

# UNA APROXIMACIÓN DE MERCADO A LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA: LECCIONES DE LA EXPERIENCIA URUGUAYA

JULIO DE BRUN<sup>1</sup>  
UMBERTO DELLA MEA<sup>1</sup>

## RESUMEN

Este documento describe las principales características del canje de títulos de deuda pública, propuesto y ejecutado por el Gobierno de la República Oriental del Uruguay durante el primer semestre de 2003. Para ello, en el contexto de la actual discusión sobre mecanismos de renegociación de deuda soberana, se analiza el esquema de incentivos que subyace a la ingeniería financiera diseñada en consulta con los inversores, estableciéndose que bajo ciertas condiciones existe un sólido argumento en favor de la eficiencia de soluciones *voluntarias* o *de mercado*. En consecuencia, bajo un diseño que asegure que los incentivos son los correctos, el problema del *free-rider* no debería ser sobreestimado.

## ABSTRACT

This paper describes the main characteristics of the debt restructuring operation endeavored by the government of the Republica Oriental del Uruguay during the first semester of 2003. First, in the context of the undergoing discussion on sovereign debt restructuring mechanisms, the underlying incentives of the uruguayan procedure are analyzed. We show that, under certain conditions, the uruguayan voluntary approach is efficient. Therefore, if the incentives are right, the free-rider problem should not be overestimated.

---

1 Las opiniones de los autores representan sus puntos de vista individuales y no necesariamente la opinión de la institución a la cual pertenecen. Los autores agradecen los comentarios recibidos de Gabriela Conde, Néstor Gandelman, Martín Lombardi, Carlos Steneri y David Vogel, quienes no son responsables de las limitaciones de este documento.

Keywords: Uruguay, sovereign debt restructuring.

JEL: E620, E650,G150,H630, H690

Una característica fundamental de los mercados internacionales de capital a lo largo de los últimos años, ha sido la creciente desintermediación del crédito. Así como sucedió con el sector privado corporativo, los Gobiernos han ido reduciendo paulatinamente su tradicional financiamiento de origen bancario, al tiempo que han aumentado sus emisiones de bonos y otros instrumentos de mercado. En consecuencia, las asimetrías de información respecto de la capacidad crediticia del deudor que normalmente el intermediario financiero reduce, vuelven a exacerbarse y por este motivo se ha asistido al desarrollo de nuevas formas de evaluación del riesgo con base en disciplinas de mercado, donde juegan un rol creciente agencias calificadoras y analistas especializados.

En ese contexto, la crisis mexicana de 1995 abrió una intensa discusión en los foros académicos y políticos internacionales, con ineludible participación del Fondo Monetario Internacional (FMI), los restantes organismos multilaterales y los países del G7, respecto del diseño de una nueva arquitectura financiera internacional, incluido el análisis de los instrumentos de reestructuración de deuda soberana disponibles. Una variedad de propuestas, entre las que se destacan por su influencia las conferencias de Sachs (1995) y Krueger (2001), procuraron promover mecanismos que, además de resolver los problemas de coordinación y *free-riding* que ya habían estado presentes durante la búsqueda de soluciones a la crisis de la deuda en los ochenta, aumentarían el involucramiento del sector privado en la resolución de los problemas de deuda. Esto último, se manifestaba debido a la creciente preocupación en disminuir los problemas de *riesgo moral* derivados de los paquetes de rescate implementados por los organismos multilaterales.

Como señala el FMI (2002a), el caso extremo de los procesos de reestructuración de deuda presentan desafíos particularmente delicados: la desintermediación y atomización de los acreedores genera no sólo una mayor posibilidad de desacuerdos y dificultades en las condiciones de renegociación, sino también incentivos de *free-riding* en búsqueda de mejores términos a nivel individual, sin contar con las dificultades de comunicación y de coordinación cuando los instrumentos se encuentran dispersos en manos de pequeños tenedores individuales. Esta complejidad de los procesos de reestructuración, en contraste con los procesos tradicionales de renegociación bancaria, como el Plan Brady, pueden afectar el comportamiento general de la economía y afectar al sistema bancario doméstico -particularmente en el caso de los bancos públicos-, con lo cual

los Gobiernos tienen un incentivo a no reconocerlos y demorarlos, creando así problemas mayores en el futuro. A su vez, esta resistencia genera tensiones con los organismos financieros multilaterales, y en particular con el Fondo Monetario Internacional, quién debería dar su aval a políticas macroeconómicas con las cuales no se siente totalmente cómodo<sup>2</sup>. Por otra parte, difícilmente sería considerado como políticamente correcto que los organismos multilaterales redujeran su exposición a países en problemas, en buena medida porque así como los acreedores privados no deberían esperar *bail-outs* del sector oficial, ciertamente tampoco esperan ser ellos quienes faciliten el retiro de los multilaterales. En este delicado equilibrio, el Fondo Monetario Internacional y los restantes organismos financieros multilaterales, así como el Grupo de los Siete, han dado prioridad a una profunda discusión en torno a la nueva arquitectura financiera internacional. Dentro de este contexto, los mecanismos de reestructuración de deuda ocupan un lugar fundamental.

