento exhaustivo de precalificación, seguido de una subasta en que el inversionista está representado por una institución financiera local que ya ha establecido que la operación se halla en conformidad con las normas del programa, estas negociaciones finales equivaldrán a poco más que la ceremonia de la firma en que las únicas preguntas serán de consideración secundaria, como si todos los documentos deben firmarse en forma simultánea o si deben escalonarse y la operación hacerse efectiva sólo cuando se hayan cumplido ciertas condiciones o conjuntos de condiciones.

En algunos casos hay una "aprobación automática", en que se estima que la conversión ha sido aprobada en las condiciones presentadas si las autoridades pertinentes, habiendo sido informadas de la solicitud, no la han rechazado expresamente dentro de un cierto período. En los países en que hay oposición política a la capitalización de la deuda, este criterio tendría cierto mérito pues minimiza la necesidad de negociaciones directas y permite que ambas partes pasen relativamente desapercibidas.

Sin embargo, el grueso de los aspectos que pueden surgir en los debates --incluso después de un procedimiento de subasta-- serán más sustantivos, y será imperativo que el país receptor tenga una idea clara de cuáles son las pruebas que necesita para satisfacerse de que el inversionista potencial cumple con los criterios establecidos en el propio programa para aprobar su solicitud.

### C. ASISTENCIA TECNICA

Lo que tiene que tener claro de partida todo país que estudie la posibilidad de establecer un programa de capitalización de la deuda es que el proceso de construir un consenso o negociar un acuerdo es formidable, independientemente de que el consenso/acuerdo involucre:

- a las partes individuales en el seno de gobierno;
- a la relación entre el gobierno deudor y las organizaciones no gubernamentales presentes en el país;

- afinar los detalles de un programa con los acreedores;  
o
- finiquitar un determinado proyecto de capitalización de la deuda con un inversionista potencial.

En estas circunstancias se vuelve a insistir en la importancia de que el país deudor recurra a toda la ayuda que pueda en prepararse para los debates. En el caso de la mayoría de los países que estén contemplando establecer programas de capitalización de la deuda, eso significa casi con certeza un grado considerable de asistencia externa --ya sea de organizaciones multilaterales, bancos comerciales/de inversión o grupos consultores de especialistas.

Es evidente que la asistencia de las organizaciones multilaterales tiene (o debería tener) dos ventajas considerables:

- el costo; y
- el carácter relativamente "desinteresado" de su asesoramiento.

La primera consideración no es despreciable. Hoy, todos los bancos de inversión están deseosos de aumentar sus actividades a honorarios, y la competencia puede ser encarnizada --en particular cuando se supone que puede haber ingresos complementarios involucrados. No obstante, el gobierno que contrata como asesor a un banco de inversión tendrá que pagar en promedio unos 1 500 a 2 000 dólares por hombre/día-- y mucho más si insiste en la participación de altos funcionarios. El monto de los honorarios será cuando menos similar si (como es probablemente inevitable en cierta etapa) las autoridades tienen que buscar el asesoramiento de una firma especializada en derecho internacional o una empresa contable.

Es posible que un acuerdo de anticipo de honorarios pueda reducir este monto diario, pero es difícil imaginar cómo cualquier institución privada de importancia --con gastos generales muy elevados-- puede funcionar en forma realista con un honorario diario inferior a 1 500 dólares si su casa matriz está en América del Norte, Europa occidental o Japón. Puede haber alternativas más baratas en los propios países en desarrollo --por ejemplo, en países como Chile y Brasil que poseen considerable experiencia en la capitalización de la deuda. Esto es algo que debería considerarse ciertamente (y alentarse positivamente en el contexto del comercio de servicios sur-sur), pero también hay que tener en cuenta el aspecto de la credibilidad en el mercado internacional.

La segunda consideración es siempre un problema. Aunque las autoridades del país deudor estén bastante conformes con la objetividad del asesoramiento que se les presta, existe el peligro

de que otros actores puedan estimar que el asesoramiento está sesgado. Por cierto que este problema se acentúa en un país donde la capitalización de la deuda es políticamente polémica.<sup>156/</sup> En los países en que hay un consenso político frente a la inversión extranjera directa (es decir, donde se acepta la legitimidad de las conversiones de deuda) el problema es mucho menor.

No obstante, muchas instituciones privadas ofrecen este servicio de asesoramiento. Entre ellas figuran la mayoría de los principales bancos de inversión y comerciales, todas las grandes empresas internacionales de contabilidad y muchas grandes firmas jurídicas. También han aumentado en los últimos años las consultorías de especialistas para facilitar las capitalizaciones de deuda.

Para la mayoría de los países que contemplen establecer un programa de capitalización de la deuda en esta etapa, el recurso primordial deberían ser las organizaciones multilaterales --en primer lugar, el Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales, que ha acumulado conocimientos especializados en esta esfera y que está dispuesto a prestar asistencia práctica a los países miembros sobre una base caso por caso. La participación del Centro en las capitalizaciones de deuda es única entre las instituciones internacionales, y representa una fuente importante e imparcial de asesoramiento y asistencia.

El Sistema Económico Latinoamericano (SELA) ha trabajado en estrecha colaboración con el Centro en programas de capitalización de la deuda, y también ha realizado una fecunda labor interna y mediante consultores externos sobre las repercusiones de la conversión de deuda.

Además, las instituciones emanadas del acuerdo de Bretton Woods se están haciendo presentes en este campo. Por ejemplo, dentro del grupo del Banco Mundial, tanto el BIRF como la CFI cuentan ahora con divisiones encargadas directamente de este aspecto. La CFI se ha mostrado particularmente activa y, de hecho, ha reunido varios "paradigmas" relativos al establecimiento de fondos de conversión.<sup>157/</sup>

Sin embargo, cabe observar que si bien la asistencia del grupo del Banco Mundial se presta a honorarios inferiores a los comerciales, tampoco es "gratuita". Es posible que el Banco otorgue préstamos de asistencia técnica para evaluar un sistema de capitalización de deuda, pero habitualmente se tratará de un préstamo y no una donación. Asimismo, en la CFI, tanto el Grupo de Mercados de Capital como la División de Servicios Financieros a las Empresas están solicitando activamente servicios de asesoramiento de esta índole --pero sus honorarios, aunque no son comparables con los de la mayoría de los bancos de inversión, siguen siendo considerables.

Hasta ahora, la participación del FMI ha sido exclusivamente analítica. Sin embargo, esto puede variar dado el mayor papel que se le ha asignado en los paquetes de reducción de la deuda del "Plan Brady".

En general, los bancos regionales de desarrollo --especialmente el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Asiático de Desarrollo y el Banco Africano de Desarrollo-- ofrecen la misma especie de servicios que el grupo del Banco Mundial, y posiblemente a menor costo. Por ejemplo, el Banco Africano de Desarrollo patrocinó un seminario sobre programas de capitalización de la deuda en Abidján, en febrero de 1989, al que asistieron representantes de Cote d'Ivoire, Ghana, Kenya, Madagascar, Marruecos, Mozambique, Níger, Nigeria, Senegal, Tanzania y Zambia.

Respecto a los países calificados, no debe pasarse por alto la asistencia que puede obtenerse del Fondo Europeo de Desarrollo de la CEE, la Unión Francófona, la Mancomunidad Británica (Commonwealth) y los diversos programas de ayuda de cada país acreedor. Se reitera que el Centro sobre las Empresas Transnacionales es un buen lugar de comienzo para los países que desean evaluar qué clase de asistencia estaría disponible.

Por cierto que no cabe duda que un país deudor tiene que:

- valerse de tanta asistencia como sea accesible a un costo razonable; y
- utilizar dicha asistencia para sacar las conclusiones apropiadas de las experiencias de otros países.

Es probable que los problemas técnicos involucrados en el diseño, la negociación y el finiquito de un programa de capitalización de la deuda sean muy complicados y requieran una asistencia considerable, que podrían prestarla instituciones como el CET. Dichos problemas variarán, entre otras cosas, según las partes involucradas, el tipo y categoría de la deuda, y el tipo de conversión previsto. También es importante que el país deudor que contempla establecer un programa de capitalización de la deuda tenga presente la situación contable y reglamentaria de sus instituciones acreedoras, puesto que éste será uno de los determinantes principales de su disposición a convertir dichos créditos.<sup>158/</sup>

Esta guía ha indicado en términos generales la situación actual en constante evolución: incluso cambios aparentemente inocuos pueden tener un efecto desproporcionado.<sup>159/</sup> Los cambios pueden parecer incomprensibles arcanos, pero su efecto puede ser profundo. Lo que éstos ilustran es:

1. el carácter dinámico de las consideraciones jurídicas, reglamentarias y contables; y

2. la importancia de mantener una estrecha vigilancia de los acontecimientos en esas esferas --casi con seguridad con asistencia externa, puesto que los aspectos involucrados son muy técnicos.

Asimismo, esto puede exigir asistencia formal. Por ejemplo, si un país detecta que una parte importante de su deuda está en manos japonesas o alemanas, convendría que examinara cómo las entidades reguladoras japonesas y alemanas consideran las capitalizaciones de deuda y cómo obligan a sus instituciones acreedoras a responder por ellas.

## Capítulo VII

### CONSIDERACIONES FINALES

No puede haber fórmulas rígidas respecto a qué tipo de programa de capitalización de la deuda es apropiado, y bajo qué circunstancias, para un país determinado --o, en su defecto, si la senda de la conversión de la deuda es realmente la apropiada. Como lo ha señalado Asiedu-Akrofi, los programas de capitalización de la deuda tienen que considerarse como tentativas tanto por los países deudores como por los bancos acreedores de ponerle al mal tiempo buena cara.<sup>160/</sup> Por tanto, en el mejor de los casos son inevitablemente soluciones subóptimas de un problema casi insoluble, y en ningún sentido son "la solución".

No obstante, pueden desempeñar un papel muy efectivo en dos circunstancias:

- cuando el país en cuestión estima que sus perspectivas futuras de desarrollo están amenazadas por el mero volumen de la deuda externa en que (por la razón que sea) ha incurrido previamente; y/o
- cuando, por la razón que sea, el país no puede generar inversiones adecuadas a partir del ahorro interno o atraer inversiones adecuadas del exterior.

Aunque éstas no son las únicas circunstancias en que los programas de capitalización de la deuda pueden desempeñar una función positiva, interesa tanto conceptual como prácticamente que se tenga presente esta distinción. En otras circunstancias, los programas de capitalización de la deuda pueden ser un instrumento para reducir la deuda o un vehículo para generar inversión. En algunos casos, pueden darse las dos cosas. Pero, en casi todos los casos, predomina una u otra finalidad en la decisión de establecer dicho programa.

No resulta extraño que la mayoría de los gobiernos e instituciones acreedoras tiendan a considerar que los programas de capitalización de la deuda son sobre todo formas de reducir el endeudamiento.<sup>161/</sup> Sin embargo, en los países deudores la presión principal para establecer dichos programas ha sido la escasez de inversión externa o interna. Incluso en el caso chileno, por

ejemplo, donde ha habido una gran repercusión sobre el volumen de la deuda externa, la motivación inicial era facilitar el retorno al sector privado de las empresas que habían sido "intervenidas" durante los años setenta. En países como México, Jamaica y Filipinas, la orientación hacia la inversión es aún más notoria.

La razón principal de esta orientación es obvia --y no deben pasarla por alto los países interesados en establecer dichos programas. Aunque las consecuencias para su comercio y su posición internacional sean abrumadoras, un país deudor siempre tiene la opción de no servir su deuda externa; pero no tiene la opción de elegir el nivel de inversión, ya sea interna o externa.

Es obvio que hay sanciones muy serias que los bancos acreedores y sus autoridades normativas pueden aplicar (y aplican) a los deudores morosos, pero también es igualmente claro que esas sanciones son limitadas. Por ejemplo, desde el anuncio del denominado "Plan Brady", es un hecho bien sabido (aunque mal documentado) que muchos deudores latinoamericanos, si no la mayoría, han incurrido en serios atrasos en los pagos de intereses a los acreedores de la banca comercial. Con la excepción de Citicorp, que se incautó brevemente de depósitos comerciales de corto plazo ecuatorianos ascendentes a 80 millones de dólares para cubrir atrasos en los pagos de la deuda de mediano y largo plazo, los acreedores se han mostrado sorprendentemente pasivos --reconociendo en forma implícita que la decisión más o menos concertada de retener los pagos de intereses les da a los deudores cierta influencia sobre los acreedores.

Lamentablemente para los deudores, aunque es posible ejercer cierto control sobre la salida de fondos, es muy poco lo que pueden hacer directamente para influir en la entrada de los mismos --de ahí la atracción que ejercen los sistemas "indirectos", como los programas de capitalización de deuda o, en su defecto, cualquier forma de trato preferencial al inversionista extranjero.

Es más, el potencial de inversión financiado mediante la capitalización de la deuda está limitado sobre todo por la habilidad de los formuladores de políticas para conseguir nuevos partidarios, y vencer a la vez la aprehensión de los grupos con intereses establecidos. Las capitalizaciones de deuda no son una panacea, y su aplicación en gran escala podría plantear serias dificultades políticas en muchos países que buscan limitar la influencia de la inversión extranjera directa. En efecto, una de las razones del gran endeudamiento de la década de 1970 fue que el endeudamiento bancario se consideró preferible a permitir la entrada de grandes volúmenes de inversión extranjera directa.162/

Eso trae a colación otro aspecto que cabe destacar: en general, los programas de capitalización de la deuda deben considerarse como parte de una política más general en materia de inversión extranjera, y las diferencias presentes en los diversos

programas tienden también a reflejar las actitudes de aquellos países frente a la inversión extranjera.

Lo paradójico es que hay pocas pruebas de que un compromiso de largo plazo con la inversión extranjera sea una precondition necesaria para un programa exitoso de capitalización de la deuda. Naturalmente que Chile es el ejemplo que aducen los acreedores --y es verdad que en este caso el éxito del programa puede haber estado vinculado a la orientación más general del gobierno en pro de la inversión extranjera. Pero el caso de Argentina --que a menudo se ha considerado como extremadamente sospechosa de la inversión extranjera-- sugiere que también pueden obrar otros factores. Sin embargo, los programas de capitalización de la deuda funcionan dentro de un contexto amplio que refleja, en parte al menos, una orientación más general hacia la inversión extranjera.

Con todo, cabe destacar que el ejemplo argentino es importante ya que demuestra que un compromiso preexistente con la inversión extranjera no es una condición sine qua non para un programa exitoso de conversión de la deuda. La razón parece ser que en ciertas circunstancias la amenaza es más eficaz que la persuasión.

En otras palabras, en el caso de un país como Argentina la falta de toda alternativa (incluida la probabilidad de que la deuda nunca se vaya a servir a tiempo) ha obligado a los acreedores a considerar la utilización de un programa de capitalización de la deuda como la opción de política "menos mala" que se les ofrece --una que mantiene abierta por lo menos la posibilidad de que no tendrán que aceptar la gran cancelación de sus compromisos en Argentina que tanto quisieran evitar.

Esto reviste importancia, pues se contrapone a tanto pensamiento ilustrado en los países acreedores. Los hechos sugieren que los acreedores --que no son agentes completamente libres-- responden al menos tan bien al temor de tener que asumir una cancelación que no pueden permitirse, como a la posibilidad de obtener utilidades a más largo plazo. Por cierto que también responden al clima general de inversión y a las oportunidades de hacer negocios: mientras más atractivas sean, menos necesidad habrá de incentivos suplementarios.

Naturalmente que la cuestión de tener que evitar una cancelación es válida más que nada para los inversionistas que también son acreedores directos, es decir, los banqueros. No lo es tanto cuando el inversionista es una empresa transnacional que puede tener muchas maneras de invertir. En esos casos, los programas más exitosos parecen haber sido aquellos en que los inversionistas potenciales advierten una oportunidad inmediata de mercado --por ejemplo, en México, donde las empresas transnacionales vieron una oportunidad barata de efectuar el montaje de productos de los mercados estadounidense y latinoamericano.



