

# REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA ARGENTINA: PROPOSTA E RESULTADOS

*Ana Rosa Ribeiro de Mendonça*<sup>1</sup>

## INTRODUÇÃO

**A**pós um longo período de crise latente, que se explicitou já em meados da década de noventa quando da crise mexicana, e em seu terceiro ano consecutivo de recessão, que gerou um contexto de grave crise econômica, social e política, o governo argentino declarou moratória de sua dívida soberana em dezembro de 2001 e no início de janeiro de 2002 acabou por abandonar o regime de conversibilidade ao dólar, em vigor desde 1991. Após quatro anos de moratória, no início de 2005 o governo argentino apresentou uma proposta de reestruturação de sua dívida em moratória. O objetivo do presente trabalho é apresentar o conteúdo e os resultados imediatos de tal proposta.

## 1 A PROPOSTA DE REESTRUTURAÇÃO

Em janeiro de 2005 o governo argentino iniciou o processo de reestruturação de sua dívida em títulos em moratória de capital e de juros, desde dezembro de 2001. Propôs, então, a troca de dívida velha e não paga, no valor total de US\$ 81,8 bilhões<sup>2</sup> por novos títulos no valor máximo de US\$ 41,8 bilhões. Aos detentores de títulos em *default* caberia a opção de aderir, no período de 12 de janeiro a 25 de fevereiro de 2005, à troca de 152 bônus por três novos bônus de menor valor e maior prazo, ou a opção de manter tais títulos, sem garantias do recebimento de principal e juros.

É possível afirmar que a própria suspensão de pagamentos criou condições para a montagem deste tipo de proposta de reestruturação, unilateral, na qual o governo argentino oferece aos detentores de títulos um tipo de contrato de adesão. O novo formato assumido pelas operações financeiras internacionais a partir da década de oitenta e que marcou o processo de endividamento de países da América Latina nos anos noventas, implica a existência de um grande número não fixo de credores, uma vez que os instrumentos são negociáveis. Tal pulverização de credores pode tornar o processo de renegociação mais complexo, mas certamente fortalece a posição do devedor único.

Ao governo argentino, a reestruturação da dívida colocava-se como única forma de viabilizar a volta de tomadores argentinos, públicos e privados, ao mercado de capitais internacional. Dada esta necessidade, quais seriam os possíveis efeitos da não aceitação da reestruturação por parcela considerável dos agentes credores? Os efeitos no curto prazo seriam que a Argentina continuaria sendo vista na condição de paria no sistema financeiro internacional e suas negociações com o Fundo

---

<sup>1</sup> Professora Doutora do Instituto de Economia da Unicamp/Pesquisadora do NEIT (Núcleo de Economia Industrial e da Tecnologia).

<sup>2</sup> Este montante incluía taxas de juros a que se tinha direito até dezembro de 2001, cerca de US\$ 2,1 bilhões, e que não haviam sido pagas. Segundo Nielson, Secretário de Finanças, tal capitalização de juros devidos até o momento do *default* foi introduzida a partir da discussão com ampla gama de credores (Mecon, 2005b).

Monetário seriam dificultadas. Provavelmente a economia continuaria crescendo, como o fez nos últimos dois anos. No entanto, os limites certamente se apresentariam de forma mais clara nos médio e longo prazos, dada a esperada dificuldade em obter recursos para o financiamento de novos investimentos, certamente necessários à manutenção do crescimento econômico. Tal limitação ganha contornos especiais quando combinada com a escassez do crédito interno que resulta das fragilidades do sistema financeiro argentino. Em função da moratória, parcela importante de empresas argentinas tem tido acesso restrito a operações de crédito junto a instituições financeiras internacionais e possivelmente, em função do acesso restrito a mecanismos de financiamento de prazos mais longos, parte dos investimentos de grandes empresas tem migrado para outros países da região.

O principal argumento apresentado pelo governo para justificar o formato da proposta de troca é a idéia da sua viabilidade, seja do ponto de vista de sua exequibilidade, seja do ponto de vista de sua compatibilidade com os expressos objetivos de crescimento econômico, como pode ser depreendido da passagem abaixo,

“Se é necessário que haja uma ampla aceitação da oferta de reestruturação da dívida, isto só é conveniente se a oferta é consistente com a capacidade de pagamento do país, sendo a única solução sustentável de se chegar a um acordo de reestruturação que permita ao setor público do país viver com seus próprios recursos..... seria contraditório .... pressionar pela obtenção de uma oferta de reestruturação incompatível com o progresso de um país” (Mecon, 2004a, p. 1-2).