Ciertamente, estaría tanto en el interés de los acreedores privados como oficiales disponer de una metodología de reestructuración de deuda eficiente y que respete el principio de equidad. Al mismo tiempo, bajo una creciente valoración del hecho de que cada acreedor asuma las responsabilidades por su propia evaluación del riesgo, esta reestructuración debería generarse sin *bail-outs* de un sector respecto del otro. No debe perderse de vista que, una vez que se alcanza un umbral en el cual la capacidad de un deudor de servir sus obligaciones es puesta en entredicho, la pérdida de confianza hace que la capacidad de éste de acceder a los mercados de capital se acote rápidamente. En estas condiciones, no sólo no es posible conseguir nuevas fuentes de financiamiento, sino que además resulta difícil asegurar la renovación de la deuda que vence. Consecuentemente, la situación se vuelve rápidamente inmanejable y, a pesar de que existen opiniones de que estos procesos deben ser costosos para el deudor, sería deseable contar con un mecanismo preestablecido de negociación como forma de minimizar las pérdidas.

En economías desarrolladas, estos mecanismos son bien conocidos y utilizados en el sector corporativo. Sin embargo, cuando se trata de un deudor soberano, el proceso se torna mucho más complejo, no sólo por su

---

2 Miller y Zhang (2000) formalizan el argumento de que, en ausencia de un mecanismo ordenado de reestructuración de deuda soberana, el FMI se ve forzado de facto a rescatar países en problemas.

naturaleza, sino por la ausencia de un protocolo universalmente aceptado. Las propuestas para extender a la deuda soberana instrumentos análogos a los disponibles para el sector corporativo se remontan al menos hasta Oechsli (1981), pero es indudablemente mérito de la Primera Vice-Directora Gerente del FMI Vice-Directora Ejecutiva del Fondo Monetario Internacional, Anne Krueger, haber disparado un debate particularmente intenso sobre el tema durante los dos últimos años<sup>3</sup>.

Es en medio de este debate de ideas que Uruguay debió diseñar un mecanismo que le permitiera mejorar el perfil de su deuda, seriamente afectado por la crisis financiera por la que atravesó en 2002. El análisis de la racionalidad del resultado, ampliamente exitoso, permite arrojar nueva luz sobre la discusión en cuanto a alternativas para reestructurar la deuda soberana. Nuestro punto de vista, es que en este plano Uruguay ha contribuido a fijar un estándar para los próximos años, tanto por las características contractuales de su nueva deuda, como por el original procedimiento y la creación de los incentivos correctos como para que el canje de deuda resultara exitoso. Para desarrollar estos puntos, el trabajo se estructura del siguiente modo: en la sección 1 se resumen los principales enfoques existentes hoy sobre la mesa de discusión; en la sección 2 se discute la racionalidad del esquema de incentivos aplicado por Uruguay para que la transacción fuera ejecutada satisfactoriamente dentro de un contexto voluntario, en la sección 3 se presentan las características de dicha transacción, mientras que en la sección 4 se concluye.

## **1. Reestructuración de deuda soberana: apuntes sobre el estado actual de la discusión.**

Resulta evidente que cualquier procedimiento de reestructura de deuda soberana que pretenda ser una alternativa razonable, debería básicamente resolver los siguientes problemas: (1) permitir una negociación ordenada y fluída con la masa de acreedores que respete consideraciones de trato igualitario a través de sus diferentes clases, (2) alinear sus incentivos, minimizando o aún eliminando los comportamientos de *free-*

---

<sup>3</sup> Véase, entre otros documentos, Krueger (2001, 2002) e FMI (2002a, 2002b). Para una historia de las ideas respecto de procedimientos de reestructuración de deuda soberana, véase Rogoff y Zettelmeyer (2002):

*riding*, y en lo posible, (3) mantener el acceso de la economía a los mercados de capital durante y después del proceso de renegociación, para lo cual sus fundamentos deben ser creíbles. En este sentido, se ha instalado una discusión sobre las posibles formas de resolución en la cual ha tenido un particular rol el FMI, el cual se encuentra en la difícil posición de ser a menudo un prestamista de última instancia y un respaldo para gobiernos que no se deciden a encarar necesarios procesos de renegociación con sus acreedores privados (Boorman, 2002).

Sin que su orden refleje su verosimilitud o importancia, las alternativas actualmente disponibles parecen ser cuatro:

- i. El *Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana* (SDRM<sup>4</sup>) es un enfoque de naturaleza “estatutaria” que busca establecer un esquema regulatorio universal e integral de renegociación de deuda pública, de tal forma que un soberano pueda negociar con una determinada mayoría de acreedores, y el resultado de esta negociación obligue también a las minorías. Este esquema fue inicialmente propuesto por la Primera Vice-Directora Gerente del FMI directora ejecutiva del FMI, Anne Krueger (2001, 2002), siendo sus principales características:
  - Las decisiones son acordadas por el deudor y una mayoría especial de acreedores, no teniendo ninguna minoría la capacidad de bloquearlas. También se establecería un mecanismo de protección legal del deudor frente a litigios de acreedores, durante el período de negociaciones.
  - En caso de disputas, se establece un foro independiente de arbitraje. El FMI no adquiere ninguna clase de poder legal respecto de la negociación, restringiendo su rol a la provisión de asistencia financiera al proceso de ajuste macroeconómico del gobierno y por lo tanto, señalando su aval al programa económico en curso.
  - Los acreedores podrían dar protección respecto de la reestructuración a los nuevos créditos que se otorguen al país durante la negociación, de modo de mantener el nivel de crédito y no deprimir adicionalmente el nivel de actividad económica.