Es evidente que esto coloca a los países deudores pequeños en cierta desventaja:

- En general, carecen de la influencia que tienen los grandes deudores en las instituciones acreedoras --algo que ilustra muy bien el trato dado al Ecuador por Citicorp, cosa que habría sido mucho menos probable en el caso de Brasil o México. En la mayoría de esos casos, si bien el endeudamiento puede ser un problema serio para los propios deudores, no lo es tanto para los bancos.163/
- Con la notable excepción del acceso preferencial al mercado estadounidense que otorga la Iniciativa de la Cuenca del Caribe, hay pocos países deudores pequeños que pueden ofrecer a las empresas transnacionales ya sea un mercado interno importante o el acceso a un mercado regional más grande. Cabe inferir legítimamente que ésta es la razón principal del éxito encontrado del programa jamaquino de capitalización de la deuda hasta la fecha.164/

Estas explicaciones sugieren que, según lo señalado por Basile, la capitalización ideal de la deuda es aquella en que se movilice la inversión extranjera incremental hacia el sector exportador y se establezcan oportunidades para adquirir propiedad local.165/ Esas condiciones podrían cumplirse en el contexto de reformas globales de política para mejorar el clima de inversión del país deudor. Además, la adopción de reformas orientadas al mercado dentro de zonas limitadas podría reforzar las iniciativas a la vez que minimizar la oposición política.

A las capitalizaciones de deuda les queda mucho camino por recorrer, incluso para contrarrestar la creación de nuevas deudas, pero no cabe duda que esta actividad ha cobrado un gran impulso inicial: aunque las restricciones políticas, monetarias, económicas y de otra índole limitan claramente el ámbito de las conversiones de deuda, un número creciente de países endeudados está adoptando diversas formas de esta innovación.166/ Las oportunidades del uso concertado de las capitalizaciones de deuda van en aumento a medida que estos países presentan una mayor disposición a eliminar las restricciones a la inversión extranjera.

Con todo, la senda de la capitalización de la deuda puede ser la correcta, incluso para los deudores pequeños. El éxito de un programa de capitalización de la deuda estriba en su simplicidad, transparencia, continuidad y un marco legal creíble y confiable. Es más fácil endurecer las normas que comenzaron siendo flexibles que tratar de flexibilizarlas si la rigidez inicial de un programa desvaneció el interés del inversionista potencial.

El establecimiento de un programa de capitalización de la deuda es un paso serio que no debe tomarse sin considerable reflexión --y que exige toda la asistencia externa que un gobierno deudor pueda encontrar o permitirse. En ese aspecto, el Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales está dispuesto a desempeñar su parte.

Notas

- 1/ Lawrence C. Berney, "Debt-equity swaps in developing countries: toward a workable system", Boston College Third World Law Journal, vol. IX, N° 1, 1989.
- 2/ Patrick Clawson, "Debt-equity swaps: is this financing mechanism an opportunity or a trap?", Directors and Boards, vol. 11, N° 4, 1987.
- 3/ Michael Shepherd y Edwin H. Clock, "Regulatory aspects of developing nation debt-equity swaps", Fordham International Law Journal, vol. 12, N° 1, 1988.
- 4/ Melissa Wanamaker, "No easy path for debt-equity swaps", Euromoney, Debt Management Supplement, septiembre de 1988.
- 5/ Antoine Basile, "The role of debt-equity conversions in attracting FDI", The CTC Reporter, N° 28, 1989.
- 6/ Joseph Ganitsky y Gerardo Lema, "Foreign investment through debt-equity swaps", Sloan Management Review, vol. 29, N° 2, 1988.
- 7/ Michael Mortimore, "Debt-Equity Conversion Programmes: Guidelines for Debtors", documento del CET presentado al Taller sobre Negociaciones con los Bancos Transnacionales, celebrado en Chiangmai, Tailandia, 13 y 14 de febrero de 1989.
- 8/ David L. Roberts y Eli M. Remolona, "Debt swaps: A technique in developing country finance", Finance for Developing Countries, Debs, A. Richard, Roberts y Remolona, Grupo de los Treinta, Londres y Nueva York, 1987.
- 9/ "Debt-equity swaps: how to tap an emerging market", Business International, Nueva York, 1987. Asimismo, Business International señala que algunas conversiones de deuda son motivadas por consideraciones tributarias, en particular cuando la deuda de los países menos desarrollados entraña ciertos créditos tributarios para la institución tenedora.
- 10/ Una categoría diferente de intercambio de deuda, que no analizan en detalle Roberts y Remolona, serían las conversiones de deuda en bonos, tales como las opciones de bonos de salida disponibles para los acreedores de Argentina y Brasil.
- 11/ Andrew Hilton, "Debt-equity swaps: costs, benefits and prospects", Financial Times Business Information, Londres, 1988.
- 12/ "Debt-equity swaps: how to tap an emerging market", Business International, Nueva York, 1987; y Guide to Debt-Equity Swaps, S.M. Rubin (ed.), Special Report N° 1104, Londres, The Economist Publication, 1987.
- 13/ Adaptado de un estudio de caso empresarial: "The Chrysler Experience", por Frank Fountain, Vicetesorero, Chrysler Corporation, documento presentado en la Conferencia sobre capitalización de la deuda patrocinada por "Euromoney", Londres, 30 de junio y 1 de julio de 1987.
- 14/ Euromoney, Debt Management Supplement, septiembre de 1988.
- 15/ Ronald W. Masulis, The Debt-Equity Choice, Cambridge, Mass., Ballinger Publications Company, 1988.
- 16/ Jay H. Newman, "Trends in the market for developing country and debt-equity conversion", Guide to Debt-Equity Swaps,

Steven Rubin (ed.), The Economist Publication, Londres, 1987. Hay evidencias de que incluso a mediados de la década de 1960 las operaciones de capitalización de la deuda se realizaban en Brasil sobre una base ad hoc.

17/ Michael Blackwell y Simon Nocera, Debt-Equity Swaps (WP/88/15), documento de trabajo del FMI, febrero de 1988.

18/ Ibid.

19/ Rolf Schinke, Debt-Equity Swaps Investment and Creditworthiness: the Chilean Example, Diskussionsbeiträge, N° 43, Universidad de Göttingen, Ibero - Amerika Institut für Wirtschaftsforschung, 1987.

20/ Banco Central de Chile, Boletín Mensual, varios números, 1989.

21/ Gavin Shreeve, "Mexico: the final programme?", The Banker (UK), vol. 138, N° 750, agosto de 1988.

22/ Como se verá más adelante la hoja de plazos y condiciones del acuerdo en principio suscrito en 1989 entre México y sus bancos acreedores contempla el restablecimiento de un programa de capitalización de la deuda por un monto superior a los mil millones de dólares anuales durante tres años.

23/ Natividad B. Kwan, "Philippines: converting debt to equity in Philippine enterprises", East Asian Executive Reports, vol. 10, N° 3, marzo de 1988.

24/ James Otis Rodner, "Venezuelan debt-equity swap programme", International Financial Law Review (UK), vol. 6, N° 7, julio de 1987.

25/ Durval de Noranha Goyos, Jr., "Brazilian debt-equity swaps: an overview", International Financial Law Review (UK), vol. 8, N° 2, febrero de 1989.

26/ Tim Coone, "Argentina: waiting for the green light", Euromoney, Global Debt Supplement, enero de 1988.

27/ John Williamson, Voluntary Approaches to Debt Relief, serie Policy Analysis in International Economics, N° 25, Washington, D.C., Institute for International Economics, septiembre de 1988.

28/ Franco Modigliani y Rudiger Dornbusch, "Easing the Mexican interest burden", Wall Street Journal, 3 de enero de 1989.

29/ Nicholas F. Brady, "Dealing with the international debt crisis", Department of State Bulletin, mayo de 1989.

30/ Primer Ministro Alva Castro, citado en International Trade Finance, 14 de enero de 1987.

31/ Trade Finance, Euromoney Publications, febrero de 1988.

32/ Deborah Burand, "Doing it naturally: the greening of international finance", International Financial Law Review, septiembre de 1989.

33/ La deuda sudanesa se transaba entonces a una cifra ínfima que variaba entre 2 y 5 centavos de dólar en el mercado secundario.

34/ Al parecer, los argumentos contrarios a los intercambios de deuda por preservación de recursos naturales son: que aceptan la validez de toda la deuda del Tercer Mundo; que pueden socavar la soberanía nacional del país receptor; y que son una forma nueva y peligrosa de condicionalidad. Hay indicios de que la

aceptabilidad de los sistemas de intercambio de deuda por preservación de los recursos naturales aumenta gradualmente.

35/ Andrew Hilton, op. cit.

36/ Richard Evans, "Secondary markets: anomalous but profitable", Euromoney, Global Debt Supplement, enero de 1988.

37/ Douglas Bartholemew, "No time for new toys", Euromoney, septiembre de 1988.

38/ La medida en que las transacciones del mercado secundario están impulsadas por la capitalización de la deuda es objeto de un encendido debate. Blackwell y Nocera (op. cit.), por ejemplo, reiteran lo que es casi con toda probabilidad una gran exageración --que tal vez el 60% o más de las transacciones (en el mercado secundario) forman parte de una cadena que conduce en definitiva a la capitalización de la deuda en manos de los bancos comerciales. De hecho, la proporción es quizá bastante menor, en particular a medida que más y más bancos comienzan a considerar la transacción de las carteras de deuda de los países menos desarrollados como un fin en sí mismo.

39/ Citado en Andrew Hilton, op. cit.

40/ Martin Schubert, "A Critical Appraisal of the Changing Secondary Market for Discounted Third World Debt", alocución pronunciada en la Debt-Equity Swap Market Conference, Nueva York, octubre de 1987.

41/ Ibid.

42/ Resulta significativo, por ejemplo, que en septiembre de 1988 el Libra Bank --un actor importante, pero no predominante, en el mercado secundario de la deuda-- afirmara que había gestionado conversiones ascendentes a 2 240 millones de dólares en el primer semestre de 1988. El NMB --un actor mucho más importante en el mercado-- ha estimado que el volumen total ascendería a los 15 mil millones de dólares en 1987, cifra que en 1988 experimentó sin lugar a dudas un alza considerable.

43/ Thomas Lys y Konduru Sivaramakrishnam, "Earnings expectations and capital restructuring: the case of equity-for-debt swaps", Journal of Accounting Research, vol. 26, N° 2, 1988.

44/ Elhanan Helpman, "The simple analytics of debt equity swaps", American Economic Review, vol. 79, N° 3, junio de 1989. Véase también Vinang R. Errunza y Arthur F. Moreau, "Debt-equity swaps under a rational expectations equilibrium", Journal of Finance, vol. 44, N° 3, julio de 1989.

45/ Nótese que este fenómeno no se reprodujo cuando, a fines de año, el Bank of Boston indujo a un grupo de bancos regionales estadounidenses a aumentar a 60% sus reservas para pérdidas por préstamos.

46/ Ollard, "The debt swappers", Euromoney, agosto de 1986.

47/ Nótese que en el caso importante de Brasil, las bolsas locales (que son el locus donde se realizan las subastas mensuales regulares de la deuda) también desempeñan un papel destacado. Sin embargo, esto refleja lo desusadamente complejos que son los mercados de capital brasileños en relación con los de los países más endeudados.

48/ Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales, El comportamiento de los bancos transnacionales y la crisis internacional de endeudamiento, serie Estudios e Informes de la CEPAL, N° 76 (LC/G.1553/Rev.1-P), Santiago de Chile, 1989. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.89.II.G.12.

49/ Michael Mortimore, "Conductas de los bancos acreedores de América Latina", Revista de la CEPAL (LC/G.1547-P), Santiago de Chile, abril de 1989.

50/ El comportamiento de los bancos transnacionales y la crisis internacional de endeudamiento.

51/ Latin Finance Data Bank, noviembre de 1988.

52/ Richard Evans, "Commercial banks: bankers proceed cautiously with debt-equity strategy", Euromoney, Global Debt Supplement, enero de 1988.

53/ Richard Evans, "Corporates: a side-door into equity investment: debt conversion regulations", Euromoney, Global Debt Supplement, enero de 1988.

54/ Blackwell y Nocera, op. cit.

55/ Laurence Clarke, "Debt Conversion Schemes: Opportunities and Challenges for International Financial Institutions", documento presentado a la Philippine Investment Conference, noviembre de 1987.

56/ Estos incluyen Argentina, Brasil, Chile, Grecia, India, Jordania, Corea, Malasia, Taiwán, Tailandia y Zimbabwe.

57/ Clarke, op. cit.

58/ Ibid.

59/ Lo más probable es que se trate de un honorario fijo, puesto que el 2% del valor de mercado no ofrecería incentivos para que el banco pagara lo menos posible por la deuda que compra. En todo caso la cifra de 2% sería una estimación equitativa de los honorarios, ya que la deuda tendría que reunirse de varias fuentes.

60/ En algunos casos, cabría señalar también que los programas parecen haber sido establecidos sin mucha (o ninguna) referencia a las sutilezas de la documentación legal.

61/ Antoine Basile, "The role of debt-equity conversions in attracting FDI", op. cit.

62/ Ibid.

63/ Michael Blackwell y Simon Nocera: "El impacto de la conversión de deuda en capital", Finanzas y Desarrollo, vol. 25, N° 2, junio de 1988; y Andrew Marton, "Government finance: the debate over debt-for-equity swaps", Institutional Investor, febrero de 1987.

64/ Michael Mortimore, "Debt-Equity Conversion Programmes: ...", op. cit.

65/ CET, documento de referencia inédito.

66/ Business International, op. cit.

67/ Antoine Basile, "The role of debt equity conversions in attracting FDI", op. cit.

68/ Jacques de Mandat-Grancey, "Debt equity swaps: a force for growth", Asian Finance (Hong Kong), vol. 14, N° 12, diciembre de 1988.

69/ Thomas A. Layman y Timothy F. Kearney, "Debt for equity: a solution to the least developed country debt crisis", Journal of Commercial Bank Lending, vol. 70, N°s 5 y 6, enero y febrero de 1988.

70/ Dennis Holden, "Debt equity swaps", United States Banker, vol. 97, N° 10, octubre de 1986.

71/ Antoine Basile, "Role of debt-equity conversions in privatization and deregulation processes", Privatization and Deregulation in Global Perspectives, Dennis Gayle y Jonathan Goodrich (eds.), Greenwood Press (en prensa).

72/ Blackwell y Nocera, op. cit.

73/ Joel Bergsman y Edisis Wayne, "Debt-Equity Swaps and Foreign Direct Investment in Latin America", documento para discusión de la CFI, N° 2, Banco Mundial, 1988.

74/ Antoine Basile, "The role of debt-equity conversions in attracting FDI", op. cit.

75/ Roberts y Remolona, op. cit.

76/ Antoine Basile, "The role of debt-equity conversions in attracting FDI", op. cit.

77/ Roberts y Remolona, op. cit.

78/ Antoine Basile, "The role of debt-equity conversions in attracting FDI", op. cit.

79/ "Why the Mexicans are cautious about swaps", Euromoney, Global Debt Supplement, enero de 1988.

80/ Blackwell y Nocera, op. cit. Sin embargo, no todos concordarían con esta conclusión. En efecto, otros han sostenido que el impacto inflacionario es menor cuando la deuda del sector público se reduce como parte de un programa oficial de privatización.

81/ "Third-World debt: at the discount store", The Economist, vol. 306, N° 7541, 12 de marzo de 1988.

82/ Gregory J. Millman, "Bad debt for good equity", Management Review, vol. 77, N° 10, octubre de 1988.

83/ Decisión N° 1034 (60/27), tomada el 1 de junio de 1960; Selected Decisions of the International Monetary Fund, décimo-cuarta edición, 1989.

84/ Ibid.

85/ Decisión 144 (52/52), tomada el 14 de agosto de 1952. Selected Decisions of the International Monetary Fund, décimo-cuarta edición, 1989.

86/ Antoine Basile, "The role of debt-equity conversions in attracting FDI", op. cit.

87/ Antoine Basile, "Financial policies, economic regimes and the regulatory framework in free economic zones", Zones of Joint Entrepreneurship in Centrally Planned Economies, publicación del CET en prensa.

88/ Richard M. Hammer y William D. Rohrer, "United States banks handcuffed on least developed countries' swaps", ABA Banking Journal, vol. 79, N° 9, septiembre de 1989.

89/ George M. Salem y Steven A. Gavios, "Accounting for Debt-Equity Swaps", Prudential-Bache Securities, diciembre de 1987.

90/ Antoine Basile, "The role of debt-equity conversions in attracting FDI", op. cit. Véase también Javier H. Rubinstein, "The Federal Reserve Board's 'liberalization' of restrictions on least developed countries' debt equity swaps", Law and Policy in International Business, vol. 20, N° 1, 1988.

91/ Blackwell y Nocera, "El impacto de la conversión de deuda en capital", op. cit.

92/ Estas son la Junta de la Reserva Federal, la Corporación Federal de Seguros a los Depósitos, la Oficina del Contralor Monetario, el Instituto Americano de Contadores Públicos Diplomados y el Servicio de Impuestos Internos.