Aos credores domésticos e internacionais, a proposta de reestruturação poderia interessar como forma de garantir o recebimento, mesmo que parcial, dos recursos aplicados. No entanto, convém ressaltar que os deságios embutidos na proposta de troca, como será visto abaixo, não necessariamente implicam perdas para a totalidade destes. O desconto proposto pelo programa de reestruturação, que como será visto abaixo chega a 66,3%, de alguma forma reflete a leitura dos próprios agentes do mercado, que em um primeiro momento aceitaram títulos que pagavam elevadas taxas de juros por implicarem maiores riscos e em um segundo momento, negociaram por anos tais títulos a 28% ou 30% de seu valor de face (*Valor Económico*, 13 jan. 2005; Nogueira Batista, 13 jan. 2005).

Ao optar pela troca, os detentores de títulos em moratória poderiam escolher entre três novos títulos, **bônus ao par**, **bônus com desconto** e **bônus quase ao par**. Entre os incentivos oferecidos pelo governo argentino para estimular tais trocas, destacam-se os específicos a cada título, a serem explicitados na apresentação destes, e os gerais, comuns a todos. Entre estes últimos figuram duas inovações, a criação do credor favorecido e das unidades ligadas ao crescimento do PIB, e a possibilidade de recompra por parte do governo argentino dos novos títulos, além dos novos títulos incluírem cláusulas de acordo coletivo (CACs). A adesão ao processo de troca transforma os possuidores destes novos bônus em credores favorecidos. Se o governo argentino resolver realizar, até dezembro de 2014, operações de compra, troca ou retificação de qualquer grupo de títulos que não tenha sido objeto do atual processo de troca, terão os possuidores destes novos títulos a opção de participar da dita operação, em montante proporcional ao da dívida em moratória que detinham antes da troca. Unidades ligadas ao crescimento do PIB serão emitidas ao lado e separadamente dos novos títulos. A propriedade de tais unidades garantirá o recebimento de pagamentos anuais sempre que a economia argentina crescer mais do que certos níveis pré-estabelecidos. O governo argentino também se propõe a destinar, entre os anos de 2005 e 2010, montante equivalente a 5% do excesso anual do PIB

sobre o nível base para a recompra de bônus emitidos para a troca. Estas últimas cláusulas sugerem a explícita vinculação do serviço da nova dívida à capacidade de pagamento não simplesmente do governo, já que os critérios eleitos não são necessariamente orçamentários, mas da economia argentina, além do compromisso com o crescimento. A idéia parece ser criar um círculo virtuoso e factível em torno do crescimento: quanto mais a economia cresce, mais os credores ganham.

Podemos destacar dois outros grupos de incentivos criados de forma a estimular a troca, que se não são gerais, pois não atingem todo o conjunto de títulos negociados, também não são específicos, já que incidem sobre mais de um tipo de título. Primeiro, o estabelecimento de um mecanismo de indexação para os títulos emitidos em pesos, cujos valores estarão vinculados ao comportamento do coeficiente de estabilização de referência (CER), o que vincula o valor da dívida em pesos à inflação doméstica. Segundo, a data de emissão da nova dívida é 31 de dezembro de 2003. Desta forma, os credores que optarem pela troca e pelos **bônus ao par e com desconto**, terão direitos a receber, em primeiro de abril de 2005, os juros vencidos e a que têm direito até aquela data.<sup>3</sup>

Os incentivos destacados acima, específicos ou gerais, devem ser entendidos do ponto de vista individual dos credores. Há, no entanto, não em nível do credor individual, mas do processo de troca como um todo, um outro tipo de incentivo. Em sua proposta, o governo monta dois cenários distintos: um se a adesão for menor ou igual a 70% e outro se a adesão for maior do que 70%. A diferença básica dos dois cenários diz respeito à oferta de novos títulos. Se a adesão for maior do que 70%, o que obviamente mostra-se mais interessante para o governo argentino, é maior a oferta de bônus com menores descontos e menor a oferta de bônus com maior desconto. Ou seja, quanto maior a adesão, melhor a oferta de títulos.

