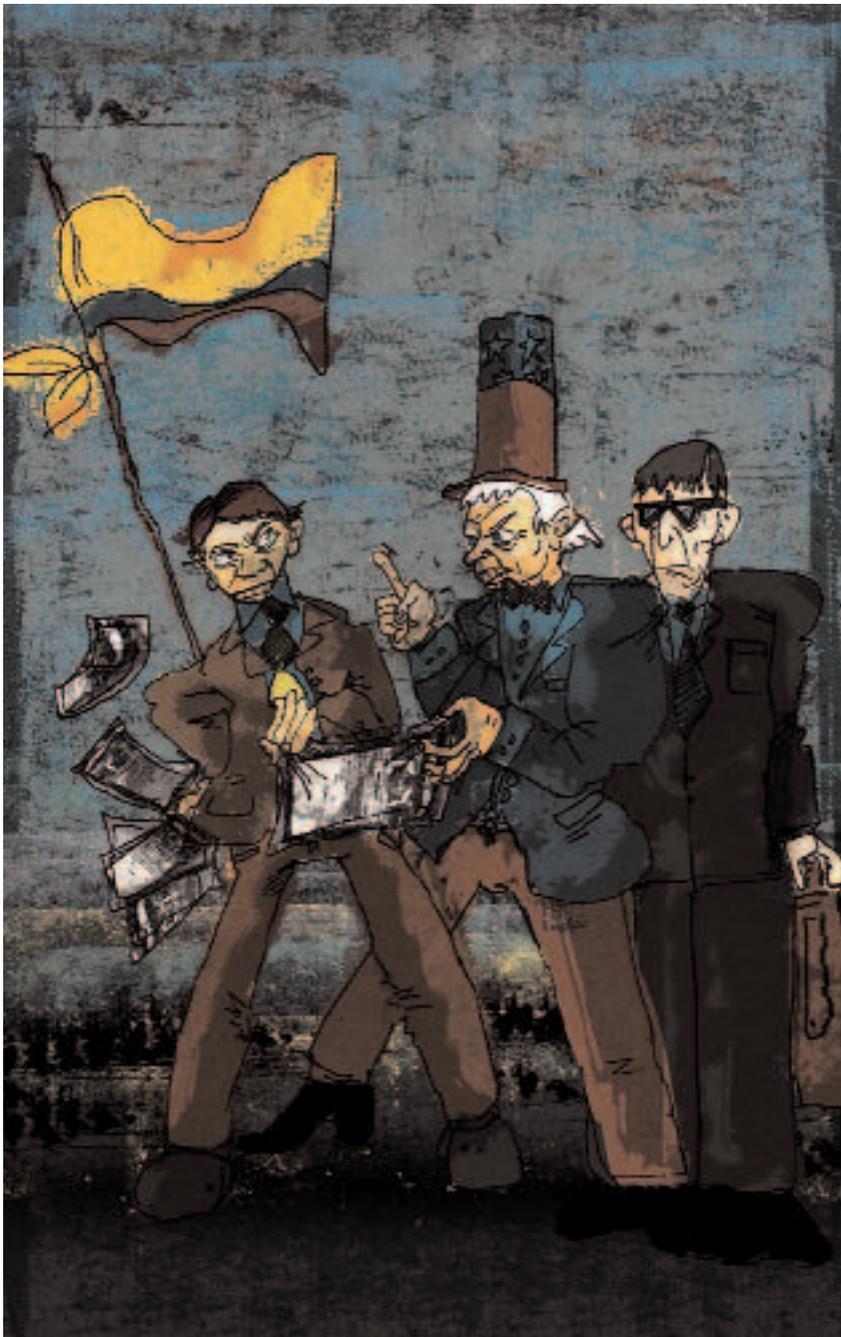


# ¿Recompra legítima de bonos ilegítimos?



Lejos quedó el discurso de “no pago” de la deuda pronunciado por el presidente **Correa** el 20 de noviembre de 2008 en el auditorio de Ciespal, en Quito, sin más argumento que el que los bonos Global emitidos como parte de la deuda comercial eran ilegítimos e ilegales, según había concluido la Comisión Auditora de la Deuda Externa, nombrada por su Gobierno.

Este argumento —que nunca se comprobó en un tribunal local ni internacional, ni en corte alguna— quedó en el limbo propio de un Estado desinstitucionalizado donde campea el populismo.