93/ Michel H. Bouchet y Jonathan Hay, "Overview of Banking Regulations in OECD Countries and the Potential Accounting and Fiscal Obstacles to Negotiated Market-Based Debt Restructurings, Banco Mundial, Washington, D.C., 1987.

94/ Andrew Quale, Jr., "New approaches to less developed countries debt reduction and disposition: United States legal and accounting considerations", The International Lawyer, vol. 23, N° 3, 1989.

95/ Graig M. Tighe, "Bank Holding Company Act limits on debt-equity swaps", Commercial Lending Review, vol. 4, N° 3, 1989.

96/ El criterio que se utiliza es el de si un país ha reprogramado su deuda externa desde 1980.

97/ Peter Rountree, "Broadening the scope of Regulation K", International Financial Law Review (UK), vol. 7, N° 7, julio de 1988.

98/ Esta podría ser una consideración importante para los países pequeños que piensan establecer programas de capitalización de la deuda. Asimismo, les impide a los bancos participar mediante conversiones en los programas de privatización de países como Canadá y Francia.

99/ Esta, por ejemplo, fue una de las críticas principales formuladas por The New York Clearing House en una carta dirigida a la Reserva Federal, de fecha 30 de septiembre de 1987.

100/ David Spencer, "Regulation K allows 100 per cent ownership", International Financial Law Review, vol. 6, N° 10, octubre de 1987.

101/ Accounting Standards Executive Committee of the American Institute of Certified Public Accountants, Practice Bulletin, N° 4, mayo de 1988.

102/ Blackwell y Nocera, op. cit.; Martin Schubert, "A Critical Appraisal of the Changing Secondary Market for Discounted Third World Debt", Debt-Equity Swap Market Conference, Nueva York, octubre de 1987.

103/ Christopher Goltscho, "Debt equity swap financing of Third World investments: will the IRS hinder United States swappers?", Virginia Tax Review, vol. 8, N° 1, 1988.

104/ Bouchet y Hay, op. cit.

105/ Ibid.

106/ Blackwell y Nocera, op. cit.

107/ Sin embargo, a fines de 1989 J.P. Morgan y varios otros bancos de los grandes centros financieros estadounidenses elevaron



abruptamente sus propias reservas a niveles iguales o superiores a los vigentes en Europa.

108/ Para una perspectiva general, véase Carsten Thomas Ebenroth, "The changing legal framework for resolving the debt crisis: a European's perspective", The International Lawyer, vol. 23, N° 3, 1989.

109/ Bouchet y Hay, op. cit.

110/ Michael Mortimore, "Debt-Equity Conversion Programmes: ...", op. cit., capítulo III.

111/ Ibid.

112/ Ibid.

113/ No deja de ser curioso que el margen entre el precio de la deuda convertible y el precio de la deuda no convertible en el mercado secundario sea habitualmente muy estrecho tal vez no más de 1 o 2%.

114/ Nico Del Castillo, "Debt-equity swaps", Tax Adviser, vol. 19, N° 4, abril de 1988.

115/ Respecto a los principales programas latinoamericanos, véase Rosemary Werrett, "Guide to debt-equity swapping in key Latin American countries", Latin American Information, julio de 1987; Brian Hannon y Scott Gould, "Debt-equity swaps help America out of its debt dilemma", Business America, vol. 10, N° 2, Washington, D.C., 19 de enero de 1987.

116/ El análisis siguiente de los programas de capitalización de la deuda de México, Brasil, Chile, Filipinas y Argentina fue extraído de Michael Mortimore, "Debt-Equity Conversion Programmes: ...", op. cit.

117/ Jaime Serra Puche, "Fomento industrial, comercio internacional e inversión extranjera", El Mercado de Valores, N° 3, febrero de 1989 y Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras, Informe 1982-1987, México, D.F., 1988.

118/ "Lineamientos preliminares para un posible programa en Brasil", Los programas de capitalización de la deuda externa en América Latina, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Venezuela, 1987 y Steven M. Rubin (ed.), Guide to Debt Equity Swaps, op. cit.

119/ "Brazilian debt swaps: on yer bicycle, creditor", The Economist, vol. 307, N° 7545, 9 de abril de 1988, y Pedro Bodin de Moraes (consultor), Foreign Banks in the Brazilian Economy in the 1980s (LC/L.547), Santiago de Chile, CEPAL, 31 de diciembre de 1989.

120/ C.E. de Freitas, "Conversión de la deuda externa en inversiones directas - experiencia brasileira", 29 de noviembre de 1988, mimeo.

121/ R. Ffrench-Davies, "Conversión de pagarés de la deuda externa en Chile", Colección Estudios CIEPLAN, N° 22, diciembre de 1987.

122/ Según Jorge Desormeaux, la norma tácita del Banco Central para autorizar los proyectos de inversión con arreglo al Capítulo XIX es que sean proyectos que tengan un efecto positivo sobre el balance de pagos, contribuyan a resolver el endeudamiento excesivo de las empresas privadas nacionales, representen adicionalidad

debido al descuento involucrado y no generen competencia en la subasta de activos nacionales o la asignación de contratos de servicios. Véase La inversión extranjera y su rol en el desarrollo de Chile, documento de trabajo, N° 119, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago de Chile, julio de 1989.

123/ Tanto Nueva Zelanda como Chile producen Pinus Radiata, una fuente de materiales de construcción y de celulosa de rápido crecimiento y baja calidad. Los productores chilenos venían aumentando su participación en el mercado internacional mediante la competencia de precios y menos consideraciones respecto a calidad. En vez de iniciar una guerra de precios que beneficiara a los compradores de celulosa, varios productores neozelandeses (Carter Holt Harvey, Fletcher Challenge y uno más pequeño) adquirieron activos en la industria chilena a fin de competir en precios y poner en vigor sus normas de calidad. Para más detalles, véase "si no puedes vencerlos ...", América Economía, N° 12, 1988 y "Chile enjoys Kiwi fruit", Euromoney, Global Debt Supplement, enero de 1988.

124/ "Chilean banks recover and diversify", Euromoney, marzo de 1988.

125/ "Chile: foreigners find favour and incentives", Euromoney, Global Debt Supplement, enero de 1988.

126/ Enrique Errázuriz, Capitalización de la deuda externa y desnacionalización de la economía chilena, documento de trabajo N° 57, Programa de la Economía del Trabajo (PET), Santiago de Chile, agosto de 1987.

127/ "Have debt will travel", Euromoney, Special Supplement, septiembre de 1987.

128/ Banco Central de la República Argentina, Memoria Anual 1986, Buenos Aires 1987 y E. Calcagno, "Los bancos transnacionales y el endeudamiento externo en la Argentina", Cuadernos de la CEPAL, N° 56 (LC/G.1483-P), Santiago de Chile, noviembre de 1987. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.87.II.G.13.

129/ "Argentina discovers the bail-out", Euromoney, septiembre de 1988.

130/ "How firms use swaps to prepay onlending loans and capitalize in Argentina", Business Latin America, 9 de enero de 1989.

131/ "Argentina broadens rules covering debt swaps but suspends onlending", Business Latin America, 6 de junio de 1988.

132/ "Argentina announces new, more flexible rules for debt-equity deals", Business Latin America, 26 de octubre de 1987.

133/ El Fondo Mundial para la Naturaleza aportó el equivalente a 2 millones de dólares en pesos filipinos a la fundación Haribon que mediante sus programas de conservación y educación trata de limitar la extracción de madera dura tropical. Véase "Philippines: a Brazilian tale", The Economist, vol. 310, N° 7590, 18 de febrero de 1989.

134/ N.G. Dytianguin e I.T. Sicat, "Debt to equity conversion: the Philippine experience", CB Review, vol. XI, N° 10, octubre de 1988.

135/ Véase E. del Fonso, Subsecretario del Ministerio de Hacienda, "The Privatization Programme in the Philippines", que según las transcripciones de la Conferencia Filipina de Inversiones, 12 y 13 de noviembre de 1987, señala además que las empresas de propiedad estatal tenían un valor de libros colectivo equivalente al cuádruple de la capitalización de mercado de todos los valores registrados en la bolsa local; empleaba a uno de cada nueve empleados al servicio del gobierno; absorbía casi la mitad de la deuda externa del país y gastaba un quinto del presupuesto del gobierno y un sexto de la inversión bruta interna. Todo lo que podían aportar a cambio era un mero 2% del valor agregado. El déficit combinado superaba el déficit presupuestario del gobierno nacional, lo que equivale a decir que sin el déficit de las empresas, el gobierno habría operado con un excedente.

136/ J. Fernández, Gobernador, Central Bank of the Philippines, "Economic Policies in Support of Private Investments", transcripciones de la Conferencia Filipina de Inversiones, 12 y 13 de noviembre de 1987.

137/ Esto obedeció en parte al compromiso del gobierno de contener el crecimiento de la oferta monetaria, como parte de un programa antiinflacionario acordado con el FMI.

138/ Financial Times, 29 de junio de 1988.

139/ Imogen Mark, "The aggressive lame duck", y Peter Nares, "Colombia's investors sleep soundly", Euromoney, marzo de 1989.

140/ Sin embargo, a mediados de 1987, el gobierno anunció el Decreto 1265, una de cuyas disposiciones permite a los extranjeros capitalizar activos nacionales a cambio de cancelar deudas intraempresas.

141/ Roberto Picado Hidalgo y Eduardo Lizano Fait, "Conversión de deuda externa; el caso de Costa Rica", Banco Central de Costa Rica, San José, 1987.

142/ Business International, op. cit. Véase también John Whitelaw, "Ecuador stall on equity swaps", Euromoney, enero de 1987.

143/ Business International, op. cit.

144/ H.I. Alile, "Debt Equity Conversion: Issues for Nigeria", en el Taller CET/SELA sobre capitalización de la deuda, Caracas, abril de 1988.

145/ Swiss Bank Corporation, Economic and Financial Prospects, febrero/marzo de 1989.

146/ Brian C. Hannon, "Uruguay's investment outlook has improved dramatically with new free trade zone law and attractive debt-equity swap programme", Business America, vol. 109, N° 10, mayo de 1988.

147/ Richard Evans, "Venezuela: plan may now be made to work" Euromoney, Global Debt Supplement, enero de 1988.

148/ Trade Finance, Euromoney Publication, julio de 1989 y Antoine Basile: "Les nouvelles formes d'investissements", Revue d'économie politique, N° 3, París 1985.

149/ Antoine Basile, "Financial policies, economic regimes and the regulatory framework in free economic zones", Zones of joint entrepreneurship in centrally planned economies, op. cit.

150/ Michael Mortimore, "Debt-Equity Conversion Programmes: Programmes: ...", op. cit.

151/ Stephen M. Wallenstein y James R. Silkenat, "Investment funds and debt-equity swaps: broadening the pace of a new financial tool", Fordham International Law Journal, vol. 12, N° 1, 1988.

152/ Antoine Basile, "The role of debt-equity conversions in attracting FDI", op. cit.

153/ Karl M. Meessen, "Back to the market: the debt problem in legal perspective", Fordham International Law Journal, vol. 12, N° 1, 1988 y Buccheil, "Converting sovereign debt into equity investments", International Financial Law Review, septiembre de 1986.

154/ Nótese que cuando un programa entraña un procedimiento formal de subasta, con normas claramente enunciadas, se limita el ámbito de negociación con cada inversionista potencial. Sin embargo, aun en el caso de programas muy formalizados (como el modelo chileno), hay siempre cierto "culebreo", lo que significa que no pueden evitarse las negociaciones serias con los inversionistas potenciales acogidos al capítulo XIX.

155/ El paralelo con el otorgamiento de préstamos bancarios a los PMD salta a la vista. Se ha señalado con frecuencia que a los funcionarios bancarios de la década de 1970 se les juzgaba por el volumen de préstamos que otorgaban, y no por su calidad. Los triunfadores eran ascendidos y trasladados por lo que no tenían que ocuparse de los resultados de su prodigalidad.

156/ Richard Weinert, "Swapping Third World debt", Foreign Policy, N° 65, 1986-1987.

157/ Lawrence Clarke, "Debt equity conversion programmes: Paradigms and experiences of international financial institutions", y "Debt conversion schemes: Opportunities and challenges for international financial institutions", documentos presentados a la Conferencia Filipina de Inversiones, noviembre de 1987.

158/ Martin Schubert, "Trading debt for equity", Banker (UK), vol. 137, N° 732, febrero de 1987.

159/ En mayo de 1989, por ejemplo, el Servicio de Impuestos Internos emitió una notificación estipulando que cada banco estadounidense tenía que prorratear en libros sus pérdidas por préstamos entre los ingresos provenientes de Estados Unidos y los del exterior conforme a la proporción entre los activos en el exterior y los activos totales. Como al parecer las pérdidas por préstamos en el exterior están vinculadas a los ingresos del exterior de una manera estrictamente proporcional, esta disposición reduciría notoriamente los créditos tributarios que el banco podría utilizar como resultado de pagar impuestos en el exterior por sus ingresos en el exterior. Esto significa que de mantenerse esta disposición los bancos estadounidenses tendrán facultades limitadas para asignar las pérdidas por préstamos a los ingresos provenientes de Estados Unidos, y por ende, también las tendrán para utilizar mayores créditos tributarios del exterior --todo lo cual podría disuadirlos de participar en sistemas de reducción de la deuda. Véase Andrew Quale, "Least Developed Country Debt Reduction Techniques: Debt-Equity and Debt Collateralisation Transactions.

Legal and Accounting Implications for United States Banks", documento presentado al Centre for Commercial Law Studies, Queen Mary College, University of London, julio de 1989.

160/ Derek Asiedu-Akrofi, "A Comparative Analysis of Debt Equity Swap Programmes in Five Major Debtor Countries", Hastings International and Comparative Law Review, vol. 12, N° 3, 1989.

161/ Morris B. Goldam (ed.) "Debt-Equity conversion: a Strategy for Easing Third World Debt", Heritage Foundation, 1987.

162/ Uwe Corsepius, Peter Nunenkamp and Rainer Schweickert, Debt Versus Equity Finance in Developing Countries, Institute of World Economics, University of Kiel, Boulder, Colorado Westview Press, 1989.

163/ Otra interpretación (basada en parte en las experiencias de Costa Rica y Bolivia) es que los acreedores podrían estar dispuestos a experimentar con formas innovadoras de alivio de la deuda en el caso de sumas pendientes relativamente menores.

164/ Nótese, sin embargo, el acceso preferencial al mercado de la CEE que tienen los deudores ACP por intermedio del programa de Lomé de la Comunidad.

165/ Antoine Basile, "The role of debt-equity conversions in attracting FDI", op. cit.

166/ Andre Calame, "Least developed country debt conversions: a survey", Economic and Financial Prospects, N° 1, Swiss Bank Corporation, febrero-marzo de 1989.

APENDICE

## CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA EN CAPITAL \*

El propósito de este artículo es ofrecer ciertas normas de orientación y mostrar experiencias en un campo que se ha caracterizado por una gran dosis de complejidad y confusión. Numerosas publicaciones económicas han esgrimido argumentos en favor de los programas de conversión de la deuda en capital, o capitalización de la deuda, generalmente desde una perspectiva macroeconómica simplificada y ortodoxa, que los justifica desde el punto de vista de la posibilidad de un doble beneficio: reducir la deuda externa existente (y por lo tanto su servicio futuro) y aumentar la inversión (y por lo tanto el crecimiento futuro) en los países en desarrollo que encaran el problema de la deuda. En este sentido, se sostiene a menudo que los programas de conversión de la deuda prometen matar dos pájaros de un tiro.

En este artículo se acepta que vale la pena luchar por estos dos posibles beneficios, pero se usa una perspectiva más amplia para intentar determinar a qué costo y en qué circunstancias puede obtener esos beneficios el país que pone en práctica este mecanismo. Un análisis de la experiencia de los principales países deudores que han llevado a cabo programas de conversión de la deuda en capital, haciendo hincapié en los aspectos centrales de cada programa más bien que en el sinnúmero de variados detalles, permite extraer algunas conclusiones importantes.

\* Este artículo fue preparado por Michael Mortimore para la Revista de la CEPAL No. 44, (LC/G.1667-P), Santiago, Chile, agosto de 1991.