A troca por **bônus ao par** seria feita sem desconto, no montante máximo de US\$ 10 bilhões (se a adesão dos credores fosse igual ou menor do que 70%) e de 15 bilhões (se a adesão dos credores fosse maior do que 70%). Estes novos títulos têm vencimento em 2038, oferecem cupom anual crescente<sup>4</sup> com pagamento semestral de juros e amortização em parcelas semestrais iguais a partir de 2029. Podem ser expressos em dólares norte-americanos, euros ou pesos, no caso de trocas de títulos em moratória expressos em moeda estrangeira, e em pesos, no caso de troca de títulos em moratória em pesos. Critérios foram estabelecidos para a troca destes títulos, de forma a ordenar a distribuição destes em caso de a demanda apresentar-se maior que a oferta oferecida pelo governo argentino. Terão preferência os credores que aderirem à troca nas três primeiras semanas (14 de janeiro a 4 de fevereiro) e no montante de até US\$ 50 mil, o que indica a preferência dada aos pequenos poupadores.<sup>5</sup>

O valor total máximo da troca de títulos em moratória por **bônus com desconto** seria de US\$ 20,2 bilhões (se a adesão dos credores fosse igual ou menor do que 70%) e US\$ 18,5 bilhões (se a

<sup>3</sup> Os possuidores de bônus quase ao par não têm tais direitos em função de características específicas estes, como será discutido adiante.

<sup>4</sup> O cupom crescente seria de 1,33% nos primeiros cinco anos, 2,5% entre os anos 6 e 15, 3,75% entre os anos 16 e 25 e 5,25% a partir do ano 26.

<sup>5</sup> Este seria o valor mínimo ou o equivalente em outra moeda: £ 30 mil, ¥ 5 milhões, € 40 mil e Ps 150 mil. Segundo Nielson, secretário de Finanças do Ministério da Economia e Produção, a criação deste mecanismo mínimo de concessão que privilegia os pequenos poupadores é um dos resultados palpáveis de um longo processo de discussão com uma ampla gama de credores, fundamental para o desenho da proposta. (Mecon, 2005b)

adesão dos credores fosse maior do que 70%), e a troca por estes títulos implicaria desconto de 66,3 %. Estes títulos têm vencimento em 2033, oferecem cupom anual de 8,28% parcialmente pago em *cash*, em parcelas semestrais, e parcialmente capitalizado, além de amortização a partir de 2024, em parcelas iguais e semestrais. Assim como os bônus ao par, podem ser expressos em dólares norte-americanos, euros ou pesos, no caso de troca de títulos em moratória expressos em moeda estrangeira, e em pesos, se os títulos em moratória a serem trocados forem expressos em pesos. Ou seja, os detentores de títulos em moeda estrangeira podem optar pela moeda de emissão dos novos títulos, o mesmo não ocorrendo com os detentores de títulos em pesos. No caso destes títulos, não há critério específico para a concessão da troca. A única regra não procura resolver o excesso de demanda, como no caso dos outros títulos, mas sim cria uma demanda por estes títulos. Se o credor escolheu bônus ao par ou quase ao par, mas os pedidos não puderem ser atendidos, dados os mecanismos de concessão daqueles, tal o excedente deverá ser trocado por bônus com desconto. Ou seja, o governo argentino espera uma demanda mais elevada pelos outros novos títulos, o que é facilmente compreensível, dado o elevado desconto que a troca por estes títulos implica, mesmo considerando-se que o cupom anual oferecido por estes é substancialmente mais elevado.

A troca de títulos em moratória por **bônus quase ao par** seria feita com 30,1% de desconto, no montante máximo de Ps\$ 24,3 bilhões, cerca de US\$ 8,3 bilhões. Tais títulos têm data de vencimento em 2045, oferecem de cupom anual de 3,31% a ser capitalizado nos dez primeiros anos e pago semestralmente em *cash* nos anos subsequentes, além de amortizações em parcelas semestrais e iguais a partir de 2036. Estes títulos só podem ser emitidos em pesos e foram idealizados principalmente para as Administradoras de Fundos de Pensão e de Aposentadorias (*Valor Económico*, 13 jan. 2005). O mecanismo específico para a concessão destes títulos é a ordem temporal da adesão por parte dos credores: “o primeiro a chegar é o primeiro a levar”, sendo US\$ 350 mil o montante mínimo para a subscrição.