---

4 Acrónimo inglés de *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*.

El esquema podría ser de aplicación inmediata para todos los tipos de deuda y de jurisdicciones, garantizando la creación de un único foro de arbitraje de disputas que evite problemas de interpretación o dualidad de criterios.

- ii. Las *Cláusulas de Acción Colectiva* (CACs) pueden ser visualizadas como una aplicación contractual de la iniciativa anterior. Esta alternativa a los mecanismos estatutarios, impulsada primeramente por el Subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos, John Taylor (2002), es una ambiciosa extensión de las cláusulas de acción colectiva incluidas en la ley británica a un variado espectro de instrumentos financieros, incluidos los préstamos bancarios. La idea básica es regular la forma en que los acreedores interactuarían entre ellos, no sólo a nivel de instrumento individual sino también como clase -en función de cláusulas de agregación-, y con el deudor, en el marco de un proceso de renegociación de deuda soberana. Así, una mayoría predeterminada de acreedores podría cambiar no sólo los términos no-financieros, sino también los términos financieros de los instrumentos. Este enfoque ha merecido un mayor grado de aceptación entre la comunidad de inversores y los países emisores de deuda, ya que tanto en el diseño contractual como en su eventual aplicación en un caso determinado, aparece como una aproximación más *descentralizada* o *de mercado* que el enfoque *estatutario* del SDRM. Sin embargo, existen elementos para pensar que tanto los deudores como los acreedores podrían estar opuestos a dicha iniciativa. Para los primeros, porque señalaría una mayor probabilidad de *default* y en consecuencia, generaría un mayor costo de acceso al financiamiento. No obstante, Eichengreen y Mody (2000a, b) muestran evidencia de que el uso de las CACs no tiene efectos significativos sobre el costo de la deuda, contribuyendo incluso a reducirlo en los casos de deudores con buena calificación de riesgo<sup>5</sup>. Por este motivo, era esperable que los países que comiencen este proceso sean ampliamente reconocidos como de bajo riesgo. De hecho, México lideró el proceso y es discutible si

---

5 Lipworth y Nystedt (2001) muestran que si el costo de *default* del deudor es restrictivo para la decisión de financiamiento, una reducción en el mismo puede dejar sin recursos proyectos más riesgosos, afectando con ello el bienestar. En ese sentido puede interpretarse que la introducción de CACs no afecta a los proyectos o deudores soberanos menos riesgosos, pero pueden dejar fuera de mercado a los deudores de menor calidad crediticia.

tuvo algún costo significativo sobre su curva la introducción de dichas cláusulas. En el caso posterior de Brasil y Uruguay, no resulta evidente que se haya pagado un premio por ellas.

En el caso de los acreedores, las CACs limitan su derecho a litigar durante y luego el proceso de reestructuración, al proveer protección temporaria contra minorías de acreedores. También, como señala Molano (2002), las cláusulas no diferencian entre acreedores, pudiendo ser que un soberano fuerce regulatoriamente a su sistema financiero a tomar control de las distintas emisiones de bonos y forzar una reestructuración indeseada para acreedores externos.

Estas cláusulas, sin embargo, no son vistas por el sector oficial -y en particular por el G-10 (2002)- como un problema, sino como parte de un plan integral para gestionar un mecanismo ordenado de resolución de crisis de endeudamiento, en el cual tanto las CACs como el SDRM son visualizados como complementarios y sinérgicos. Su diferencia básica reside en que las CACs deben ser incluidas individualmente en una multiplicidad de instrumentos individuales de crédito, dejando la jurisdicción a las cortes respectivas. A no ser que se realice un canje generalizado de bonos sin CACs por bonos con CACs, el reemplazo se haría sólo en la medida en que los viejos bonos vayan venciendo, lo cual crearía una fuerte diversidad jurídica. Al mismo tiempo, es necesario ir desarrollando un lenguaje y una jurisprudencia que aseguren uniformidad en los juicios y las interpretaciones, todo lo cual hace presumir que su adopción generalizada va a demorar. En este sentido, las estrategias de tipo SDRM llevan una significativa ventaja por su universalidad en términos de cobertura e interpretación, una vez implementadas.

- iii. Alternativas de naturaleza *voluntaria o de mercado*: a diferencia de los mecanismos *estatutarios o contractuales*, en los que el acuerdo de una fórmula de reestructuración de deuda soberana con una mayoría calificada de acreedores se hace obligatoria para todo el resto perteneciente a esa clase, cualquiera sea la forma en que ésta sea definida, la aproximación de tipo voluntario parte de la base de que el acuerdo de reestructuración sólo se hace aplicable para quienes consienten en aplicarlo. Dentro de este marco voluntario, las

aproximaciones admiten una variada gama de estrategias, desde quienes consideran que el *statu quo*, o sea, la forma en que el mercado ha resuelto estos problemas en el pasado, es satisfactorio, o quienes dentro del marco de un acuerdo voluntario postulan la adopción de un código de conducta bajo el cual desarrollar la negociación, o incluso la utilización de cláusulas (cláusulas de *consentimiento de salida* o *exit consents*) que estimulen una mayor adhesión a la propuesta de reestructura de deuda. Comentaremos brevemente estas variantes, que incluso pueden considerarse complementarias, dependiendo de la naturaleza de la negociación.