## I

## EL AMBITO DE LA CONVERSION DE LA DEUDA EN CAPITAL

La conversión de la deuda en capital no ocurre en un vacío y no se la debe analizar en un vacío; más bien, debe examinarse en el ámbito de la crisis internacional de endeudamiento y, particularmente, el comportamiento de los bancos transnacionales (Mortimore, 1989 y CET, 1991). La conversión de la deuda en capital representa un mecanismo que es parte de un conjunto de alternativas para la conversión de la deuda (Business International Corporation, 1987 y 1988, y The Economist, 1987). Hasta la fecha, ha sido el mecanismo más importante desde el punto de vista del volumen de la deuda convertida, y ha cobrado especial vigor durante el período 1987-1990.

La conversión de la deuda se tornó fundamental cuando se hizo evidente para los deudores, las instituciones multilaterales, los gobiernos acreedores y, principalmente, los bancos transnacionales, que la fase de ajuste forzoso ante la crisis de endeudamiento no producía los efectos previstos. Los deficientes resultados derivados de la segunda fase del tratamiento de la crisis, conocida como el Plan Baker o la fase de ajuste con crecimiento, crearon graves fisuras en el bloque de acreedores, entre las instituciones multilaterales y los bancos transnacionales, entre ciertos gobiernos acreedores y los bancos transnacionales, y entre diferentes categorías y nacionalidades de bancos transnacionales. En este ámbito cabe señalar que la iniciativa Brady legitimizó la reducción de la deuda como una nueva postura para la solución de la crisis internacional de endeudamiento a comienzos de 1989.

La iniciativa Brady, al centrarse en la reducción de la deuda, no hizo sino reconocer la realidad que "el mercado" había impuesto a la crisis. Como se demuestra en los cuadros 1 y 2, los bancos transnacionales comenzaron a reducir su grado de exposición crediticia en los países fuertemente endeudados a partir de 1987, una vez que los descuentos en el mercado secundario sobre la deuda de esos países con los bancos transnacionales iniciaron un alza vertiginosa. Debe señalarse de paso que los principales deudores que posteriormente pusieron en práctica los programas de mayor envergadura de conversión de la deuda en capital son, con la excepción parcial de Venezuela, precisamente aquellos países situados a la cabeza de la lista en lo que se refiere al grado de exposición crediticia de los bancos transnacionales en los países fuertemente endeudados.

En el cuadro 1 se presentan varias características importantes de la crisis de la deuda. Esta tuvo dos fases desde el punto de vista del grado de exposición crediticia global: el período 1982-1986, de mayor grado de exposición, especialmente para los bancos que no tienen su sede en los Estados Unidos, y el período 1987-1989, de menor grado de exposición, especialmente para los bancos



Cuadro 1

## EXPOSICION CREDITICIA DE BANCOS TRANSNACIONALES EN LOS PAISES MUY ENDEUDADOS, 1982-1989

(Miles de millones de dólares)

	Diciembre 1982			Diciembre de 1986			Diciembre de 1989		
	Todos los que informan al BPI a/	Con sede fuera de EEUU b/	Con sede en EEUU Los 9 países d/ Todos c/	Todos los que informan al BPI a/	Con sede fuera de EEUU b/	Con sede en EEUU Los 9 países d/ Todos c/	Todos los que informan al BPI a/	Con sede fuera de EEUU b/	Con sede en EEUU Los 9 países d/ Todos c/
México	62.9	38.6	24.3 (13.1)	71.4	47.9	23.5 (13.5)	59.7	44.5	15.2 (11.3)
Brasil	60.5	38.5	22.0 (14.2)	67.3	43.7	23.6 (16.2)	60.9	43.7	17.2 (14.0)
Venezuela	27.5	16.3	11.2 (7.6)	26.9	18.2	8.7 (6.3)	23.1	16.4	6.7 (5.5)
Argentina	25.7	17.1	8.6 (5.6)	30.7	21.7	9.0 (6.4)	27.1	22.5	4.6 (3.6)
Filipinas	12.6	7.1	5.5 (3.8)	13.8	8.9	4.9 (3.6)	9.7	6.9	2.8 (2.3)
Chile	11.6	5.7	5.9 (3.2)	14.3	8.1	6.2 (4.0)	9.3	5.8	3.5 (2.7)
Yugoslavia	9.8	3.9	5.9 (3.7)	9.9	7.9	2.0 (1.3)	7.7	6.3	1.4 (1.1)
Nigeria	8.5	6.8	1.7 (1.3)	9.2	8.6	0.6 (0.5)	7.3	6.8	0.5 (0.4)
Colombia	6.3	2.6	3.7 (2.6)	6.1	3.9	2.2 (1.5)	6.3	4.5	1.8 (1.4)
Perú	5.4	2.9	2.5 (1.3)	4.6	3.4	1.2 (0.7)	3.1	2.9	0.2 (0.1)
Ecuador	4.5	2.4	2.1 (1.2)	5.2	3.2	2.0 (1.2)	4.1	3.2	0.9 (0.7)
Marruecos	3.9	3.2	0.7 (0.5)	4.7	3.9	0.8 (0.6)	4.6	4.0	0.6 (0.5)
Costa de Marfi	3.4	2.8	0.6 (0.5)	3.2	2.8	0.4 (0.3)	3.3	3.1	0.2 (0.2)
Uruguay	1.5	0.6	0.9 (0.6)	2.3	1.4	0.9 (0.7)	2.6	1.8	0.8 (0.6)
Costa Rica	1.3	0.8	0.5 (0.2)	1.4	1.0	0.4 (0.2)	1.0	0.9	0.1 (0.1)
Bolivia	0.9	0.5	0.4 (0.2)	0.6	0.5	0.1 (...)	0.3	0.3	(...)
Jamaica	0.5	0.3	0.2 (0.2)	0.5	0.4	0.1 (0.1)	0.5	0.4	0.1 (0.1)
Total	246.8	150.1	96.7 (59.8)	272.1	185.5	86.6	230.6	174.0	56.6 (44.4)

Fuente: Calculado por la Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales sobre la base de:

Banco de Pagos Internacionales (BPI), "The Maturity and Sectoral Distribution of International Bank Lending", diversos números, y US Federal Financial Institutions Examination Council, "Statistical Release: Country Exposure Leading Survey", diversos números.

a/ Los bancos que informan al BPI son del Grupo de los Diez, más Austria, Dinamarca, España, Finlandia, Irlanda y Luxemburgo.

b/ Calculado como la diferencia entre los valores de todos los bancos que informan al BPI y los de los bancos estadounidenses.

c/ Abarcan 173 organizaciones bancarias de los Estados Unidos.

d/ Los nueve principales son: Bank of America, Citibank, Chase Manhattan Bank, Manufacturers Hannover, Morgan Guaranty, Chemical Bank, Continental Illinois, Bankers Trust y First National Bank of Chicago.

regionales y los bancos más pequeños con su sede en los Estados Unidos. Es interesante observar que los nueve principales bancos de los Estados Unidos, que dominaban totalmente los comités de asesoramiento bancario que impusieron la primera estrategia de la deuda a estos países (Mortimore, 1989, CET, 1991), no aumentaron su propio grado de exposición en estos países fuertemente endeudados. En verdad, no lograron siquiera convencer a otros bancos pequeños de los Estados Unidos de que no se retiraran. Los bancos no estadounidenses proporcionaron la mayor parte de los recursos para la etapa de ajuste forzoso.

Cuando resultó evidente que el ajuste forzoso no daría lugar a una plena amortización y que la fase de ajuste con crecimiento no produciría crecimiento, los nueve bancos principales de los Estados Unidos demostraron ser tan expertos como los bancos pequeños en cuanto a reducir su exposición crediticia en estos países. Finalmente, la mayor exposición durante la primera fase se concentró en aquellos países que posteriormente pusieron en práctica los programas de conversión de la deuda en capital, en tanto que la reducción del grado de exposición durante el período 1987-1989 se generalizó en todos los ámbitos.

Quedó claro que los principales deudores que recibieron nuevos créditos destinados generalmente al pago de intereses pendientes (dinero nuevo) durante la primera fase de la crisis de endeudamiento correspondieron casi exactamente a los principales deudores que pusieron en práctica planes de conversión de la deuda en capital. Desde el comienzo los grandes deudores estuvieron sujetos a un fuerte condicionamiento y a algún grado de manipulación por parte de los bancos transnacionales cuya sede está en los Estados Unidos.

En el cuadro 2 también aparece información que es fundamental para comprender plenamente los aspectos de la crisis de la deuda que constituyeron factores contextuales importantes de la iniciativa de conversión de la deuda en capital. Para los cinco deudores principales que llegaron a realizar los programas más importantes de conversión de la deuda, el descuento original en el mercado secundario fue inicialmente muy similar, entre 26% y 40%, cuando empezaron a funcionar los primeros programas. Sin embargo, hacia fines de 1987, la situación cambió radicalmente (excepto en el caso de Chile), al registrarse fuertes descuentos en el mercado secundario para los valores de la deuda de Argentina y de Brasil, y haber aumentos considerables de los descuentos sobre la deuda de México y de Filipinas. Incluso los apreciados valores de la deuda chilena experimentaron un marcado descenso durante fines del período 1987-1989. En otras palabras, las condiciones iniciales semejantes en el mercado secundario para los deudores principales sufrieron posteriormente cambios que diferenciaron la situación de esos deudores. Dichos cambios afectaron en forma importante el comportamiento de los bancos transnacionales y de los propios deudores principales.

## Cuadro 2

LOS PRINCIPALES DEUDORES CON PROGRAMAS DE CONVERSION  
DE LA DEUDA EN CAPITAL: PRECIOS DE LOS PAGARES  
DE LA DEUDA CON LOS BANCOS TRANSNACIONALES  
EN EL MERCADO SECUNDARIO, 1986-1990

	Chile	México	Filipinas	Argentina	Brasil
Junio de 1986	67	59		65	74
Diciembre de 1986	67	56	72	66	74
Junio de 1987	70	57	70	52	62
Diciembre de 1987	61	51	50	35	46
Junio de 1988	60	51	52	25	51
Diciembre de 1988	56	43	49	21	41
Junio de 1989	61	40	47	13	31
Diciembre de 1989	59	36	47	13	22
Junio de 1990	65	45	52	13	24
Noviembre de 1990	73	43	49	17	26

Fuente: Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, basado en los precios de oferta según Salomon Brothers, High Yield Department.

Es evidente que el comportamiento de los bancos transnacionales varió mucho según la situación a que se enfrentaba cada acreedor importante; sin embargo, el de los principales bancos de los Estados Unidos, que predominaban en los comités asesores de los bancos y que fueron los forjadores de la estrategia para la primera fase de la crisis de la deuda, fue fundamental para la creación del mecanismo de conversión de la deuda en capital como medio para abordar el problema. No fue por casualidad que estas importantes organizaciones bancarias llegaron a desarrollar un fuerte interés en el mecanismo de conversión de la deuda. En los comités asesores de los bancos transnacionales para los deudores principales, estos grandes bancos generalmente presidían las deliberaciones. Al mismo tiempo, representaban los intereses de los innumerables otros bancos estadounidenses con algún grado de exposición crediticia en esos países deudores específicos. Cuando los bancos regionales y más pequeños de los Estados Unidos comenzaron a desestimar las solicitudes de los comités asesores de los bancos transnacionales en el sentido de aportar dinero nuevo y demostraron un notable interés en salir definitivamente del problema, se presentó una oportunidad excepcional a los principales bancos transnacionales de los Estados Unidos que dominaban los comités y tenían un vasto conocimiento de las posibilidades de

inversión en esos países deudores. Por lo tanto, no es coincidencia que estos grandes bancos transnacionales de los Estados Unidos se hayan convertido también en los negociantes más activos de la exposición crediticia de los bancos regionales y más pequeños de los Estados Unidos.

El mecanismo de conversión de la deuda en capital proporcionó una salida para los valores de la deuda con los bancos de los Estados Unidos, tanto los más pequeños como otros, que tenían una exposición crediticia relativamente marginal en los países en desarrollo, y aportó también cuantiosos ingresos a los principales bancos de los Estados Unidos, merced a las considerables comisiones que cobraron como intermediarios. La pérdida implícita en el mercado secundario fue asumida por los bancos más pequeños deseosos de escapar de la crisis de la deuda, y constituyó un atractivo para las empresas transnacionales interesadas en invertir en forma barata en el país del caso. De acuerdo con los programas originales para la conversión de la deuda en capital se pagó una suma cercana a la paridad (en moneda nacional) por la deuda. En resumen, los principales bancos transnacionales de los Estados Unidos lograron generar nuevos ingresos de la contradicción misma contenida en su propia estrategia para hacer frente a la crisis, -vale decir, que no todos los bancos estaban dispuestos a cumplir el papel que les habían asignado los grandes bancos de los Estados Unidos- y esa contradicción explica en gran medida su interés inicial en el mecanismo. La conversión de la deuda fue la primera innovación verdadera que se hizo en la estrategia original.

Lo que creó una situación nueva en la crisis de la deuda, junto con el aumento posterior del descuento en el mercado secundario para los préstamos pendientes de los bancos transnacionales en los principales países deudores, fue que se hubiese alcanzado un estado al parecer permanente de atraso en los pagos. En el cuadro 3 se demuestra que ya en 1987 nueve de los 17 países fuertemente endeudados registraban atrasos en los pagos con respecto a su deuda con los bancos transnacionales. Durante los siguientes dos años, aproximadamente, los atrasos más que se duplicaron, llegando a 17 mil millones de dólares en marzo de 1990. Además, la mayor parte de esa apreciable cantidad correspondió a sólo dos de los principales deudores, a saber, Argentina y Brasil. Evidentemente, las estrategias que se aplicaban para hacer frente a la crisis internacional de la deuda no daban resultado en general, y las negociaciones con países específicos, como Argentina y Brasil, eran improductivas. La crisis, que por su índole era muy difícil de manejar, obligó así a los bancos transnacionales a buscar otros caminos de solución a sus situaciones y problemas particulares.

Cuadro 3

## PAGOS ATRASADOS DE INTERESES ADEUDADOS A BANCOS TRANSNACIONALES POR PAISES MUY ENDEUDADOS, 1985-1990

(Miles de millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989	Marzo de 1990	%
Argentina	0.4	0.3	0.2	1.9	5.1	6.2	36
Brasil	-	-	3.4	-	3.3	5.3	31
Perú	0.5	0.9	1.4	1.9	2.5	2.8	16
Ecuador	-	-	0.4	0.8	1.2	1.3	8
Costa de Marfil	-	-	0.2	0.4	0.6	0.6	4
Costa Rica	-	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	2
Nigeria	0.3	0.6	0.8	0.6	0.3	0.3	2
Bolivia	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	1
Marruecos	0.1	0.1	0.1	-	-	-	-
Total	1.5	2.3	7.0	6.0	13.5	17.0	100

Fuente: The Institute of International Finance, Inc., "Improving the Official Debt Strategy: Arrears are not the way", Washington, D.C., Mayo 1990, Gráfico 1, p. 6.

Los mecanismos de reducción de la deuda se convirtieron en la opción menos mala para la mayoría de los involucrados en la crisis de la deuda. En el cuadro 4 se indica que cuatro tipos de operaciones han caracterizado el período de 1985-1990. La conversión de la deuda en capital ha dominado la situación desde el punto de vista del valor nominal de la deuda convertida, y ha representado el 40% del total. Otras iniciativas, como las operaciones en moneda nacional (intercambios de deuda por pesos sin necesidad de un proyecto autorizados de inversión) y las reestructuraciones del sector privado, han revestido cierta importancia. No obstante, las operaciones de descuento asociadas con la estrategia Brady para hacer frente a la crisis de la deuda son las que actualmente prometen más. El canje de valores de la deuda con los bancos transnacionales por bonos de valor reducido de los principales países deudores parece haberse tornado en el medio más favorecido por esos países para poder aprovechar el ahora considerable descuento en el mercado secundario. Como veremos posteriormente en este artículo, cambios recientes ocurridos en el funcionamiento de la mayoría de los programas de conversión de la deuda en capital han dado a los principales países deudores mayores posibilidades de captar una porción importante del descuento en el mercado secundario. Sin embargo, se debe hacer notar que el mecanismo de conversión de la deuda en capital, innovación utilizada por los principales bancos transnacionales de los Estados Unidos más que nada en interés propio (para ganar comisiones, obtener un precio más alto por su deuda y participar en los mejores proyectos de inversión que ellos mismos organizaron), en gran medida está siendo reemplazado por otras opciones más beneficiosas para los grandes deudores, o modificado para lograr el mismo resultado. La conversión de la deuda en capital es sólo un mecanismo en el arsenal de opciones para la gestión de la deuda, y no es necesariamente el más importante en este momento.