En efecto, dejando de lado el discurso de ilegitimidad, el Gobierno aterrizó una propuesta de recompra el 20 de abril, bajo una estrategia “de mercado” que considera los aspectos financieros, legales y crea una vía de solución real, que permitiría al Ecuador regularizar su permanencia en los mercados internacionales.

## ¿En qué consiste la propuesta?

En su forma más simple, consiste en que el Gobierno ofrece mínimo \$ 0,30 (treinta centavos de dólar), en efectivo, por cada bono Global 2012 ó 2030 que tenga un inversionista.

Desde luego, el tenedor puede estudiar la situación económica del Ecuador y pedir más de 30 centavos y presentar esa oferta por escrito hasta el 15 de mayo en las oficinas de Lazard Frères, la firma consultora financiera que ayudó a elaborar la propuesta, y que evaluará las propuestas de interesados para anunciar, hasta el 26 de mayo, a cuánto compra.

Ilustración: Daniel Unda.

Esta firma evaluará entonces los montos a ser vendidos y los precios de cada oferta y, tras consultas con el Gobierno, publicará el precio aceptado por el Ecuador.

La propuesta no habla de un techo, por lo cual parecería ser que quienes pidan un precio mayor podrían tener que ajustarse a un precio medio; será Lazard la que evalúe y, quizá, convoque a los interesados a acogerse al precio aceptado por el Gobierno o simplemente desarte sus ofertas.

Quienes propongan vender sus bonos Global al Ecuador a \$ 0,30 estarán seguros de redimirlos. Quienes rechacen la propuesta ecuatoriana es probable que sigan acciones legales. De hecho, ya hay algunos tenedores de bonos que planean iniciar acciones legales para demandar el pago de 100% del valor de los bonos y rechazan el 30% propuesto. Una organización denominada Ecuador Default ha convocado a los tenedores de bonos ecuatorianos impagos a conectarse con Milbank, Tweed Hadley & McCloy, una firma legal en Manhattan, la que buscaría que los jueces determinen acelerar el pago de la deuda (es decir, declarar judicialmente de plazo vencido y cobro inmediato la totalidad de la misma). Un despacho de Reuters dice que existe otro grupo de acreedores que se ha organizado en Florida. Según esta agencia, los acreedores organizados representan a inversores que tienen al menos 25% del monto del capital de los bonos 2012; es decir, unos \$ 127 millones, monto mínimo para declarar de plazo vencido los bonos en mora. Sin embargo, el analista **Ramiro Crespo** considera que, antes que plantear juicios y embargos, lo que buscarán estos grupos organizados es presionar al Gobierno a que mejore su oferta. El 30 de abril los tenedores de

bonos 2012 pidieron su aceleración (*El Comercio*, 1 de mayo)

El Gobierno, con sus asesores legales Clifford & Chance y sus asesores financieros Lazard Frères, tendrá que manejar todas las opciones. Un aspecto clave, que aún no está claro, es el financiamiento que requiere el Gobierno para perfeccionar la recompra.

### ¿Qué montos están involucrados?

Los bonos Global, una parte de la deuda comercial, alcanzaban, al 31 de enero de 2009, un monto de \$ 4.025,6 millones, en un total de deuda externa pública de \$ 10.045,5 millones, lo que equivale a 29,4% de la deuda pública total, que incluye deuda externa e interna (*Cuadros 1 y 2*).

De éstos, \$ 2.835 millones son el saldo de bonos Global 2030 y \$ 540,6 millones el saldo en los Global 2012, los dos tachados de “ilegítimos” por el Gobierno, por lo que dejó de pagar sus intereses cayendo en mora. El tercer bono, Global 2015, recibió un tratamiento diferente (*Recuadro 2*).

La invitación a la recompra, teóricamente, sería sobre los bonos 2012 y 2030, o sea por un monto total de \$ 3.375,6 millones. Sin embargo, el Gobierno no ha transparentado qué monto de estos bonos ya recompró a través de terceros, después de hacer bajar el precio artificialmente al no pagarlos, tras declarar su supuesta ilegitimidad. Algunos especialistas de mercado de Barclays Bank estiman que el Ecuador habría comprado entre \$ 1.400 millones y \$ 1.800 millones a precios inferiores a 30%, precio al que cayeron los bonos tras el anuncio de moratoria; para ello habría utilizado entre \$ 420 a \$ 520 millones de fondos propios ecuatorianos. Para recomprar el saldo restante requeri-

CUADRO 1  
¿QUÉ MONTOS ESTÁN INVOLUCRADOS?  
AL 31 DE MARZO 2009  
(EN MILLONES \$ Y EN %)