- a. *Mantenimiento del statu quo*: esto es, dejar las cosas como están. Ello implica un cierto grado de satisfacción con la forma en que el mercado ha funcionado en el pasado al resolver problemas de endeudamiento, y que no es necesario innovar a este respecto. En general, este punto de vista parece más bien asociado al éxito de las estrategias de resolución de problemas en el sector corporativo, donde existe una larga experiencia al respecto, aunque no tanto así a deudores soberanos. En este sentido, las pérdidas recientemente sufridas por las economías argentina y ecuatoriana han sido importantes y llaman la atención sobre la necesidad de una metodología de resolución de estos problemas. Los mercados, sin embargo, han hecho saber a la comunidad oficial que no estarían de acuerdo con acciones radicales que puedan ser interpretadas como generando un sesgo hacia más fáciles *defaults*, o en referencia a otras iniciativas institucionales, que involucren estatutariamente la supervisión de acreedores oficiales que pueden ser vistos como acreedores preferenciales en este contexto (Mulford, 2002).
- b. El *Código de Buena Conducta para la Reestructuración de la Deuda Soberana*, iniciativa del Banco de Francia (ver Couillault y Weber, 2003), puede ser considerada como una variante de este esquema de respeto al mercado, donde explícitamente se reconoce que una reestructura satisfactoria puede ser alcanzada dentro del marco jurídico actual de la documentación de las emisiones de deuda. A este respecto, se propone un código basado en una serie de principios, que

no se pretende que sea legalmente obligatorio, pero que complemente los procesos de renegociación proveyendo una hoja de ruta sobre cómo proceder. Esta guía incluye seis principios básicos:

- Negociación de buena fe, con el objetivo último de restaurar las relaciones financieras entre el deudor y sus acreedores.
  - Pronto y continuo diálogo, basado en la confianza entre éstos.
  - Transparencia de la información entre las partes interesadas.
  - Justa representación de los acreedores.
  - Tratamiento equitativo de los acreedores, quienes deben confiar que las estrategias de *free-riding* no serán recompensadas.
  - Condicionalidad económico-financiera que restaure la sostenibilidad de la deuda sobre el mediano plazo.
- c. *Las cláusulas de consentimiento de salida (exit consents)*, propuestas inicialmente por Buchheit y Gulati (2000), fueron concebidas como una alternativa menos radical y más inmediatamente disponible para enfrentar los riesgos de litigación que una reestructura voluntaria puede dejar en manos de acreedores que no acepten la fórmula propuesta (*holdouts*), ante la expectativa de obtener mejores resultados entablando un juicio y efectuando reclamaciones contra activos del deudor. Si bien la ley del Estado de Nueva York, bajo la cual se encuentra registrada la vasta mayoría de los bonos de deuda soberana, prohíbe la modificación de los términos de pago de los bonos (capital, interés, plazo, moneda) sin el consentimiento de todos y cada uno de los tenedores, admite sin embargo la modificación de algunos términos no financieros contenidos en los bonos mediante alguna mayoría calificada, o incluso mayoría simple en el caso de algunos papeles soberanos. De esta forma, los tenedores de bonos que aceptan participar de un canje de deuda pueden, un instante antes de abandonar el papel vigente, votar a favor de la modificación de ciertas cláusulas que los protejan a sí mismos de las acciones legales que quienes no aceptaron participar en

la oferta puedan ejercer en el futuro<sup>6</sup>. Así, modificando las cláusulas de inmunidad soberana u otras que ofrecen ciertas garantías a los tenedores del bono en cuestión, quienes aceptan participar en la reestructura de deuda pueden dejar el viejo bono en condiciones poco hospitalarias como para permanecer en él, incentivando la adhesión de parte del resto de los acreedores.

- iv. Un enfoque mixto: el *mecanismo en dos etapas de Bartholomew-Stern-Liuzzi* (2002) provee una solución original y basada en consideraciones de mercado a la ausencia de un esquema regulatorio apropiado. El problema básico relacionado a los dos esquemas anteriores es su aplicabilidad en el corto plazo. En el caso del SRDM, no habiendo concluido las discusiones sobre su conveniencia, es menos verosímil aún que un marco regulatorio sea universalmente aprobado en el futuro inmediato. En el caso de las CACs, no se resuelve el problema del stock de deuda preexistente y con qué rapidez el *roll-over* puede ir migrándolo hacia un nuevo stock de deuda que contenga estas cláusulas de acción colectiva. En este sentido, resultaría mucho más atractivo disponer de un esquema de renegociación de deuda que no requiriese de nueva legislación, al tiempo que resuelva satisfactoriamente los problemas de la agregación, de las jurisdicciones múltiples y las interpretaciones conflictivas.