Los acreedores, y en menor medida los deudores, tienen opiniones variadas acerca de sus opciones. Un elemento importante en el éxito de las ventas de préstamos descontados asociadas con la estrategia Brady es el hecho de que las prefieren los bancos regionales y más pequeños con sede en los Estados Unidos y los bancos transnacionales no estadounidenses (Madrid, 1990, pp.162-163). Los grandes bancos de los Estados Unidos que dominan los comités asesores prefieren la versión original del mecanismo de conversión de la deuda en capital, porque los dejó en control de la situación y, como ya se ha dicho, ofreció la oportunidad de generar ingresos mediante el recurso de las comisiones; significó que sufrieron pérdidas menores merced a los descuentos en el mercado secundario, y les permitió participar directamente en las mejores inversiones que ellos mismos armaron. Sin embargo, para algunos deudores, la selectividad de la iniciativa Brady ha resultado ser incierta, ya que sólo se ha incluido oficialmente a cinco de los

Cuadro 4

INSTRUMENTOS DE CONVERSION DE LA DEUDA UTILIZADOS EN PAISES EN DESARROLLO, 1985-1990  
(Valores nominales en miles de millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990 (cifras preliminares)	Total	%
Conversiones de deuda a/	0.5	0.8	3.2	6.2	4.5	8.9	24.1	40
Operaciones en moneda local b/	0.2	0.5	0.9	4.8	3.7	3.2	13.3	22
Reestructuración del sector privado c/	0.1	0.3	3.5	4.3	3.1	0.5	11.8	19
Operaciones descontadas d/	-	-	-	1.9	1.0	8.5	11.4	19
Total	0.8	1.6	7.6	17.2	12.3	21.1	60.6	100

Fuente: M.H. Bouchet, "Transnational Banks and External Indebtedness of Developing Countries", noviembre de 1990, informe del Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales.

- a/ La conversión de deuda en capital envuelve necesariamente una inversión autorizada por las autoridades del país.  
b/ Todo intercambio de pagarés de la deuda por moneda local. No se incluyen inversiones obligatorias.  
c/ Nuevos arreglos negociados directamente entre deudores privados sin garantía y bancos transnacionales.  
d/ Bonos con descuento, bonos a la par, recompras, reducciones de tasa de interés, etc., utilizados en virtud de acuerdos al estilo de la iniciativa Brady.

principales deudores importantes (México, Costa Rica, Filipinas, Venezuela y Uruguay). Esto señala, empero, que la añeja caracterización de la crisis de la deuda como "Citicorp contra Brasil" ha perdido validez desde el punto de vista de los bancos transnacionales y los principales deudores (CET, 1989, pp.85-88). Desde la perspectiva de este nuevo marco, pasamos ahora a la tarea de analizar la experiencia de los programas de conversión de la deuda en capital.

## II

### LOS PROGRAMAS DE CONVERSION DE LA DEUDA EN CAPITAL EN LA PRACTICA

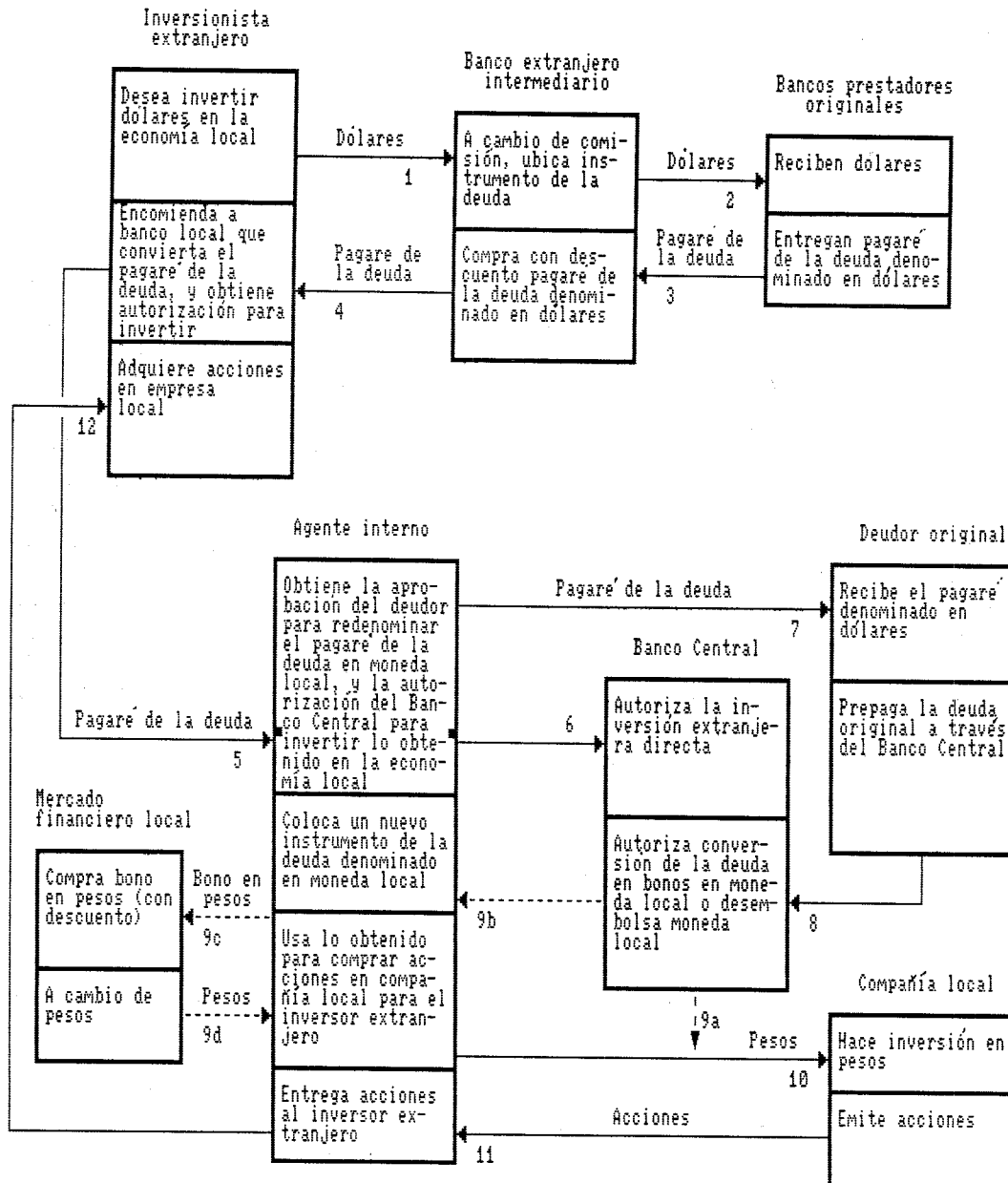
Antes de examinar, en forma comparativa, los programas de conversión de la deuda en capital de los principales países deudores conviene repasar, aunque brevemente, la esencia del mecanismo de conversión de la deuda. El gráfico 1 ayuda a conceptualizar los segmentos separados de la operación y a identificar los principales participantes. De este modo, el inversionista extranjero, el banco prestamista original y el banco extranjero intermediario, por un lado, pueden distinguirse del intermediario nacional, del deudor original y de la compañía nacional que recibe la inversión, por otro lado. En la conversión más simple de la deuda -vale decir, un banco transnacional que capitaliza su propia exposición crediticia por medio de una subsidiaria que opera en el sector financiero del país deudor- el inversionista extranjero, el prestamista original y el banco extranjero intermediario constituirían todos la misma compañía. No obstante, hubo relativamente pocas conversiones de ese tipo. Más común sería el caso de una empresa transnacional no financiera que use un programa de conversión de la deuda en capital para saldar obligaciones en moneda nacional, para reinvertir en una subsidiaria o para llevar a cabo una nueva inversión en el país deudor. Otro aspecto destacado de los programas de conversión de la deuda es papel fundamental que podría cumplir el sector financiero nacional en cuanto a facilitar el financiamiento del intercambio de los pagarés de la deuda externa por moneda nacional.

La práctica ha demostrado que los programas de conversión de la deuda en capital se pueden analizar mejor desde tres perspectivas diferentes: i) los criterios de autorización de inversiones, es decir, cómo se promueven las inversiones (específicamente, las inversiones extranjeras directas) y cómo se encauzan hacia áreas prioritarias; ii) los aspectos financieros, vale decir, cómo se reparte la torta entre los participantes, y iii) cómo se evitan o reducen los efectos adversos (por ejemplo, las presiones inflacionarias, las prácticas especulativas, etc.). En un nivel más general, es pertinente determinar la prioridad del



Gráfico 1

**PRINCIPALES ELEMENTOS INVOLUCRADOS EN LOS PROCEDIMIENTOS  
DE CONVERSION DE LA DEUDA EN CAPITAL**



Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET, sobre la base de Banco Mundial, Informe sobre el desarrollo mundial 1987, Washington, D.C., Oxford University Press, 1988.

programa de conversión de la deuda en el seno de la estrategia global nacional de gestión de la deuda y la medida en que los objetivos nacionales más bien que los objetivos de los acreedores predominan en el diseño del programa concreto de conversión. En el cuadro 5 aparece la información necesaria para llevar a cabo parte de este análisis comparativo respecto de los principales programas de conversión de la deuda de los deudores más importantes. Un breve análisis de cada uno de los programas de los países ayudará a una mejor apreciación del cuadro.

Chile. El de este país fue el primer programa importante de conversión de la deuda en capital<sup>1</sup>. El gobierno chileno se enfrentaba a una situación de deuda relativamente más difícil debido al alto nivel de endeudamiento externo con los bancos transnacionales y a las dimensiones de la crisis en el sector financiero nacional. Las autoridades nacionales tomaron el toro por las astas y transformaron una lastimosa situación negociadora en una sólida posición, jugándose el todo por el todo por una estrategia liberal de mercado, aparejada con amplias concesiones a los bancos transnacionales acreedores, en forma de garantías estatales ex post facto para la deuda contraída por el sector financiero privado de Chile con los bancos transnacionales. La reducción de la deuda era fundamental para una estrategia de gestión de la misma que se basaba en programas de intercambio de la deuda por pesos, un programa de conversión de la deuda en capital, y otras operaciones, incluidos los acuerdos de recompra de la deuda. Esta activa estrategia permitió reducir la deuda con los bancos transnacionales ya en 1990 en 10 mil millones de dólares, es decir, más de 50% del total. Su éxito, desde la perspectiva de los acreedores, se manifestó además en el precio relativamente más elevado que alcanzaron los valores de la deuda de Chile en el mercado secundario.

El programa de conversión de la deuda en sí se centró en la promoción del volumen más alto posible de inversión extranjera directa en el ámbito de la estrategia de reducción de la deuda. El tratamiento sumamente liberal y separado de la inversión extranjera directa por la vía de la conversión de la deuda en capital se caracterizó por el intercambio de la deuda con los bancos transnacionales por pesos casi al valor a la par de esa deuda.

---

<sup>1</sup> La información referente a este estudio de casos y a otros proviene principalmente del Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (CET), 1990; los seminarios correspondientes se realizaron en Caracas y Nueva York. También proviene de informes preparados por consultores en el ámbito de otro trabajo conjunto del CET y la CEPAL, así como de otras fuentes. En el caso de Chile, estas últimas incluyeron Chile, 1988; Mary L. Williamson, 1990; French-Davis, 1990; Lagos, 1989 y Fontaine, 1990.

Cuadro 5

## RASGOS PRINCIPALES DE LOS PROGRAMAS OFICIALES DE CONVERSION DE LA DEUDA EN CAPITAL PARA LOS GRANDES DEUDORES

	CHILE V.85- a/	MEXICO 1 IV.86-X.87 b/	MEXICO 2 VII.90- V.87-IV.89 d/	PHILIPPINES VIII.86- c/	ARGENTINA V.87-IV.89 d/	BRAZIL IV.88-1.89 e/
A. CRITERIOS PARA AUTORIZAR LA INVERSION						
1. Inversionistas admisibles						
No residentes	X	X	X	X	X	X
Residentes	f/	g/	X	X	X	
2. Destino aceptable						
Activos nuevos	X	X	X	X	X	X
Activos existentes h/	X	X	X	i/	X j/	X
Deuda local	X	X	X			
Fondo de inversión	X	X				
3. Prioridades explícitas				Incipiente		Incipiente
Sectoriales	k/	X	X	X	X	
Ingresos en divisas	X	X		X	X	
Geográficas						X
4. Aplicación de normas ordinarias sobre inversión extranjera directa		X	X	X	X	X
5. Restricciones especiales l/						
Utilidades	4	5 m/	?	4 n/	4	12
Repatriación de capital	10	12	?	3-5	10	
6. Necesidades de dinero fresco o/	Escasa		50	0-60 p/	30	
B. ASPECTOS FINANCIEROS						
1. Deuda admisible						
Sector público	X q/	X r/	X s/	X t/	X u/	X v/
Banco Central	X q/	X r/	X s/	w/	X u/	X v/
Sector privado	x/			y/	X z/	
2. Valoración de la deuda						
Cercana al valor par	X aa/	X bb/	X	X cc/	X	dd/
Muy inferior al valor par						X
3. Cobros:						
Por comisiones de administración ee/	>10	0-25		7-24		
Impuestos		X				X
4. Tipo de cambio utilizado						
Oficial	X	X	X	X	X	X
Paralelo						
5. Asignación de derechos de conversión						
Por subasta			X		X	
Por decisión administrativa	X	X		X		
C. PREVENCIÓN DE EFECTOS NEGATIVOS						
1. Inflación: cuotas ff/			1000 gg/	Implicita	400	1800
2. Inflación/déficit fiscal: privatización	X	X	X	X	hh/	
3. Actividades especulativas: verificación de las cuentas de las empresas	X	X	?	X		

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales, a base de datos oficiales.

- a/ Este programa fue modificado apreciablemente en agosto de 1990, haciéndose hincapié en la calidad de la inversión más que en la cantidad en que se reduciría la deuda.
- b/ No se aceptaron nuevas solicitudes de autorización de inversiones después de octubre de 1987. En los años siguientes se procesó una gran cantidad de solicitudes pendientes.
- c/ En marzo de 1987 se añadieron algunas nuevas actividades (bancarias/financieras y la privatización de activos públicos no redituables) a la lista de las prioridades sectoriales. En febrero de 1988, se restringió la deuda admisible para conversión y también los destinos aceptables.
- d/ Antes de 1987 existía una suerte de mecanismo de conversión para obligaciones pendientes del sector privado que tuvieran garantías cambiarias.
- e/ Aunque hubo bastante conversión antes de 1988, el volumen de ella sólo aumentó considerablemente cuando se estableció un programa oficial en virtud de la Resolución 1460.
- f/ El capítulo XVIII del Compendio de Normas de Cambios Internacionales trata de la conversión de la deuda con bancos transnacionales en pesos, por chilenos. No se requiere inversión.
- g/ En septiembre de 1987, se permitió también a los mexicanos que participaron en operaciones de conversión de la deuda externa. Sin embargo, poco después se suspendió la recepción de nuevas solicitudes de autorización para invertir.
- h/ La mayoría de los países establecen límites para la compra de activos existentes.
- i/ Esto se limitó severamente a partir de noviembre de 1986.
- j/ Limitado al deudor original en el caso de la deuda del sector privado.
- k/ Un enfoque nuevo, con mayor orientación sectorial, se introdujo mediante las modificaciones de agosto de 1990.
- l/ Expresadas en el número de años en que las remesas al exterior se prohibieron o estuvieron severamente restringidas.
- m/ Debe ser inferior al valor de los pagos de intereses originales durante los primeros cinco años.
- n/ Sólo para inversiones no prioritarias.
- o/ Como porcentaje del valor del proyecto de inversión aprobado.
- p/ Existe una escala móvil en la relación entre el dinero fresco y las comisiones de administración. A mayores montos de dinero fresco corresponden menores comisiones de administración y viceversa.
- q/ Esencialmente los acuerdos de reestructuración de 1985 y 1987, que incluían dinero nuevo. Las obligaciones no financieras del sector privado con bancos transnacionales no tienen garantía estatal y por lo tanto no se incluyen.
- r/ En general, la deuda con bancos transnacionales incluía la correspondiente a los acuerdos de reestructuración de 1985 y 1987, y abarcaba también el dinero nuevo. Sin embargo, los bancos transnacionales que de partida no contribuyeron plenamente al nuevo financiamiento, al parecer quedaron excluidos.
- s/ La incluida en el acuerdo de reestructuración de 1989. Limitada a valores garantizados de la deuda con bancos transnacionales, como los bonos descontados, los bonos a la par y los valores de los Estados Unidos Mexicanos para los cuales hay obligación de proporcionar dinero nuevo.
- t/ Abarca la que se menciona en los acuerdos de reestructuración (incluidos los adelantos de dinero nuevos), más todas las obligaciones del sector privado con los bancos transnacionales (reestructuradas o no) excepto las del sector financiero. Los créditos para el comercio exterior se incluyeron inicialmente, pero luego se declararon inadmisibles.
- u/ Se impusieron restricciones al uso de los pasivos del Banco Central en febrero de 1988.
- v/ En la reestructuración de 1987 se incluyó y se mencionó en general una gran variedad de obligaciones del gobierno nacional, del Banco Central y otras del sector público. Se dejaron fuera los bonos de exclusión.
- w/ Aquella a la que se hizo referencia en el acuerdo de reestructuración de 1988 (un sistema de depósito multianual más créditos nuevos). Se incluyeron los bonos de inversión de Brasil.
- x/ La garantía pública se extendió a deuda del sector financiero privado con los bancos transnacionales por 2.6 mil millones de dólares, como parte del acuerdo de reestructuración de 1985.
- y/ La garantía pública se extendió a la deuda privada del sector financiero (1.6 mil millones dólares) y la deuda privada de las empresas (1.1 mil millones) como parte del acuerdo de reestructuración de 1985. Los créditos de comercio exterior reprogramados se incluyeron originalmente para los fines de la conversión.
- z/ La deuda externa privada con garantías cambiarias se incluyó en un programa separado de conversión de la deuda en 1984-1987. Una situación similar se dio para los préstamos al sector privado.