CUADRO 1 LOS BONOS GLOBAL SON 29,4% DE LA DEUDA PÚBLICA TOTAL		
Total deuda pública:	13.691	100,0%
Total deuda interna pública:	3.645	26,6%
<b>Total deuda externa pública:</b>	<b>10.046</b>	<b>73,4%</b>
ORG. INTERNACIONALES	4.289	31,3%
GOBIERNOS	1.437	10,6%
<b>BANCOS Y BONOS</b>	<b>4.260</b>	<b>31,1</b>
CRÉDITO PROVEEDORES	59	0,4%
BALANZA DE PAGOS (FMI+FLAR)	0	0,0%

CUADRO 2  
LA MORATORIA Y PROPUESTA DE  
RECOMPRA SE DA SOBRE \$ 3.375,6  
MILLONES EN BONOS GLOBAL

BANCOS Y BONOS	4.260,3	
Convenios originales	126,0	
Bonos Brady	108,7	
Descuento	12,3	
Par	50,2	
PDI	46,2	
<b>Bonos Globales</b>	<b>4.025,6</b>	<b>29,4%</b>
Bonos 2030*	2.835,0	20,7%
Bonos 2012*	540,6	3,9%
Bonos 2015	650,0	4,7%
*En moratoria objeto de recompra	3.375,6	

FUENTE: SIGADE, BOLETÍN DEUDA EXTERNA PÚBLICA, MF.

rá entre \$ 500 a \$ 950 millones adicionales, pues el pago se hará en efectivo.

El ministro de Coordinación de Política Económica, **Diego Borja**, asegura que los recursos en efectivo para la recompra de los bonos en mora constan en el presupuesto del Estado; pero a fines de abril, este presupuesto no está financiado y hace falta una acción proactiva de ese ministerio y del de Finanzas para obtener los créditos que permitan financiar una brecha que fácilmente supera los \$ 2.500 millones.

El monto comprometido de pago de intereses de los Global en 2009 era de \$ 392 millones, repartidos así: dos cuotas de intereses del bono 2030, por \$ 135 cada una, en febrero y en agosto; otras dos cuotas por el bono 2012, de \$ 36 millones cada una, una en mayo y otra en noviembre; el pago de intereses de los 2015 se hace en junio y diciembre, cada cuota de \$ 30,5 millones.

La decisión de la moratoria en bonos 2012 y 2030, en medio de la crisis de

RECUADRO 1

### INVITACIÓN A UNA SUBASTA HOLANDESA MODIFICADA

**Precio mínimo:** 29,5% + 50 puntos básicos (p. b.) sobre el valor facial

**Fecha límite propuesta de recompra:** mayo 15, 2009

**Fecha anuncio del precio aceptado:** mayo 26, 2009

**Agente de la oferta:** Lazard Frères Banque

**Agente de información de la invitación:** MacKenzie Partners Inc.

FUENTE: BOLETÍN DE LAZARD FRÈRES.

RECUADRO 2

## ¿POR QUÉ NO CAYERON EN MORA LOS GLOBAL 2015?

Un tercer tipo de bono, los Global 2015, también fue calificado de ilegítimo en noviembre de 2008, por el presidente Correa y principalmente por la Comisión Auditora de la Deuda; de éstos existe en el mercado un monto de \$ 650 millones.

Sin embargo, a pesar de considerarlo ilegítimo, el Gobierno ha seguido pagando sus intereses. Sobre esta discriminación en contra de unos bonos y a favor del 2015 se han elaborado algunas suposiciones. Una de éstas es que Venezuela emitió seguros de no pago de los 2015 (CDS) y que, si el Ecuador no los pagaba, el país “hermano de revolución” hubiese tenido que desembolsar ingentes recursos por la ejecución del seguro de no pago. El Gobierno no ha dicho esta boca es mía sobre esta diferencia de trato, siendo que los bonos 2015 se emitieron para poder financiar parcialmente la recompra de bonos 2012, vistos como “ilegítimos” por el Gobierno y su Comisión de Deuda.

liquidez más severa desde 1930 para el mundo y para el país, no obliga al Ministerio de Finanzas a financiar los \$ 392 millones de intereses programados, sino más: entre \$ 420 a \$ 520 millones para recompras furtivas realizadas y otros \$ 500 a \$ 950 millones para la recompra en mayo de 2009.