La original propuesta consiste en que los países que se aproximen a un umbral en el cual deban emprender una reestructuración de su endeudamiento soberano, primero creen las condiciones para canjear la deuda preexistente por un conjunto homogéneo de instrumentos o Certificados Provisorios (IDCs<sup>7</sup>), mientras que en una segunda

---

6 El caso más notable de riesgo de litigación por parte de quienes participan en un canje de deuda es el de Elliot Associates vs. Perú, por el que un grupo de acreedores no aceptaron los Bonos Brady ofrecidos por Perú y litigaron con el propósito de recuperar la totalidad del valor facial y los intereses corridos de la deuda en su poder. Luego de un fallo a su favor en Junio del 2000, Elliot persiguió diversos activos de Perú en el exterior. En particular, uno de sus objetivos fue el pago de intereses a los tenedores de Bonos Brady, embargando la entrega efectuada a través del agente fiscal en Nueva York, Chase Manhattan. También logró, mediante un fallo de la corte de Bruselas, bloquear los pagos de intereses de Bonos Brady a través de Euroclear. Para evitar un *default* en sus Bonos Brady, Perú decidió finalmente llegar a un acuerdo con Elliot.

7 Acrónimo en inglés de *Interim Debt Claims*.

etapa se discutan los términos exactos de la reestructuración. Una serie de incentivos, tales como pagos en efectivo (interés corrido o un monto adicional) y la utilización de cláusulas de salida (*exit consents*) del estilo de las utilizadas por Ecuador en 1999 o Uruguay en 2003 podrían ayudar a este primer canje. Los instrumentos serían estructurados de forma de resultar sumamente líquidos, de modo de facilitar la salida de aquellos acreedores que lo deseen. Estos instrumentos alinearían los incentivos de los inversores en un proceso de reestructuración, convirtiendo diferentes series circulantes en un único título que se convierta en una *moneda común* en el canje, introduciendo el marco legal apropiado para la renegociación y de este modo, aislar a quienes no participen desde el comienzo.

Los IDCs estarían denominados en la principal moneda a ser canjeada, no pagarían interés pero lo capitalizarían hasta la reestructuración definitiva, y tendrían un plazo muy corto a efectos de darle a sus tenedores igualdad de condiciones con otros tenedores de bonos que puedan elegir el camino del litigio. Estos IDCs se dividirían en dos tipos, unos que capitalicen interés a la tasa más alta de todo el circulante actual, y otros cupon cero. Combinaciones de ambas replicarían la tasa de interés original del bono canjeado, durante el proceso y se respetaría el principio de equidad entre acreedores.

Una vez que la deuda original fuera canjeada por los IDCs, entonces sus cláusulas permitirían, al modo de las CACs, un eficiente proceso de reestructuración entre el deudor y los acreedores. Estas cláusulas definirían las supermayorías requeridas y la forma de designación del comité de representación de los acreedores. El canje final de los IDCs por la nueva deuda se efectuaría una vez que se evalúe la capacidad fiscal y la sostenibilidad del nuevo stock por parte del comité de acreedores, sujeto a la aprobación de la supermayoría de tenedores de IDCs.

## **2. Un modelo de negociación de canje voluntario de deuda.**

La motivación por la búsqueda de un mecanismo de reestructura de deuda centralizado, en la línea tanto del enfoque *estatutario* como del *contractual* definidos anteriormente, ha radicado tradicionalmente en los

problemas de coordinación y acción colectiva que se atribuyen a las aproximaciones *voluntarias* para la solución de los problemas de deuda. Estas ineficiencias, y las correspondientes recomendaciones para aplicar mecanismos centralizados de resolución de crisis de deuda, han sido analizadas tempranamente por Sachs (1984), y son reiteradamente manifestadas en documentos de organismos oficiales (Krueger 2001, 2002, 2003; FMI 2002a, b). Pese a que es reconocido que un país debe evitar, en lo posible, incurrir en atrasos en su deuda hasta que complete su acuerdo de reestructura con sus acreedores (véase, por ejemplo, Lim y Medeiros, 2003), suele señalarse que es muy difícil que un país logre un amplio apoyo a un plan de reestructura de deuda si se encuentra al día en sus obligaciones de capital e intereses (Krueger, 2003).

Estos conceptos contrastan con el hecho de que la utilización de mecanismos voluntarios para la reestructuración de deuda soberana ha sido la norma hasta el presente. Los casos de Pakistán en 1999 y Rusia, Ucrania y Ecuador en el 2000, podrían ser considerados casos exitosos de renegociación de deuda, en los cuales el involucramiento de los acreedores privados en la solución del problema había estado en línea con las aspiraciones del sector oficial, dados los términos de la discusión internacional en la materia a partir de 1995. En el caso de Pakistán, incluso, se logró un porcentaje de adhesión al canje del 99% sin haber tenido necesidad de incurrir previamente en atrasos de capital e intereses.

Se afirma, por parte del sector oficial, que dichas experiencias pueden no ser fácilmente repetidas en el futuro (FMI 2002a). Se considera que existe el riesgo de que los *holdouts* aumenten su disposición a litigar en el futuro, y que algunas estimaciones de los valores de recupero en caso de *default* pueden haber sido subestimados (Lipworth y Nystedt, 2001), lo que incrementaría el premio requerido por participar en un canje en el futuro. En el caso de Pakistán, por otro lado, se señala que la limitada base de inversores que poseían los bonos objetos del canje hace que este caso no sea fácilmente replicable a otras situaciones en que existe una más variada gama de instrumentos y la comunidad de inversores está más diversificada (FMI 2001, 2002a).