- aa/ Las tasas de interés sobre los bonos en pesos que recibe el inversionista es inferior a lo que sería la tasa estrictamente de mercado.
- bb/ Mientras mayor sea la prioridad del proyecto de inversión, menores serán las comisiones por administración que se cobran al inversionista. Hay un gravamen de 20% sobre la diferencia entre el valor nominal y el valor de rescate de la deuda con los bancos transnacionales.
- cc/ Mientras mayor sea la cantidad de dinero fresco que se acuerde con el inversionista, menores serán las comisiones por administración que se le cobren. Dichas comisiones varían también según la categoría (prioritaria o no prioritaria del proyecto aprobado).
- dd/ Toda la conversión de la deuda efectuada antes que entrara en vigor el programa oficial en 1988, se hizo a la par.
- ee/ Como porcentaje del valor nominal de la deuda externa convertida a través del programa.
- ff/ En millones de dólares por año.
- gg/ La meta original fue de 3 500 millones en 3.5 años; sin embargo, esta cuota se logró en sólo seis meses de operación.
- hh/ El programa original de 1987 prohibía el uso del mecanismo de conversión de la deuda para fines de privatización.

Esto se combinó con pocas restricciones respecto de los usos aceptables del producto obtenido de la conversión, poco interés inicial en encauzar esos recursos a actividades específicas, y la ausencia de controles monetarios explícitos o cuotas de conversión de la deuda en capital (debido a la inexistencia de un déficit fiscal grave y al funcionamiento eficaz del mercado financiero reformado del país). Básicamente, el programa de conversión de la deuda estableció una situación de negociación de caso por caso entre inversionistas extranjeros (no chilenos) y autoridades nacionales de inclinación liberal, en la que las autoridades permitieron que el descuento en el mercado secundario sirviera como incentivo a los inversionistas extranjeros. No intentaron captar una porción importante de ese descuento.

El programa de conversión de la deuda en capital logró un éxito excepcional en cuanto a mejorar el clima para la inversión extranjera, si bien se hizo aparente que de hecho era demasiado permisivo al dar cabida a conversiones directas en el sector financiero y a compras simples de participaciones en empresas ya existentes en ese sector y en otros. La única restricción importante fue la que limitaba el uso de la conversión de la deuda en el sector minero. No obstante, a medida que el programa progresaba y la crisis original menguaba, las autoridades nacionales se hicieron más expertas en "sugerir" prioridades en materia de inversión, requisitos de dinero fresco y la limitación de las compras simples de participaciones en empresas ya existentes. A partir de agosto de 1990, el programa de conversión de la deuda adquirió un carácter mucho más selectivo en lo que se refería a la autorización de las inversiones, y la "calidad" de la inversión reemplazó al volumen de inversión extranjera directa como objetivo oficial del programa.

Los resultados del programa de conversión de la deuda en capital hasta agosto de 1990 han sido impresionantes, no sólo desde el punto de vista de la reducción de la deuda, sino también del de la afluencia de inversión extranjera directa, el positivo efecto económico y la diversificación de los inversionistas extranjeros. El programa de capitalización de la deuda ha representado 3 600 millones de dólares en nueva inversión extranjera directa, de los cuales 1 300 millones se registraron sólo en el año 1989. Casi las tres cuartas partes de esas nuevas inversiones correspondieron a sectores de bienes transables como la industria (36.6%), la agricultura, la silvicultura y la pesca (24.4%) y la minería (13.1%), y ha tenido un efecto muy positivo en los resultados de las exportaciones chilenas, dándoles un nuevo dinamismo. Finalmente, hubo una vigorosa diversificación de la inversión extranjera directa por país de origen. Si bien los inversionistas de los Estados Unidos aún dominan en las estadísticas con algo menos de 40% del total de la inversión extranjera directa por la vía de la conversión de la deuda en capital, los inversionistas extranjeros de otros países se han hecho relativamente más evidentes, como por ejemplo los del Reino Unido (11.9%), Nueva

Zelandia (10.6%), España (6.1%), Francia (4.1%), Suecia (3.2%) y Suiza (2.9%). De este modo, el programa chileno de conversión de la deuda en capital puede considerarse de gran éxito desde el punto de vista de los objetivos de las autoridades nacionales. El valor que tiene la conversión de la deuda en capital en cuanto a promover la inversión extranjera directa, combinado con el éxito relativo del modelo económico liberal (que se benefició también del fuerte mejoramiento de los precios del cobre), ha permitido a las autoridades chilenas el lujo de desdeñar la iniciativa Brady y depender más de su privilegiada relación con las instituciones financieras internacionales, que era uno de sus objetivos primordiales.

México. Generalmente se considera que la crisis internacional de la deuda comenzó en agosto de 1982, cuando México no pudo cumplir sus obligaciones externas. La ignominiosa situación inicial en que se halló México resultó empeorada por un fuerte terremoto que azotó al país en 1985 y por la pronunciada baja del precio internacional del petróleo. Los serios aprietos en que se hallaba este importante deudor limitaron considerablemente su posición negociadora. México optó entonces, en forma algo similar a Chile, por una alternativa de economía liberal de mercado; sin embargo, a diferencia del caso chileno, la variante mexicana ocurrió totalmente en un ámbito de crisis, y por lo tanto las medidas de liberalización del comercio y las inversiones se hicieron más aparentes sólo cuando se habían atenuado en cierta grado los principales aspectos de la crisis. La estrategia para la gestión de la deuda se basó al inicio en reestructuraciones que se combinaron con dinero nuevo, y luego en intercambios de deuda con descuento garantizada, más que en el programa mismo de conversión de la deuda; sin embargo, este último fue fundamental para promover la reanudación de la afluencia de inversión extranjera directa. Vale la pena destacar que, mientras las autoridades mexicanas efectivamente pusieron en práctica un plan para garantizar la disponibilidad de divisas para pagar deudas externas no garantizadas del sector privado (FICORCA), los funcionarios mexicanos no se sintieron obligados a extender una garantía estatal a dichas deudas, a las que posteriormente se hizo frente mediante recompras con fuertes descuentos muy favorables para grandes grupos financieros como ALFA y VISA.

El programa de conversión de la deuda apareció en dos fases bien marcadas del proceso de reestructuración de la deuda con los bancos transnacionales: la reestructuración de 1984-1985, en la que la posición negociadora de México fue bastante precaria, y la reestructuración de 1989-1992, en la que esa posición se había fortalecido considerablemente. Un factor que ayudó notablemente a México fue que las autoridades estadounidenses consideraron su caso como representativo para probar la iniciativa Brady. En suma, durante el período 1982-1990 México redujo en más de 20% su deuda con los bancos transnacionales.

México puso en práctica dos programas de conversión de la deuda en capital que se distinguen claramente, y a los cuales nos referiremos como Programa 1 y Programa 2.<sup>2</sup> El acento del Programa 1 se puso en la promoción de la inversión extranjera directa y su encauzamiento hacia actividades y sectores prioritarios. El procedimiento de autorización de inversiones dio preferencia a la privatización de las empresas estatales y a las inversiones que produjesen exportaciones de empresas con balanzas comerciales positivas, que aumentasen la capacidad productiva, que incorporasen tecnología nueva y que incrementasen el nivel de contenido nacional, entre otras cosas. Se definieron diez categorías de inversión, y se implantó una escala móvil de comisiones de administración (que iban de 0% a 25% del valor nominal de la deuda) para los proyectos de inversión con un bajo grado de prioridad. Si bien la inversión extranjera directa efectuada mediante la conversión de la deuda en capital se abordó dentro del marco de la legislación existente (la restrictiva Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera, promulgada en 1973), la reglamentación se liberalizó considerablemente hacia fines del decenio de 1980. Además, aparentemente las subsidiarias existentes de empresas transnacionales hicieron gran uso del programa de conversión de la deuda para cancelar sus deudas en pesos así como para invertir en activos nuevos<sup>3</sup>. En consecuencia, los criterios de autorización de las inversiones fueron quizás no tan rígidos como lo daban a entender los reglamentos oficiales. Lo que está claro es que se hicieron pocos intentos por captar una parte importante del descuento en el mercado secundario, puesto que la deuda con los bancos transnacionales se convirtió a más de 80% de su valor nominal como promedio durante la vigencia del programa. El Programa 1 se abrió para los ciudadanos mexicanos en octubre de 1987, pero un mes más tarde se suspendió la recepción de nuevas solicitudes (aunque el saldo acumulado se liquidó durante el período siguiente).

Desde el punto de vista de los resultados, el Programa 1 logró reanudar la afluencia de inversión extranjera directa, aunque al parecer a costa de cierto grado de presión inflacionaria. El plan mexicano no contó con un mercado financiero privado que estuviese reformado y liberalizado, como en Chile. De hecho, las autoridades mexicanas estimaron necesario nacionalizar el sector bancario durante los días iniciales de la crisis. Hubo más de 3 100 millones de dólares en inversión extranjera directa mediante la conversión de la deuda hasta mediados de 1990, y esa inversión se concentró en sectores prioritarios como el turismo (29.1%), la industria automotriz (16.9%) y las industrias maquiladoras (11.5%);

---

<sup>2</sup> La información básica sobre el programa mexicano se encuentra en México, 1986, 1990a y 1990b, y Godínez, 1990.

<sup>3</sup> Esto se confirmó durante las entrevistas del autor con las empresas extranjeras más grandes. Véase Mortimore y Huss, 1990.



todos produjeron importantes ingresos en divisas. Las inversiones relacionadas con la conversión de la deuda en el sector automotor fueron fundamentales en el cuantioso aumento de las exportaciones de bienes manufacturados de México durante el período 1984-1990. A pesar de que la mayor parte de la nueva inversión extranjera provino sólo de un país, vale decir, los Estados Unidos (47.8%), el resto exhibió una considerable diversificación por país de origen: el Reino Unido (13.8%), Alemania (5.7%), Japón (3.7%), Francia (3.0%) y España (2.9%). Como ya se señaló, la participación del gobierno en el descuento del mercado secundario no superó el 19% del valor nominal de los intercambios de montos correspondientes a la deuda con los bancos transnacionales. El programa se cerró en noviembre de 1987, en lo que atañía a nuevas solicitudes de autorización para inversión, debido a la necesidad de usar las reservas de divisas existentes para el programa reforzado de ajuste estructural que entonces se iniciaba.

El Programa 2 se puso en práctica en 1990 en un ámbito muy diferente, es decir, el de una economía mucho más estabilizada y en proceso de liberalización, que salía de una crisis. El nuevo programa tenía como objetivo explícito captar una proporción importante del descuento en el mercado secundario. La característica nueva fundamental era el uso del mecanismo de subasta para distribuir derechos limitados de conversión para proyectos de inversión autorizados, originalmente de un valor de 3 500 millones de dólares durante tres años y medio. El plan se concibió para aprovechar la fuerte afluencia de depósitos privados mexicanos mantenidos en los Estados Unidos, así como una continua inversión extranjera directa. Por esa razón, estaba abierto a los ciudadanos mexicanos. Aunque estaba restringido a la privatización de compañías estatales y proyectos de infraestructura y, dentro de esas categorías, limitado a un máximo de 50% del valor del proyecto de inversión y utilizable sólo para la deuda con los bancos transnacionales con obligaciones de dinero nuevo, la demanda fue muy fuerte, como puede juzgarse por los resultados. Se aprobaron más de 10 mil millones de dólares en proyectos de inversión y, frente a esta fuerte demanda (y aumento de los descuentos), las autoridades mexicanas decidieron liquidar toda su cuota de tres años y medio en dos subastas realizadas en 1990. La cantidad que correspondió al gobierno fue el equivalente de 52% del valor nominal del monto intercambiado correspondiente a la deuda con los bancos transnacionales (lo que se compara muy favorablemente con sus expectativas iniciales de 35%). No está claro aún si habrá una nueva cuota.

Los programas de conversión de la deuda en capital del gobierno mexicano han tenido mucho éxito desde el punto de vista de los fines bien determinados que les asignaron las autoridades nacionales. El Programa 1 fue muy útil para reactivar la afluencia de inversión extranjera directa y encauzarla hacia áreas prioritarias durante el período de crisis, en tanto que el Programa 2 obtuvo buenos resultados en cuanto a captar una proporción

importante del descuento en el mercado secundario sobre la deuda de México con los bancos transnacionales. Sin embargo, el punto central de la estrategia de gestión de la deuda mexicana parece estar apoyado en medidas similares a la iniciativa Brady, especialmente las operaciones directas de descuento.

Filipinas. La crisis que este país sufrió a comienzos del decenio de 1980 fue doblemente difícil porque a una crisis política, que no se resolvió en forma clara hasta 1987, se superpuso la crisis de la deuda. La precaria posición de negociación de Filipinas quedó de manifiesto en las garantías estatales ex post facto otorgadas a la deuda del sector privado nacional con los bancos transnacionales como parte del primer acuerdo de reestructuración en 1985 (que, de paso, establecía el programa de conversión de la deuda en capital). La economía gozó de mayor estabilidad a partir de 1987; sin embargo, el continuo déficit fiscal y la permanente amenaza de intervención militar en la naciente democracia complicaron la situación. La estrategia de gestión de la deuda consistió principalmente en reprogramar los pagos de capital y obtener dinero nuevo durante la primera fase, y en operaciones de descuento combinadas con dinero nuevo en la segunda fase. El programa de conversión de la deuda fue considerado por las autoridades una "bujía de encendido" para las inversiones, que ofrecía un claro incentivo a los inversionistas, más bien que el medio principal para conseguir la reducción de la deuda (Filipinas, 1986; Suratos, 1990, y Dytianquin y Sicat, 1988). No obstante, las autoridades filipinas de hecho redujeron la deuda con los bancos transnacionales en un 22.3% entre 1984 y mayo de 1990, sobre todo por medio de recompras y pagos anticipados concertados.

Dadas las condiciones de la crisis por la que pasaba el país entonces, el objetivo original de los programas de conversión de la deuda en capital fue "revitalizar" la economía por medio de inversiones extranjeras directas y la recuperación del capital fugado. Se incluyó a los ciudadanos filipinos en el programa desde el comienzo. Los criterios para autorizar las inversiones eran un aspecto fundamental del programa, especialmente después de que en noviembre de 1986 se restringieron los usos aceptables del producto obtenido de la conversión de la deuda. Las autoridades prepararon una lista detallada de las inversiones preferentes, dando clara prioridad a los proyectos de inversión basados en exportaciones o en actividades productoras de divisas. Aunque la inversión extranjera directa efectuada merced al programa de conversión de la deuda en capital estuvo sujeta a las reglas normales y relativamente restrictivas aplicadas a ese tipo de inversión, dichas reglas se liberalizaron en octubre de 1987, cuando se autorizaron dos categorías nuevas de inversiones preferentes: privatización de los activos no redituables del sector público, y banca y financiamiento. Es notable en el caso de Filipinas el hecho de que un gran número de solicitudes para proyectos de inversión fueron rechazadas por las autoridades gubernamentales. Era aparente

la preocupación por la calidad de las inversiones a pesar de la situación de crisis.