En definitiva, la decisión de declarar la moratoria en un momento tan ino-

portuno ha demandado casi cuatro veces más liquidez del Gobierno que pagar los intereses programados. Esta decisión que complica la liquidez y la caja fiscal se dio en el momento en que hay menor liquidez en el mundo y en el país. Los montos utilizados en la recompra de bonos pudieron ser usados en política contracíclica para ayudar a dinamizar la economía internamente.

RECUADRO 3

## LOS ACIERTOS Y DESACIERTOS DEL GOBIERNO

### Los aciertos

- Contratar para armar la propuesta de recompra a los más conspicuos representantes del mercado financiero mundial, tan denostado por el régimen: Clifford & Chance y Lazard Frères, firmas artífices o representantes de privatizaciones, fusiones de grandes empresas transnacionales, de operaciones en los mercados de capitales y de inversiones, donde se enraíza el capitalismo mundial propio de “la larga noche neoliberal”, en la que está inmerso el mundo globalizado, y del cual —en el discurso— trata de escapar el Gobierno ecuatoriano.

- Plantear una propuesta de recompra de una deuda que considere “ilegal” e “ilegítima”, puesto que con esto reconoce que los instrumentos

legales firmados por el Estado tienen mayor valor que el discurso ideológico que emite el Gobierno.

- Plantear una propuesta “de mercado” para solucionar la moratoria, a pesar de que en el discurso ataca y critica el “sistema de mercado”, puesto que con esto reconoce la necesidad del Estado de no estar moroso en los mercados internacionales por razones subjetivas, cuando objetivamente requiere reabrirse las puertas del financiamiento de multilaterales y del mismo mercado financiero privado.

### Los desaciertos

- Haber declarado la moratoria de los bonos Global, lo que le cerró las puertas del financiamiento en el mercado mundial y complicó con los multilaterales.

- No pagar los contratos de deuda firmados legalmente por el Estado ecuatoriano, aduciendo “ilegalidad” e

## ¿Qué pensar de la propuesta?

La oferta de pago en efectivo “es mejor que las expectativas que tenía el mercado”, dice el análisis del reporte semanal de Analytica Securities (20-24 de abril, 2009), ya que, debido a la falta de liquidez del Ecuador, esperaban una propuesta de canje con otro tipo de bono, que hubiese tenido muy poca credibilidad dado el historial ecuatoriano en el tratamiento del tema de la deuda. El pago en efectivo es mucho más atractivo que el canje con otro bono, más en este momento de iliquidez de los mercados mundiales. Por otra parte, dice el mismo informe, la oferta coincide con el valor de mercado, ya que los bonos Global 2012 y 2030 se han estado transando en un rango de 30% de su valor aun antes de la propuesta de recompra del Gobierno. Incluso, muchos analistas esperaban un descuento más agresivo que el 70% propuesto por la administración Correa, dice esta carta semanal especializada en temas de deuda y bolsa.

El Gobierno habría recomprado en

“ilegitimidad” a partir de criterios insostenibles en ninguna corte nacional o internacional, es decir, por pura subjetividad. Un instrumento legal debe combatirse con otro de igual tenor.

- Calificar de “ilegal” e “ilegítima” toda la deuda, incluyendo los bonos 2015, y luego seguir pagando solo éstos, sin explicar por qué éstos y no los otros.

- Decir al mundo que no pagará la deuda por ser “ilegal” e “ilegítima”, tumbar con ese anuncio el precio en los mercados y furtivamente —a través de terceros— recomprar los bonos denominados “ilegítimos” a un precio que bajó por el anuncio del Gobierno. Mantener silencio sobre el tema, sin transparentar sus acciones de recompra. Si esto no es así, ha hecho pensar que así es, apareciendo ante los mercados emergentes como una poco ética “manipulación” del mercado, que tal vez tiene hasta implicaciones penales.

meses anteriores —silenciosa y furtivamente—, a partir de noviembre de 2008 y a través de terceros, un monto de bonos globales que especialistas de Barclays Capital estiman en \$ 1.400 millones a \$ 1.800 millones con un descuento de al menos 30%, en una acción reñida totalmente con la ética, que sería causa de litigio en las cortes, al tumbar el precio con el argumento de la “ilegitimidad”, para recomprar a escondidas el bono “ilegítimo”, lo cual le ha valido la acusación de “manipulación” del mercado, algo que podría ser demandado legalmente en las cortes de Manhattan por los tenedores de bonos.