No obstante ello, la reiterada disposición de la comunidad de inversores a participar en procesos de reestructuración de deuda merece un mayor análisis, máxime cuando a los casos ya mencionados se suma el de Uruguay en el año 2003, que alcanzó una participación del 93% en el

conjunto de los bonos ofrecidos en canje, y en el que al igual que en Pakistán el proceso se llevó adelante sin suspender pagos de capital e intereses durante el período de la oferta, pero sin que se le sea aplicable la objeción de que la propuesta de canje fuera efectuada a un grupo limitado de inversores.

Lipworth y Nystedt (2001) sugieren que el aumento en el precio de los bonos entre antes y después del anuncio del canje operó como un atractivo para adherir al mismo, pero esto no evita que puedan producirse ganancias de arbitraje entre bonos viejos y nuevos si, de todos modos, el canje resulta en una reducción de Valor Presente Neto (VPN) para quienes adhieren a él. Señalan, asimismo, que si el inversor aplica el criterio de *mark-to-market* en la valuación, estará dispuesto a adherir al canje si el VPN de los nuevos bonos es mayor que el de los viejos, teniendo en cuenta la posibilidad de cesación de pagos de éstos últimos. Sin embargo, como veremos, la decisión a favor de participar puede abarcar una mayor variedad de casos.

El modelo desarrollado en esta sección ofrece un marco racional para la elaboración de una estrategia de participación voluntaria en un canje. En la sección siguiente se muestra cómo las conclusiones derivadas del modelo estuvieron presentes en la operación de canje llevada adelante por Uruguay entre marzo y mayo de 2003.

### 2.1 Caso I: Tenedores de bonos de tamaño significativo.

Como referencia inicial, analicemos la conducta en el caso simplificado en el cual los bonos se encuentran en poder de dos tenedores  $x$  y  $y$  de dimensión significativa, cada uno de los cuales puede determinar con su abstención (*holdout*) que la operación de canje fracase. Ambos jugadores deben simultáneamente decidir, sin conocer la decisión del otro, sobre si presentarse al canje o no. Definiendo el juego en su forma normal, las remuneraciones de ambos jugadores en las cuatro alternativas posibles se definen como:

		$y$	
		<i>Canjea</i>	<i>No canjea</i>
	<i>Canjea</i>	$\$_N, \$_N$	$\$_?, \$_D$
$x$	<i>No canjea</i>	$\$_D, \$_?$	$\$_D, \$_D$

Si ambos jugadores canjean, la operación se considera exitosa y los dos reciben un pago equivalente al valor presente neto (VPN) del nuevo bono,  $\$_N$ . Si ambos se resisten a canjear, entonces la operación se considera un fracaso y el pago que se recibe es el de *default*,  $\$_D$ . Este pago equivale al VPN del bono, ponderado por la probabilidad de recuperación legal o a través de una renegociación posterior. Se asume razonablemente que el valor del bono en la primera opción  $\$_N$  es superior al valor de recuperación legal  $\$_D$ .

En el caso de que sólo uno de los dos jugadores no acepte participar, la operación resulta en un fracaso, dado que no se alcanza una masa crítica de participación. Pero mientras que el tenedor de bonos que no participó recibe el pago de *default*, el tenedor que participó puede esperar -con probabilidad no nula- un cierto tratamiento diferencial. El pago esperado que corresponde a este tratamiento diferencial depende de las respectivas probabilidades que le asigne a dos posibles alternativas:

- i. con probabilidad  $P_N^F$  i., el tenedor de bonos recibe de todos modos el nuevo bono a cambio del viejo, a pesar de que el canje global no haya sido exitoso, y este bono tiene un privilegio respecto del viejo, el cual queda en una situación de subordinación.
- ii. con probabilidad  $P_D^F = 1 - P_N^F$  i., el Gobierno decide declarar la oferta inaceptable y buscar una solución global con todos sus acreedores, tratándolos como una clase.

Algebraicamente, se define que:

$$\$_? = P_N^F \$_N + \underbrace{(1 - P_N^F)}_{P_D^F} \$_D \geq \$_D \quad (1)$$

Dado que el pago esperado de cualquier jugador por participar en el canje, para todo  $0 \leq P_N^F \leq 1$ , es siempre mayor o igual al pago esperado en la opción de no participar, entonces su estrategia débilmente dominante es participar. En función de que este juego es simétrico, el otro tenedor comparte el mismo incentivo, existiendo entonces un equilibrio en estrategia débilmente dominante en el cual ambos tenedores de bonos participan y el canje es exitoso.

A diferencia del tradicional Dilema del Prisionero, en este juego ningún tenedor de bonos recibe un pago extra por el *holdout* si el otro jugador participa. En consecuencia, ambos tenedores de bonos contribuyen al canje y se configura un equilibrio en estrategia dominante que es Pareto óptimo.

Este simple resultado apoya la intuición comúnmente comprobada en la realidad, de que si un deudor tiene su capacidad de pago comprometida y los acreedores no tienen un problema de coordinación, entonces la solución óptima para todos los involucrados es la reestructuración de la deuda.