Una vez que apareció en el mercado secundario un descuento considerable sobre la deuda de Filipinas con los bancos transnacionales, las autoridades filipinas intentaron captar una parte de él sin perder de vista la importancia otorgada a la calidad de las inversiones en su programa de conversión de la deuda. Parte de las reformas de octubre de 1987 implicaron el establecimiento de una escala móvil de comisiones de administración (0-20%) vinculada a requisitos de dinero fresco (0-50%) para los proyectos de inversión preferentes. Vale decir, dentro de la categoría de proyectos de inversión con prioridad, una mayor contribución de dinero fresco en relación con los recursos ligados a la conversión de la deuda dio como resultado la baja de las comisiones de administración. Dado el nivel de los descuentos del mercado secundario, la mayoría de los inversionistas optó por la comisión de administración, proporcionando de esta manera al gobierno una buena parte del descuento sin sacrificar la importancia otorgada en el programa de conversión de la deuda a la calidad de las inversiones. Las restricciones aplicadas posteriormente al uso de los valores del Banco Central y de la deuda del sector público a partir de febrero de 1988 reforzaron también la selectividad en la autorización de los proyectos de inversión. Finalmente, los efectos negativos se controlaron hasta cierto punto por medio de cuotas implícitas de conversión de la deuda, el hincapié que se hizo en la privatización de los activos no redituables, y la preocupación por la identificación de los inversionistas y la verificación de las cuentas de las empresas. El programa de conversión de la deuda de Filipinas demuestra una clara evolución a partir de un programa totalmente centrado en promover a las inversiones preferentes hasta llegar a uno en que la captación de una parte del descuento asumió creciente importancia.

Desde el punto de vista de los resultados, el programa de Filipinas de conversión de la deuda en capital produjo inversiones (tanto extranjeras como nacionales) del orden de los 895 millones de dólares hasta fines de junio de 1990, aunque debe mencionarse que las corrientes anuales comenzaron a disminuir a partir de 1988. Estos proyectos de inversión contribuyeron a mejorar la situación de la economía, pues estaban fuertemente concentradas en áreas preferentes: empresas de exportación (34.9%), privatización (27.8%), inversiones prioritarias (10.4%), banca y financiamiento (9.1%) y otros campos preferentes (7.2%), si bien el programa de conversión de la deuda sólo produjo 473 millones de dólares en inversión extranjera directa (los ciudadanos filipinos participaron con el 37.7% del valor total de las inversiones de 895 millones de dólares). La inversión extranjera provino principalmente de los Estados Unidos (33.8%), centros financieros (15.3%), Hong Kong-China (22.2%), Japón (16.2%), Taiwán (4.3%), Canadá (3.1%) y Corea (1.6%). Parecería que el programa de conversión de la deuda efectivamente actuó, en forma moderada, como una especie de "bujía

de encendido" para ayudar a reactivar la economía filipina en una época de crisis. Queda claro que, una vez que apareció en el mercado secundario un descuento apreciable, hubo que tener en cuenta nuevas consideraciones que adquirieron creciente importancia. Aun así, la estrategia global de gestión de la deuda dependió más de otros mecanismos, especialmente la reestructuración y las recompras.

Argentina. La situación de Argentina fue aún más compleja que la de Filipinas, en el sentido de que no sólo combinó la crisis de la deuda con la inestabilidad política, sino que añadió una guerra perdida para remate. Este triple conjunto de problemas, además de una fuerte dosis de gestión económica defectuosa, ha dejado a la Argentina en una condición de grave debilitamiento. La relación intereses-exportaciones y la relación deuda-exportaciones se hallan entre las más altas de América Latina. El crecimiento per cápita del producto interno bruto durante 1981-1990 fue de -24.3%, vale decir, bajó una cuarta parte, y no se logró controlar la inflación, que según las estadísticas de precios al consumidor fue de 1989 4 924% en 1989 y de 1.883% en 1990. Las actividades especulativas han caracterizado todos los aspectos de la crisis de la deuda, desde la contratación original de créditos de los bancos transnacionales hasta prácticamente todos los intentos por manejar la crisis (Schvarzer, 1983; García y Junco, 1987; Balino, 1987, y Calcagno, 1987). Como podría esperarse en estas circunstancias, la estrategia de gestión de la deuda de Argentina ha sido ineficaz y la relación con los acreedores extremadamente difícil y, a ratos, áspera. Aunque Argentina reestructuró la deuda con los bancos transnacionales en 1985 y 1987, hasta la fecha su alto nivel de atrasos en los pagos (cerca de 7 mil millones de dólares) ha impedido cualquier tipo de medida al estilo de la iniciativa Brady. Su única esperanza verdadera para la reducción de la deuda aceptada por la comunidad financiera internacional parece ser, al menos en el corto plazo, un programa de privatización ad hoc iniciado en 1991.

La experiencia de Argentina con la conversión de la deuda en capital ha sido algo desconcertante (Argentina, 1987; Fuchs, 1990; Dreizzen, 1988, y Bouzos y Keifman, 1990). Si bien su programa oficial fue el resultado de la reestructuración de 1987, hubo alguna actividad anterior a ese programa a partir de 1984; se convirtieron en inversiones en capital social cerca de 490 millones de dólares de deuda del sector privado nacional con los bancos transnacionales, con garantías cambiarias estatales, con un resultado de 215 millones de dólares en inversiones extranjeras directas. Este primer plan no tuvo un proceso de autorización claro y sus resultados son inciertos.

El programa oficial fue un conjunto consistente en tres elementos: un programa de conversión de la deuda en capital, un plan para capitalizar aprovechando los mecanismos crediticios del sector privado no financiero, y un mecanismo para convertir los

redescuentos y préstamos del Banco Central al sector privado. El primer elemento fue el único con un proceso claro de autorización de las inversiones, y como representó las dos terceras partes de la deuda con los bancos transnacionales convertida mediante este programa oficial, constituirá por ello el aspecto central de nuestro análisis. El objetivo principal del programa de conversión de la deuda, según las autoridades del país, fue captar una parte importante del descuento en el mercado secundario. Un objetivo complementario fue establecer un estricto proceso de autorización de las inversiones a fin de asegurar la calidad de los proyectos tanto de los inversionistas extranjeros como de los nacionales.

En lo que respecta al primer objetivo, se cumplió por medio de un mecanismo de subastas conforme al cual competían por los derechos de conversión los proyectos de inversión previamente calificados, estrictamente de acuerdo con el descuento ofrecido. En seis subastas realizadas durante el período 1989-1990, el promedio de los descuentos ofrecidos en las subastas subió de 38% a 75% (al caer verticalmente el precio en el mercado secundario de los valores de la deuda de Argentina con los bancos transnacionales). Las autoridades intentaron limitar los proyectos calificados a bienes nuevos de capital, instalaciones industriales o actividades que mejorasen la balanza de pagos. Exigieron originalmente que los inversionistas aportasen dinero fresco en la misma cantidad que la deuda convertida y que se usara el tipo de cambio oficial más bien que el paralelo; pero al no haber buenos resultados las autoridades se convencieron en septiembre de 1987 de que había que limitar el requisito de dinero fresco a 30% del valor del proyecto de inversión y usar el tipo de cambio paralelo. En un esfuerzo por controlar los efectos adversos, se estableció un tope de 300 a 400 millones de dólares al año para el período 1988-1993, pero el programa se suspendió en abril de 1990. Teniendo en cuenta el ambiente inflacionario que había en Argentina, fue sorprendente que el programa originalmente excluyera las operaciones de privatización (caracterizadas por su efecto monetario neutral) del programa de conversión de la deuda en capital. En contraste con ello, la nueva versión ad hoc se centra en las privatizaciones.

Se puede afirmar que el programa de capitalización de la deuda de Argentina fue bastante fructífero en cuanto a captar una proporción importante del descuento en el mercado secundario sobre la deuda con los bancos transnacionales, especialmente después de la eliminación de los desincentivos originales en forma de requisitos de dinero fresco y tipo de cambio. Además, de los proyectos de inversión llevados a cabo por inversionistas extranjeros, un poco más de la mitad constituía inversión nueva, concentrada en sectores relativamente más dinámicos como el automotor (54%), el de alimentos y bebidas (35%) y el de industrias químicas. En cuanto a los aspectos negativos, el programa argentino se caracterizó por un bajo volumen de actividad y proyectos relativamente pequeños; en ambos casos, se impidió que el programa tuviese un efecto considerable y acumulativo sobre la economía.

Sólo se convirtieron alrededor de 175 millones de dólares deuda con los bancos transnacionales, con fuertes descuentos a los proyectos de inversión extranjeros, significando ello una inversión extranjera directa del orden de los 400 millones de dólares. Conforme al plan de privatización ad hoc que utiliza valores de la deuda con los bancos transnacionales, se tienen en estudio actualmente transacciones para la empresa nacional de telecomunicaciones y la línea aérea nacional, del orden de los 7 mil millones de dólares. Se transformaría de esta manera el programa de privatización y de conversión de la deuda en capital en una característica fundamental de la estrategia de gestión de la deuda. Hasta la fecha, la estrategia no ha tenido un elemento central claro, y persisten las actividades especulativas que acompañan a las nuevas iniciativas.

Brasil. Este país sufrió una crisis menor que la de la mayoría de los otros y no debió enfrentarse a incertidumbres políticas demasiado exigentes, ni tampoco perdió su rumbo; con todo, su agitada relación con los acreedores, especialmente los bancos transnacionales, ha complicado su desempeño macroeconómico y debilitado su estrategia de gestión de la deuda. Durante 1990, la inflación llegó a 2 360%, se tornó más precaria su balanza comercial y aumentó la carga de la deuda (si bien no se puede siquiera comparar con la de Argentina). La situación de Brasil se ha deteriorado desde que decidió librar batalla con los bancos transnacionales imponiendo una moratoria a los pagos de la deuda con esos bancos en 1987, lo que tuvo graves repercusiones en las cuentas individuales de los bancos principales. Sin embargo, el problema fundamental en el deficiente desempeño económico de Brasil ha sido el déficit fiscal, no su relación con los acreedores externos.

La estrategia original de la deuda parece haber sido la de mantener una actitud dura, reestructurando sólo montos relativamente pequeños y asegurando al mismo tiempo dinero nuevo y líneas de crédito comerciales e interbancarios. Esa estrategia comenzó a vacilar cuando los bancos transnacionales no permitieron ningún acuerdo en 1985 y no ofrecieron dinero nuevo en 1986. Ello creó las condiciones para la moratoria de 1987 y, cuando los bancos transnacionales no re prestaron, el derrumbe de la estrategia. La reestructuración de 1988 supuso la reestructuración de 61 482 millones de dólares, más algo de dinero nuevo, la restauración de las líneas de crédito interbancarios y comerciales y un programa oficial de conversión de la deuda en capital. El nuevo modo de abordar las cosas no logró establecer una nueva relación con los bancos transnacionales, y otra vez se acumularon los atrasos el año siguiente al empeorar la situación macroeconómica. Esto último impidió que bloque de acreedores adoptara algún tipo de medida similar a la iniciativa Brady, en tanto que Brasil exigió una solución radical (operaciones de descuento que significaron la creación de bonos de 45 años). La estrategia brasileña de la deuda no produjo una reducción significativa (menos de 20%) de la deuda

con los bancos transnacionales; sin embargo, la parte más importante de ese valor la proporcionaron las conversiones de la deuda en capital.

En Brasil, la conversión de la deuda en capital se ha dado en muchas formas, y pasó por varias mutaciones antes de que entrara en vigor un programa oficial en 1988 (Brasil, 1988 y 1989; Bielschowsky, 1990; De Freitas, 1988; Wald, 1988, y De Moraes, 1988). Se llevó a cabo la conversión de la deuda en capital y adquirió cierta significación económica durante el período 1982-1987 mediante mecanismos temporales o ad hoc. Una disminución de la afluencia de inversión extranjera directa convenció a las autoridades de ofrecer incentivos tributarios para la capitalización de las operaciones de représtamo a las empresas extranjeras, con lo cual se registró la cantidad de 1 300 millones de dólares hasta que el programa se restringió rigurosamente en noviembre de 1984. En lo sucesivo, y hasta que se suspendió el programa en julio de 1987, las conversiones de la deuda en capital se limitaron solamente a las capitalizaciones directas, sin incentivos tributarios. Aun así, hubo inversiones de este tipo por un valor de 2 mil millones de dólares. Estas primeras operaciones en el campo de la conversión de la deuda ocurrieron a su valor nominal: es decir, Brasil pagó en moneda nacional 100% del valor original de la deuda con los bancos transnacionales convertida en capital.

El nuevo programa oficial que entró en vigor en noviembre de 1987 tuvo en dos componentes orientados a un fin común, el de captar la proporción más alta posible del descuento en los mercados secundarios. El primer componente fue un programa de conversión de la deuda basado en subastas, que produjo 2 000 millones de dólares en conversiones. El segundo elemento fue un programa caso por caso, limitado a deuda no vencida colocada a depósito en el Banco Central, que produjo 850 millones de dólares en conversiones. Nuestro análisis se centrará exclusivamente en el programa oficial de subastas, para el cual se cuenta con mayor información oficial, aunque los mecanismos temporales y ad hoc fueron por lo menos de igual importancia desde el punto de vista del volumen.

La característica principal del programa oficial de conversión de la deuda en capital fue el mecanismo de subastas, sujeto a límites mensuales de 150 millones de dólares, y que se basó en los descuentos ofrecidos. No se cobraron comisiones, pero el uso del tipo oficial de cambio se consideró un desincentivo. Los criterios de autorización de las inversiones, salvo una excepción, eran idénticos a los reglamentos liberales de autorización de las inversiones. La excepción fue que 50% de las cuotas mensuales se restringieron a ciertas zonas del país, a saber, los estados menos desarrollados del Nordeste, la región del Amazonas, Espirito Santo y Vale do Jequitinhonha. Se puede señalar que el programa permitía "usos aceptados" liberales de los recursos convertidos en capital; sin embargo, la compra de acciones en las compañías existentes no

habría de tener como resultado la desnacionalización de las empresas brasileñas. No hubo límites especiales a las remesas de utilidades, pero las empresas que habían repatriado capital durante el período 1985-1987 fueron supuestamente excluidas del programa. Tomando todo en consideración, antes de que se suspendiera el programa en enero de 1989, debido a la iniciación de un nuevo plan antiinflacionario, este programa oficial de conversión de la deuda en capital se concibió para captar una parte importante del descuento en el mercado secundario y encauzar la inversión extranjera directa hacia las zonas más pobres del país.

Los programas oficiales de conversión de la deuda basados en subastas tuvieron cierto grado de éxito, y se han registrado algunos beneficios. El descuento a que se llegó en las subastas aumentó de un promedio de 17.6% a 34% durante las 10 subastas, lo que significa que Brasil se quedó con cerca de la mitad del descuento en el mercado secundario. Además, casi la mitad de las inversiones generadas por el programa de conversión de la deuda en capital se destinó a zonas del país en crisis económica. Los proyectos de inversión correspondieron en su mayor parte a sectores prioritarios: maquinaria eléctrica (10.3%); productos químicos (10.1%), papel (7%), metales (6.4%), productos alimenticios (6.2%), turismo (5.8%), etc., si bien no está claro qué efecto tuvo ello en las exportaciones o en la disponibilidad de divisas. Hubo también bastante dispersión en lo que se refiere al país de origen de dicha inversión: Estados Unidos (29.9%), centros financieros (22.3%), Japón (15.3%), Francia (8.9%), Reino Unido (4.9%) y Suiza (4.5%).

Si analizamos en forma más crítica, es evidente que el volumen de las transacciones del programa oficial fue bastante deplorable para un país del tamaño de Brasil, y la operación del programa no dio un sentido claro de orientación a los inversionistas. Esta mezcla de criterios fue característica de la confusa estrategia para la conversión de la deuda en capital en particular y la gestión de la deuda en general. Es digno de señalar que el volumen del programa oficial de 1987-1988 de conversión de la deuda basado en las subastas ni siquiera superó el del programa restringido de 1984-1987 de capitalización directa. Además, las autoridades del Banco Central han reconocido un volumen de conversión no oficial de la deuda en capital de 4 300 millones de dólares. Si, de hecho, todos los mecanismos de conversión de la deuda usados en Brasil originaron inversiones extranjeras directas del orden de los 4 500 millones de dólares en 1985-1989, cabe pensar que la adicionalidad ha sido baja, puesto que los bancos transnacionales usaron los mecanismos de conversión de la deuda para fines de reinversión subvencionada o como sustituto de la inversión extranjera directa. Las compras con descuento de deudas en divisas y su rescate a valor nominal en moneda nacional, así como las prácticas especulativas, parecen haber sido toleradas por las autoridades aunque no produjeron una afluencia importante de inversión extranjera directa o una reducción considerable de la deuda de Brasil con los bancos



transnacionales, conforme a condiciones que favorecieran la estabilidad y el crecimiento nacional.