A proposta de reestruturação é muito clara com relação aos credores que não aderirem à troca. Não haverá uma nova rodada de troca de dívida, o que foi garantido inclusive pela aprovação pelo parlamento argentino da lei ferrolho (*ley cerrojo*).<sup>6</sup> Além disto, a inclusão da cláusula do credor mais favorecido é apresentada pelo governo não só como uma inovação, como também uma reafirmação do caráter único da discutida oferta. Sendo assim, se uma nova rodada de troca está afastada pelo governo argentino, qual será a situação dos credores que se negarem a aderir à troca, mantendo posição firme com relação aos pagamentos que os títulos em moratória deveriam garantir? Há espaço para batalhas judiciais? A resposta a esta pergunta não é simples ou direta. No entanto, decisões recentes da justiça belga e o posicionamento conjunto do Tesouro e Bancos Central norte-americanos no caso argentino podem ser elucidativos. Estes se manifestaram contra interpretações que defendiam que credores de títulos em moratória poderiam interferir, através de processos judiciais, no circuito de pagamento do serviço da dívida nova ou reestruturada. A postura do governo argentino com relação aos *holdouts* parece muito clara no depoimento do secretário de finanças do Ministério da Economia e Produção, Nielson, “... a Argentina materializou a melhor oferta possível dentro do sustentável. Não se pode simultaneamente oferecer o máximo possível e atender os *holdouts*. É uma coisa ou outra” (Mecon, 2005b, p. 7).

<sup>6</sup> Tal lei impede o poder executivo de melhorar a oferta e/ou reabrir o processo de troca.

A discutida proposta de reestruturação da dívida argentina gerou ruidosas reações por parte de alguns agentes de mercado, em especial de grupos organizados. Entre estes se destacam, dentro do país, a *Asociación de Ahorristas Estafados por la Pesificación y el Default* e no exterior, o Comitê Global de Credores da Argentina (CGCA).<sup>7</sup> Este último, através de seu presidente, o banqueiro Nicola Stock, rejeitou a oferta, afirmando que Argentina não teria agido de boa fé, como demandado pelo Fundo Monetário e que a proposta estaria aquém das condições atuais de pagamento da economia do país. Stock, que representa credores da Alemanha, Itália, Japão e EUA, afirmou reunir 450 mil credores estrangeiros que deteriam cerca de US\$ 40 bilhões em títulos em moratória e ameaçou questionar a oferta argentina na justiça, recorrendo inclusive ao tribunal arbitral do Banco Mundial (*Folha de São Paulo*, 13 jan. 2005). No entanto esta posição não foi unânime entre os credores. A Associação dos Fundos e Pensão e Aposentadorias, que reúne cerca de 10 milhões de associados argentinos, aderiu à troca já no primeiro dia. Grandes instituições financeiras internacionais tais como BankBoston, City Bank, Francês e Santander-Rio decidiram, ainda no início do processo, participar da troca deixando ao cargo de seus clientes a decisão de adesão (*Valor Econômico*, 17 jan. 2005). Outras, entre as quais Deutsche Bank, First Credit Suisse Boston e HSBC foram além e estimularam seus clientes a aderirem à troca (pag12 web, 25/02/05). Não se pode deixar de mencionar as instituições que colaboraram com o processo, atuando enquanto organizadoras globais: Barclays, UBS e Merrill Lynch<sup>8</sup> (Mecon, 2005b). Entre os governos, destacam-se o apoio do governo francês e as severas críticas de altos funcionários do governo italiano, país com elevado número de pequenos poupadores comprados em títulos argentinos.<sup>9</sup>

Quando do lançamento da proposta, muito se discutiu sobre qual seria o nível de adesão à proposta e mais, qual nível indicaria que a reestruturação foi bem sucedida. Havia consenso entre os analistas que maioria seria atingida se 70% a 80% dos credores aderissem à proposta.<sup>10</sup> O governo argentino, na figura do ministro da economia, Roberto Lavagna, chegou a afirmar que 50% de adesão seria suficiente para indicar o sucesso da troca, isto porque somado ao montante da dívida que está em condições normais, cerca de 43%, resultaria em cerca de dois terços da dívida com pagamentos em dia. E estes 66% já significariam o fim do calote.