<  
 EL GOBIERNO HABRÍA  
 RECOMPRADO —SILENCIOSA  
 Y FURTIVAMENTE—,  
 A PARTIR DE 2008 Y A  
 TRAVÉS DE TERCEROS,  
 UN MONTO DE BONOS  
 GLOBALES, EN UNA ACCIÓN  
 REÑIDA CON LA ÉTICA.  
 >

El 15 de diciembre entraron en mora los bonos Global 2012 y el 15 de marzo los Global 2030. La propuesta de recompra se hizo el 20 de abril. En mayo se conocerá la respuesta del mercado a la propuesta ecuatoriana, el tratamiento que le da el país y el monto y su financiamiento. Es de esperar que algunos tenedores acepten la propuesta y otros demanden legalmente al país por el 100% del valor. Un análisis de Barclays Bank calcula que el Ecuador dispone de liquidez en sus cuentas internas (RILD, IEISS, cuentas del Gobierno central, de gobiernos locales, etc.) por más de \$ 3.100 millones para realizar la recompra, que hay margen para que esta operación se haga a un precio superior a 30 centavos. GESTIÓN considera que ese monto, que suma varias cuentas, no está formado por recursos de los que el Gobierno pueda disponer con facilidad o que pueda destinar directamente a recompra de deuda, al menos si va a respetar la legislación vigente.

## Los asesores del Gobierno: conspicuos representantes del mercado

Las dos firmas que el Gobierno de Rafael Correa escogió para la operación son “las duras” en los campos financiero y legal, por su experiencia y prestigio.

**Clifford & Chance** es el bufet de abogados londinense contratado por el Gobierno del Ecuador. Es considerada una empresa líder en asesoría legal con amplia experiencia en el sector comercial, inmobiliario, mercados de capitales, banca de inversión, litigios y resolución de disputas en Europa, Asia y América. Es una de las más grandes y recursivas del mundo, con una vasta experiencia en fusiones y operaciones bancarias y financieras. Se convirtió en la firma más grande en número de abogados y en ingresos en 2006, superando los \$ 2.039 millones de dólares ese año. En diferentes ocasiones ha sido agente legal de los bancos comerciales y de inversión más representativos de la economía norteamericana, holandesa, británica y francesa: JP Morgan, ABN Amro, Barclays y BNP Paribas.

**Lazard Frères Banque** es la firma de asesores financieros que armó la propuesta de la subasta holandesa modificada presentada por el Ecuador. Su origen data de 1848 y ha asesorado las más importantes complejas y reconocidas fusiones y adquisiciones en los últimos 75 años. Ha asesorado más de 1.000 fusiones y adquisiciones en los últimos años, por un monto de \$ 1.000 millones de dólares. Ha asesorado reestructuraciones corporativas del más alto perfil que, solo desde 1999, son más de cien, por un monto de \$ 300.000 millones. El ex subsecretario de crédito público, **Pablo Dávalos**, señala que Lazard Frères está en el centro de la acumulación capitalista mundial y en los sitios del poder financiero mundial, como se desprende de directivos de esta institución como **Kenneth Jacobs** o **Vernon Jordan**, quienes incluso asisten a las reuniones anuales del llamado Club Bilderberg, donde se toman las más importantes decisiones sobre la globalización, capitalismo y poder mundial. **LM** (MPV)

## POR QUÉ NO PODEMOS DISTINGUIR CARAS EN LOS NEGATIVOS DE LAS FOTOS

Los humanos reconocen fácilmente las caras, pero cómo lo hacen ha resultado un permanente misterio para la neurociencia y la psicología.

En un esfuerzo por explicar la capacidad humana en este terreno, investigadores del Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT) realizaron un estudio sobre una de las condiciones en que las personas no reconocen los rostros: en los negativos de las fotos. Los resultados obtenidos de esta investigación sugieren que la respuesta al misterio de nuestra capacidad estaría en la confianza del cerebro en cierto tipo de rasgo de la imagen.

Se trata, en concreto, de que, en condiciones de luz normales, los ojos de las personas parecen más oscuros que la frente y las mejillas. Los investigadores apuntan a que, en el caso de los negativos de las fotos, los rostros serían difíciles de reconocer para el cerebro humano porque en dichos negativos se distorsionan mucho las regularidades lumínicas alrededor de los ojos.

Este trabajo podría ayudar a crear nuevos sistemas de visión computarizada y también a generar pruebas para medir las habilidades de percepción de la cara en niños con autismo, entre otras aplicaciones, afirman los científicos.

Más información en: [web.mit.edu/newsoffice/2009/brain-photo-0313.html](http://web.mit.edu/newsoffice/2009/brain-photo-0313.html) **LM**