**2.2 Caso II: Al menos un tenedor de bonos es marginal.**

Consideremos ahora el caso más realista de que al menos un tenedor  $x$  de bonos, sea marginal. En este caso, no tiene sentido analizar el juego en tanto que problema estratégico, dado que el comportamiento de los otros  $X-1$  tenedores de bonos no es influenciado por el  $x$ -ésimo. Por el contrario, la idea básica es analizar el comportamiento de este jugador marginal, dado que una cantidad suficiente de los restantes  $X-1$  acreedores ha tomado una decisión que implica que el canje es aceptado o no aceptado. Evidentemente, a pesar de ello, entender el comportamiento de los tenedores marginales a nivel individual resulta fundamental para comprender su comportamiento a nivel agregado.

		$X - 1$	
		<i>Canjea</i>	<i>No canjea</i>
	<i>Canjea</i>	$\$, \$_N$	$\$, \$_D$
$x$	<i>No canjea</i>	$\$, \$_N$	$\$, \$_D$

Resulta evidente en este caso que si el  $x$ -ésimo tenedor tomara la misma decisión que la mayoría, recibiría el mismo pago, el cual es a su vez el mismo que en el Caso I. Sin embargo, en caso que  $x$  decida canjear, pero la operación fracase porque la mayoría requerida no fue suficiente, el acreedor conserva una esperanza de que el Gobierno tenga un tratamiento diferencial hacia él, recibiendo un pago  $\$,$  del mismo modo que fue

definido en el Caso I. Pero este juego puede poseer otro pago indeterminado, que es el que resultaría para el tenedor marginal de su *holdout*:  $\$_{??}$ . En esta alternativa, el canje se considera exitoso y el tenedor marginal que no participa le asigna una cierta probabilidad  $P_A^S$  al estado de la naturaleza en la cual el Gobierno, habiendo corregido su brecha financiera, decide pagar los viejos bonos no presentados al canje en sus condiciones originales. También le asigna una probabilidad  $P_N^S$  al hecho de que el Gobierno decida proceder al canje de modo forzoso aún para los *holdouts*, siendo la probabilidad residual aquella de que el Gobierno decida hacer *default* sobre su vieja deuda. La remuneración esperada se define entonces como:

$$\$_{??} = P_A^S \$_A + P_N^S \$_N + \underbrace{(1 - P_A^S - P_N^S)}_{P_D^S} \$_D \geq \$_D \tag{2}$$

Este juego puede generar dos tipos de comportamientos de parte del inversor marginal:

- i. una estrategia débilmente dominante de participar en el canje, en la medida en que el pago  $\$_{??}$  del *holdout* sea menor o igual al VPN del nuevo bono: la remuneración que recibe el acreedor por participar, en ese caso, será siempre igual o mayor que la remuneración por no participar dado que  $\$_N \geq \$_{??}$ , al tiempo que  $\$_D > \$_{??}$  por las razones vistas<sup>8</sup>. En dicho caso, el tenedor marginal de bonos habrá de participar necesariamente.
- ii. Si, por el contrario, se verifica que  $\$_{??} > \$_N$ , entonces no existe una estrategia dominante y entonces, la acción que defina el tenedor marginal dependerá de la probabilidad que le asigne al éxito del canje  $P^S$ . Esto es, de la actitud que prevea de parte de la mayoría de los tenedores. Para que el tenedor marginal participe, deberá cumplirse que la diferencia  $\$_{??} - \$_N$  ponderada por la probabilidad de éxito del canje sea menor que la diferencia  $\$_D - \$_{??}$  ponderada por la probabilidad de fracaso. En este sentido, *ceteris paribus*, un aumento en la probabilidad de fracaso de la operación global de canje tiende

---

<sup>8</sup> Evidentemente, en el caso de un canje de deuda con ganancias de VPN, se verifica que el valor del nuevo bono siempre cumple que  $\$_N \geq \$_{??}$ , por lo cual la estrategia dominante es participar en todos los casos.

a aumentar la probabilidad de participación, al disminuir el beneficio esperado del *holdout* y aumentar el beneficio esperado de la probabilidad de recibir un tratamiento especial en un escenario de *default*.

### 2.2.1 La generación de una estrategia dominante.

Nótese que el Gobierno tiene la capacidad de inducir la generación de una estrategia dominante de parte del tenedor marginal, en la medida en que pueda generar una remuneración esperada  $\$_N \geq \$_?$ .

$$\$ _N \geq \$ _? = P_A^S \$ _A + P_N^S \$ _N + \underbrace{(1 - P_A^S - P_N^S)}_{P_D^S} \$ _D \quad (3)$$

de donde

$$\underbrace{(1 - P_N^S)}_{P_A^S + P_D^S} \$ _N \geq P_A^S (\$ _A - \$ _D) + \underbrace{(1 - P_A^S)}_{P_A^S + P_D^S} \$ _D \quad (4)$$

y por lo tanto

$$\frac{P_A^S}{P_A^S + P_D^S} \leq \frac{\$ _N - \$ _D}{\$ _A - \$ _D} \quad (5)$$