<sup>7</sup> Há suspeitas de que este grupo seja selo de fachada para encobrir interesses dos bancos. Tal grupo nada mais seria do que um espaço criado pelos bancos para a defesa de seus interesses e para pressionar o governo de Buenos Aires (Ramos, 2005). Ou uma força tarefa cujo principal objetivo é desviar a atenção da responsabilidade dos bancos italianos pelos prejuízos de seus clientes. (*Carta Capital*, 2005). Este posicionamento também pode ser sugerido pelo comportamento de alguns bancos, que teriam vendido suas posições a pequenos poupadores antes do default e comprado antes do processo de troca (*Clarín*, 1 mar. 2005).

<sup>8</sup> Os Bancos organizadores locais foram : Banco de Galicia, BBVA Banco Francês e Banco de la Nación Argentina. A Caja de Valores atuou como Clearing local e The Bank of New York como agente e troca e pagamentos (Mecon, 2005b). Vale ressaltar que o Merrill Lynch, um dos organizadores globais, comprou cerca de US\$ 6 bilhões em títulos em moratória, certamente apostando em ganhos de preço com a posterior venda dos títulos novos (*Carta Capital*, 2005)

<sup>9</sup> O número de credores apresentado pela mídia varia entre 400 e 450 mil credores, que deteriam cerca de US\$ 14,0 bilhões em títulos. (*Folha de São Paulo*, 13 jan. 2005 ; *Valor Econômico*, 13/01/05)

<sup>10</sup> FMI teria estipulado que a adesão mínima para se considerar resolvida moratória seria 80%. Uma referência para a mensuração do grau de sucesso seria a adesão em outros processos de reestruturação. Países como Rússia (2000), Equador (2001) e Uruguai (2003) obtiveram mais de 90% de adesão. No entanto, tal comparação certamente é problemática, dadas as especificidades das dívidas e dos próprios processos de *default*, quando estes existiram, e em especial, o papel exercido pelo Fundo Monetário, que no caso argentino foi totalmente dispare do observado nas outras experiências. Tome-se como exemplo o caso da Rússia que, como a maioria dos outros países, negociou um pacote de ajuda e estabeleceu novas metas de desempenho com o Fundo e só depois foi ao mercado, com o respaldo do acordo firmado com esta instituição. Já a Argentina foi ao mercado e só depois de finalizado o processo de reestruturação deve retomar as negociações com fundo.

## 2 OS RESULTADOS DO PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO

Em meados de março os resultados oficiais do processo de troca foram anunciados pelo governo argentino e mostraram adesão de geral de 76,15 % e de 99% entre os credores locais. Desta forma, dos US\$ 81,8 bilhões de dívida em títulos velhos, US\$ 62,3 bilhões foram trocados por títulos novos, o que significou uma diminuição da dívida pública de US\$ 191 bilhões para US\$ 125 bilhões (*Carta Capital*, 9 mar. 2005). A oferta de bônus ao par e quase ao par foi totalmente realizada, enquanto 64,3 % dos bônus com desconto foram aceitos. Desta forma, o processo de reestruturação da dívida argentina foi bem sucedido, alcançando os níveis que garantiram credibilidade ao processo. Convém, no entanto ressaltar que, a despeito da radical diminuição do endividamento público, a dívida pública beirou 150% do PIB quando da moratória, mesmo após reestruturação o nível de endividamento continua bastante elevado, chegando a quase 80% do PIB, o que certamente implica a necessidade de um importante esforço fiscal pelo governo argentino.

Processo de reestruturação: valores oferecidos e trocados (US\$ bilhões)

Dívida em moratória (por título e total)		Títulos novos	Desconto por título (%)	Dívida nova oferecida pelo governo argentino para troca (por título e total)	Novos títulos trocados (por título e total)	Adesão por título (%)
A ser trocada	Trocada					
15,0	15,0	Bônus ao Par	0	15,0	15,0	100
12,1	11,9	Bônus quase ao Par	31,1	8,3	8,3	100
54,7	35,4	Bônus com Desconto	66,3	18,5	11,9	64,3
81,8	62,3			41,8	35,2	76,15

FONTE: Mecon (2004 e 2005a); Folha de São Paulo, 18 mar. 2005); Elaboração própria.