El análisis de estos cinco programas nacionales para la conversión de la deuda en capital demuestra que el mecanismo puede usarse para diferentes propósitos según la situación en que se halle el país deudor. Aún más, un programa establecido puede modificarse repentinamente para orientarlo a otros fines. En los cuadros 6 y 7 aparece un resumen de la información existente sobre los objetivos de la promoción de la inversión extranjera directa y la reducción de la deuda con respecto a estos cinco programas.

En el cuadro 6 se muestra con bastante claridad que sólo un programa, el de Chile, ha logrado transformar el mecanismo de conversión de la deuda en capital en el medio principal de promover la inversión extranjera directa, en una situación de corrientes de inversión en aumento<sup>4</sup>. El 80% del valor de las corrientes de inversión extranjera directa en 1985-1989 (que dobló con creces el de aquellas del período de "auge", 1978-1982) se encauzaron a través del programa de conversión de la deuda. El programa brasileño consiguió canalizar casi el 60% de las corrientes de inversión extranjera directa a través del programa de conversión de la deuda, pero fue apenas dos tercios de los flujos "normales" de dicha inversión. Casi una tercera parte de la mayor afluencia de inversiones extranjeras de México se encauzó a través de su programa de conversión de la deuda. Argentina y Filipinas tuvieron algún éxito en cuanto a aumentar las corrientes de inversión extranjera directa, pero sus programas de conversión de la deuda no fueron especialmente importantes en la obtención de ese resultado. El promedio de estos cinco países, que es sin duda engañoso, da a entender que mientras la afluencia de la inversión extranjera directa aumentó levemente, más del 40% de esa afluencia correspondió a programas de conversión de la deuda en los años 1985-1989. Ello indica que lo importante, al examinar los resultados en forma comparativa, no son los montos globales sino la índole de los programas en cuanto a lograr modificar las circunstancias nacionales.

Un caso similar se da respecto del objetivo de reducción de la deuda. En el cuadro 7 se señala que sólo el programa de un país -el de Chile, nuevamente- logró reducir en forma considerable la deuda con los bancos transnacionales (en 61%) y hacerlo en gran medida (38%) por medio del programa de conversión de la deuda. Es muy cierto que TODOS los otros deudores importantes de hecho hicieron un uso más intenso de la conversión de la deuda en capital para reducirla, pero su nivel de reducción fue menor (de 8% a 20% de la cuantía de la deuda). Debe mencionarse que México y Filipinas pusieron en práctica planes similares a la iniciativa Brady para la

---

<sup>4</sup> Los bancos transnacionales han alabado el ejemplo de Chile. Véase The Institute of International Finance, Inc., 1990.

Cuadro 6

ALGUNOS DE LOS PRINCIPALES PAISES DEUDORES:  
 IMPORTANCIA DE LA CONVERSION DE LA DEUDA  
 EXTERNA EN CAPITAL (CDC) PARA LA  
 INVERSION EXTRANJERA DIRECTA  
 (IED) a/ b/

(Millones de dólares y porcentajes)

	IED mediante CDC 1985-1989 (1)	Total IED 1985-1989 (2)	Total IED 1978-1982 (3)	IED mediante CDC (1)/(2)	Nivel de IED (2)/(3)
México	3 052	10 098	8 279	30	122
Brasil	4 529	7 687	11 775	59	65
Chile	3 160	3 947	1 424	80	277
Argentina	731	3 646	2 183	20	167
Filipinas	473	2 306	582	21	396
Total	11 945	27 684	24 243	43	114

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales, a base de información oficial y datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) referentes a la balanza de pagos.

a/ El objetivo de este cuadro es estandarizar la información de que se dispone acerca de la deuda con los bancos transnacionales descontada que se convirtió oficialmente en inversión extranjera directa materializada, excluido el efecto de todo requisito de dinero fresco o inversiones complementarias.

b/ Incluye sólo aquella parte que corresponde a las empresas extranjeras.

## Cuadro 7

ALGUNOS DE LOS PRINCIPALES DEUDORES: IMPORTANCIA  
DE LA CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA EN CAPITAL  
(CDC) PARA LA REDUCCION DE LA DEUDA  
CON BANCOS TRANSNACIONALES  
(BTN), 1985-1989

	Deuda con BTN 1987 (1)	Reducción mediante CDC 1985-1989 (2)	Reducción total de la deuda 1985-1989 (3)	Porcen- taje de reducción mediante CDC (3)/(1)	Porcen- taje de reducción mediante CDC (2)/(3)
Brasil	65 700	8 559	12 900	20	66
Chile	14 800 <sup>a/</sup>	3 426 <sup>b/</sup>	9 100	61	38
México <sup>c/</sup>	74 500	4 162	8 700	12	48
Argentina	30 600	2 276	2 400	8	95
Filipinas <sup>d/</sup>	11 700	849 <sup>b/</sup>	1 700	15	50
Total	197 300	19 272	34 800	18	55

Fuente: Unidad Conjunta CEPAL/CET sobre Empresas Transnacionales, a base de información oficial, y BIRF, Cuadros de la deuda en el mundo, 1990-1991. Deuda externa de los países en desarrollo, vol.2, cuadros sobre los países, Banco Mundial, Washington, D.C., 1990.

<sup>a/</sup> Esta cifra corresponde a 1985, el punto más alto de las obligaciones con los bancos transnacionales en el periodo 1985-1990.

<sup>b/</sup> A junio de 1990.

<sup>c/</sup> En 1990 se registró una importante reducción de las obligaciones pendientes con los bancos transnacionales del orden de los 6 900 millones de dólares (excluidas las obligaciones adicionales en dinero nuevo).

<sup>d/</sup> En 1990 se registró una importante reducción de las obligaciones pendientes con los bancos transnacionales, del orden de los 1 300 millones de dólares (excluidas las obligaciones adicionales en dinero nuevo).

reducción de la deuda y su servicio en 1990, pero en ninguno de los dos casos el programa de conversión de la deuda fue el mecanismo principal. Además, el promedio del grupo ofrece una visión bastante inexacta de la situación de cada uno de estos programas desde el punto de vista del objetivo de reducir la deuda con los bancos transnacionales.

### III

#### CONCLUSIONES

Como ya es evidente, los principales deudores han exhibido una tendencia clara, en los programas de conversión de la deuda externa en capital, a quitarle relieve al objetivo de promover la inversión extranjera directa y a concentrarse más bien en captar una parte considerable del descuento en el mercado secundario sobre la deuda de esos países con los bancos transnacionales. Esa tendencia se aceleró al crecer desmesuradamente los descuentos en los mercados secundarios a partir de 1987. Si bien a los bancos transnacionales, especialmente los que dominan los comités asesores de estos deudores, les gustan los programas de conversión de la deuda en capital (sobre todo los que hacen hincapié en la promoción de la inversión extranjera directa y que convierten la deuda con los bancos transnacionales a un valor cercano al par), es indiscutible que estos programas ya no son el mejor medio de que se dispone para captar una porción del descuento. Se generalizan cada vez más las operaciones de descuento al estilo de la iniciativa Brady.

A pesar de que el mecanismo de conversión de la deuda en capital ya no goza de la acogida que tuvo antes, es importante señalar que dichos programas pueden aún ser útiles para promover los objetivos definidos por las autoridades nacionales, incluso si a menudo son una imposición de los acreedores. Para ser útiles deben formularse minuciosamente con el fin de que se centren en UN SOLO objetivo principal y, en la medida que ello sea posible, reflejen las prioridades nacionales. El análisis de los programas individuales de conversión de la deuda en capital -no de estadísticas globales- ofrece la posibilidad de aprender de la experiencia de otros. Un examen a nivel de países particulares de los datos sobre las corrientes de inversión extranjera directa basada en la conversión de la deuda y sobre la reducción de la deuda con los bancos transnacionales confirma lo dicho.

Junto con la actual propensión general a dar la máxima importancia en los programas de conversión de la deuda en capital a la captación de descuentos y no a la promoción de la inversión extranjera directa, los principales deudores mostraron una tendencia a reemplazar la gestión de la crisis por la gestión de la deuda. Los países que lo hicieron son aquellos que han logrado los mejores resultados, desde el punto de vista de la economía

política, de la conversión de la deuda en capital. Los que han obtenido los resultados menos favorables son los deudores importantes que no han puesto en práctica políticas serias de ajuste estructural<sup>5</sup>. En una situación de inestabilidad macroeconómica, los efectos negativos de los programas de conversión de la deuda en capital a menudo anulan toda contribución positiva, y las consecuencias son generalmente la inflación y las prácticas especulativas. En estas circunstancias, es quizás más seguro dar relieve en los programas de conversión de la deuda a la captación de los descuentos más cuantiosos en el ámbito de un plan serio de privatización, de modo de reducir al mínimo el efecto en las variables monetarias. Además, los programas de conversión de la deuda pueden usarse para lograr ciertas dispensas de los bancos transnacionales, tales como aquellas que tienen que ver con las cláusulas de los contratos de préstamo que se refieren al pago anticipado y las que estipulan que se han de compartir los reembolsos, lo que ha de ser útil para la concertación posterior de acuerdos de reducción de la deuda y su servicio.

Aprovechar las enseñanzas que deja la experiencia concreta de otros deudores importantes y estar alerta a posibles nuevas iniciativas son dos aspectos que con frecuencia no tienen en cuenta los deudores, pero que son necesarios para la preparación de su repertorio de opciones.

---

<sup>5</sup> Se presentó un interesante cuadro sobre reformas en materia de políticas en América Latina durante el decenio de 1980, en Latin Finance, N°15, marzo de 1990, p.63. Se basó principalmente en John Williamson (comp.), 1990.

## BIBLIOGRAFIA

- Argentina, Banco Central de la República (1987): "Comunicación A-1109: programa de conversión de la deuda pública externa", Normas ordenadas permanentes, S.R.L, 27 de octubre.
- Balino, Tomás J.T. (1987): The Argentine Banking Crisis of 1980, IMF Working Paper, WP/87/77, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, 17 de noviembre.
- Bielschowsky, R. (1990): The Brazilian experience in debt equity conversion: an evaluation, Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (CET)/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), octubre, mimeo.
- Bouzos, R. y S. Keifman (1990): El menú de opciones y el programa de capitalización de la deuda externa argentina, Conversión de deuda externa y financiación del desarrollo en América Latina, R. Bouzos y R. Ffrench-Davis (comps.), Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, Colección de Estudios Internacionales.
- Brasil, Banco Central (1988): Brazilian Debt for Equity Program, Río de Janeiro, Fiscalizaçao e Registro de Capitais Estrangeiros (FIRCE)
- (1989): Conversão da dívida em capital de risco: retrospectiva e avaliação, DEPEC/FIRCE, diciembre.
- Business International Corporation (1987): Debt Equity Swaps: How to Tap an Emerging Market, Nueva York, agosto.
- (1988): Debt Equity Swaps Handbook: Programs, Tax and Legal Issues, New Trends and Corporate Case Studies, Nueva York, noviembre.
- Calcagno, Eric (1987): Los bancos transnacionales y el endeudamiento externo en la Argentina (LC/G.1483-P), Cuadernos de la CEPAL, N°56, Santiago de Chile, noviembre. Publicación de las Naciones Unidas, No. de venta: S.87.II.G.3.
- CET (Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas Transnacionales) (1990): Debt Equity Conversions: a Guide for Decision-Makers (ST/CTC/104), Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.90.II.A.22.
- (1991): Transnational Banks and the International Debt Crisis, ST/CTC/96, Nueva York, Publicación de las Naciones Unidas, No. de venta: E.90.II.A.19.

- Chile, Banco Central (1988): Provision of the Conversion of External Debt, Santiago de Chile.
- De Freitas, Carlos E. (1988): Conversión de la deuda externa en inversiones directas: experiencia brasileña, documento preparado para un seminario sobre conversión de la deuda externa, Caracas, mayo, mimeo.
- De Moraes, Pedro B. (1988): The debt-equity conversion program in Brazil, mimeo.
- Dreizzen, Julio (1988): Argentina: programa de conversión de la deuda externa, documento preparado para un seminario sobre conversión de la deuda externa, Caracas, mayo, mimeo.
- Dytianquin, Norma G. e Iluminada T. Sicat (1988): Debt-to-equity conversion: the Philippine experience, CB Review, octubre.
- Ffrench-Davis, R. (1990): Conversión de la deuda externa en Chile, 1985-88, Conversión de deuda externa y financiación del desarrollo en América Latina, R. Bouzos y R. Ffrench-Davis (comp.), Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, Colección Estudios Internacionales.
- Filipinas, Banco Central (1986): Circular N°1111, 4 de agosto.
- Fontaine, J. Andrés (1988): Los mecanismos de conversión de deuda en Chile, Estudios públicos, N°30, Santiago de Chile, Centro de Estudios Públicos (CEP), otoño.
- Fuchs, Mariana (1990): Los programas de capitalización de la deuda externa Argentina (LC/BUE/R.153), Buenos Aires, CEPAL, junio.
- García, A. y Silvia Junco (1987): Historia de la renegociación de la deuda externa argentina, Boletín informativo Techint, N°245, Buenos Aires, SIDERCA, Propulsora Siderúrgica Santa María y Techint, enero-febrero.
- Godinez, M. e I. Ruprah (1990): "En busca del descuento del mercado: México y el enfoque no convencional de la deuda externa", Conversión de la deuda externa y financiación del desarrollo de América Latina, R. Bouzos y R. Ffrench-Davis (comps.), Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano, Colección Estudios Internacionales.
- Lagos, R. (1989): Debt relief through debt conversion- a critical analysis of the Chilean debt conversion program, tesis presentada al Institute of Development Studies, Sussex, Londres, Universidad de Sussex, mimeo.

- Madrid, Raúl (1990): Over-Exposed U.S. Banks Confront the Third World Debt Crisis, Washington, D.C., Investor Responsibility Research Center, Inc.
- México (1986): Manual operativo para la capitalización de pasivos y sustitución de deuda por inversión, México, D.F.
- (1990): Convocatoria para la subasta de derechos del programa de intercambio de deuda pública por capital, Diario oficial de la Federación, México, D.F., 16 de julio.
- Ministerio de Finanzas, Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales (1990b): "Debt equity programs: the Mexican experience", informe preparado para el Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (CET), septiembre, mimeo.
- Mortimore, M. (1989): Conductas de los bancos acreedores de América Latina, Revista de la CEPAL, N°37, (LC/G.1547-P), Santiago de Chile, abril.
- Mortimore, M. y T. Huss (1991): Informe sobre la modernización industrial en México: resultados de la encuesta a las principales empresas con capital extranjero del sector manufacturero realizada en mayo-junio de 1990, Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (CET)/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), (LC/L.613), 21 de marzo de 1991. (Este documento se publicará próximamente en Comercio Exterior, México.)
- Schvarzer, J. (1983): Argentina 1976-1981; el endeudamiento externo como pivote de la especulación financiera, Economía de América Latina, N°10, México, D.F., Centro de Investigación y Docencia Económicas, A.C. (CIDE), primer semestre.
- Suratos, Armando (1990): Case study of the Philippine debt equity conversion program, informe preparado para el Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (CET), Nueva York, septiembre, mimeo.
- The Economist, (1987): Guide to debt equity swaps, special report N°1104, Londres, The Economist Publications Limited, septiembre.
- The Institute of International Finance, Inc. (1990): Fostering Foreign Direct Investment in Latin America, Washington, D.C., julio.



Unidad Conjunta CEPAL/CET (1989): El comportamiento de los bancos transnacionales y la crisis internacional de endeudamiento, Estudios e Informes de la CEPAL, N°76, Santiago de Chile, septiembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.89.II.G.12.

Wald, Arnold (1988): The debt-equity conversion program in Brazil, mimeo.

Williamson, John (comp.) (1990): Latin American Adjustment: How Much Has Happened?, Washington, D.C., Institute for International Economics, abril.

Williamson, Mary L. (1990): "Chile's debt conversion programs", informe preparado para la Unidad Conjunta CEPAL/CET, Santiago de Chile, agosto, mimeo.