Podemos levantar algumas questões que possam, ao menos parcialmente, explicar tal nível de aceitação. O contexto internacional mostrou-se favorável, em função das baixas taxas de juros e da atual melhoria da avaliação dos mercados emergentes.<sup>11</sup> Além disto, ainda com relação aos resultados, o processo de troca implicou aumento da participação da dívida em pesos, o que pode ser explicado pela adoção da indexação pela CER e pelas expectativas de manutenção da apreciação do peso.<sup>12</sup> Em assim sendo, com o passar do tempo, os títulos corrigidos pela CER terão maior valor em dólares, o que significa melhoria dos resultados, mesmo para investidores estrangeiros ou que montem suas expectativas em dólares. Do ponto de vista do atual marco jurídico, os elevados custos de processar países em cortes internacionais, como a do Banco Mundial, e recentes alterações na legislação belga mostram que o caminho litigioso não só pode ser longo e custoso, como não garante o sucesso. Além disto, novos processos de reestruturação seriam demorados e, dada a postura enfática do governo argentino neste sentido, não garantidos. Por fim, a lógica bastante difundida nos mercados financeiros de que quando a dívida é pequena, o problema é do devedor, mas quando a dívida é grande, o problema é do credor, aplica-se neste caso. É possível até afirmar que, mesmo quando se considera a adversidade da situação em que a moratória foi realizada, não dá para ignorar o enfrentamento de um

<sup>11</sup> Grandes instituições financeiras e investidores internacionais compraram bilhões em títulos em *default*, muitas vezes de investidores particulares, aderiram à troca e esperam vender os novos títulos preços mais elevados, com um ganho esperado mais elevado do que os oferecidos por Brasil e Turquia (*Carta Capital*, 2005).

<sup>12</sup> Expectativas estas das quais partem não só consultorias financeiras, como também o governo argentino (*Clarín*, 1 mar. 2005).

devedor soberano com credores razoavelmente pulverizados e, em especial, quando se considera a intermediação desta relação por grandes instituições financeiras internacionais.

Algumas questões mais gerais ainda ficam em aberto, mas que certamente serão afetadas pelo nível de aceitação da troca proposta pelo governo argentino. Após este processo, o governo e os tomadores privados argentinos voltarão a ser seguros, do ponto de vista dos agentes atuantes no mercado financeiro internacional? Em que condições serão retomadas as negociações com o Fundo Monetário Internacional? Este processo é um novo marco na arquitetura financeira internacional?

#### **BIBLIOGRAFIA**

MECON. *Argentina, el FMI y la crisis de la deuda*. Buenos Aires: Ministério da Economia e Produção, Secretaria de Finanças, 2004a. Disponível em: <<http://www.mecon.gov.ar>>.

\_\_\_\_\_. *Republica Argentina: avances recientes en la reestructuración de la deuda* (Listado de Bonos presentado ante la S.E.C). Buenos Aires: Ministério da Economia e Produção, Secretaria de Finanças, 2004b. Disponível em: <<http://www.argentinadebtinfo.gov.ar>>.

\_\_\_\_\_. *Presentación: oferta de canje*. Buenos Aires: Ministério da Economia e Produção, Secretaria de Finanças, 2005a. Disponível em: <<http://www.argentinadebtinfo.gov.ar>>.

\_\_\_\_\_. *Argentina Seminar 2005 – Macroeconomic Focus*. Buenos Aires: Ministério da Economia e Produção, Secretaria de Finanças, 2005b. Disponível em: <<http://www.argentinadebtinfo.gov.ar>>.

RAMOS, P. *Se puede festejar la salida del default?* Agencia Periodística del MERCOSUR, 2004.

#### **Jornais e Revistas**

CARTA CAPITAL. Há vida após a moratória, 9 mar. 2005.

CLARÍN, vários números.

FOLHA DE SÃO PAULO, vários números.

LA JORNATA, vários números.

Página 12web, vários números.

VALOR ECONÔMICO, vários números.