En consecuencia, un tenedor de bonos que se considere a si mismo como marginal, en el sentido de no poseer una cantidad significativa de bonos que permita tener un rol decisivo en la definición del éxito del canje, habrá de participar más verosímelmente en el canje en la medida en que:

- i. El valor presente neto  $\$ _N$  del nuevo bono que reciba a cambio sea lo más elevado posible, lo cual equivale a no sólo a las nuevas condiciones financieras, sino también al diseño de la transacción en sí. Una transacción exitosa debería ser tal que reduzca de manera significativa los rendimientos de salida del título, al disminuir el riesgo soberano.
- ii. El valor presente neto  $\$ _A$  del bono que actualmente posee sea relativamente más bajo. En este caso, el canje posee un sesgo hacia

la participación de bonos con bajo cupón o con plazos de maduración más largos, y el mayor desafío se encuentra en atraer a los plazos más cortos.

- iii. El valor de recuperación  $\$D$  de un bono impago sea más bajo, ya sea debido a la falta de colateral o el costo judicial que puede tener para el inversor el reclamar el ejercicio de sus derechos de propiedad. En este sentido, probablemente un bono emitido bajo jurisdicción doméstica tenga mayor incentivo a participar, dado que la jurisdicción legal es aquella del soberano, el cual es a su vez inembargable<sup>9</sup>.
- iv. Finalmente, el canje será verosímilmente más exitoso en el caso de que la expresión  $P_A^S / (P_A^S + P_D^S)$  sea lo más baja posible, lo cual sucede en dos casos, no mutuamente excluyentes sino más bien complementarios: (1) una elevada probabilidad  $P_D^S$  de que los *holdouts* sean tratados como títulos en *default*, o (2) una baja probabilidad de que el Gobierno ejecute los pagos de aquellos bonos que no participen en el canje de acuerdo a las condiciones financieras iniciales.

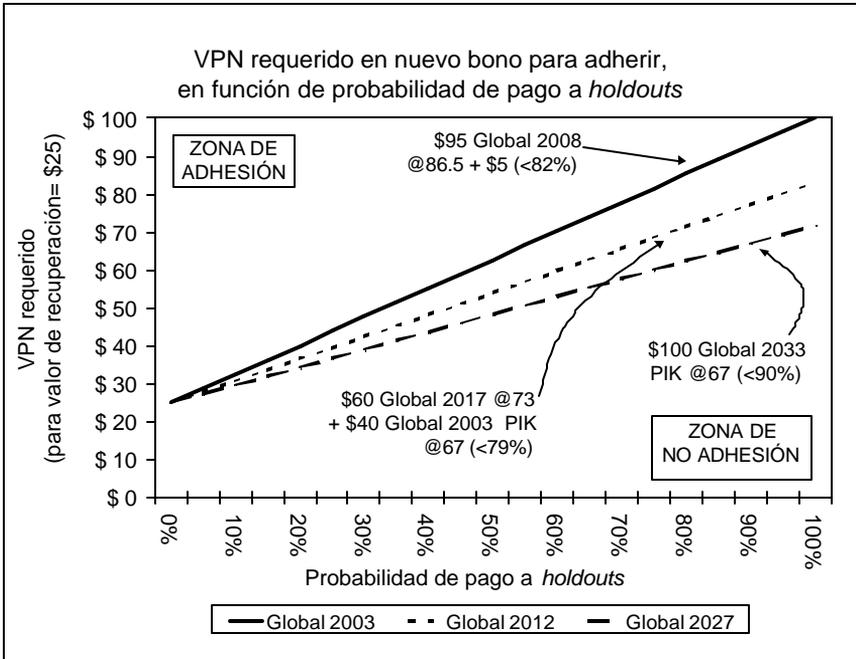
A efectos de ilustrar y dar una idea de magnitud de algunos de los resultados anteriores, tomamos tres casos de bonos globales: el Bono Global 2003, el Bono Global 2012 y el Bono Global 2027, en comparación con sus alternativas de extensión. Esta alternativa se eligió por resultar más comparable, desde el punto de vista de su menor liquidez esperada, a la situación en la cual quedarían los viejos bonos luego del canje.

El análisis se realiza sobre la base de un valor de recuperación esperado para el título en *default* ( $\$D$ ) de \$25. El valor del bono en el caso de que el Gobierno decida respetar el flujo de pagos contractualmente previsto ( $\$A$ ), fue estimado a partir del descuento de este flujo a partir de la curva de rendimientos post-canje tomada arbitrariamente a un cierre de operaciones considerado como normal y estable desde el punto de vista de

---

9 Lipworth y Nystedt (2001) observan que el valor de recuperación en los casos de Pakistán, Ucrania, Rusia y Ecuador puede haber estado subestimado, por lo que si para el futuro las expectativas sobre  $\$D$  se revisan al alza, la participación voluntaria en los canjes puede disminuir.

los precios<sup>10</sup>. El valor presente neto de los nuevos bonos resulta de la mera observación de sus precios de mercado, sobre las mismas bases. Finalmente, se asume que la probabilidad de que el Gobierno ejecute un canje forzoso de los viejos bonos no canjeados, por nuevos bonos, es percibida como infinitesimal. Esto permite concentrar el análisis en la probabilidad de *default* sobre los viejos bonos no canjeados.



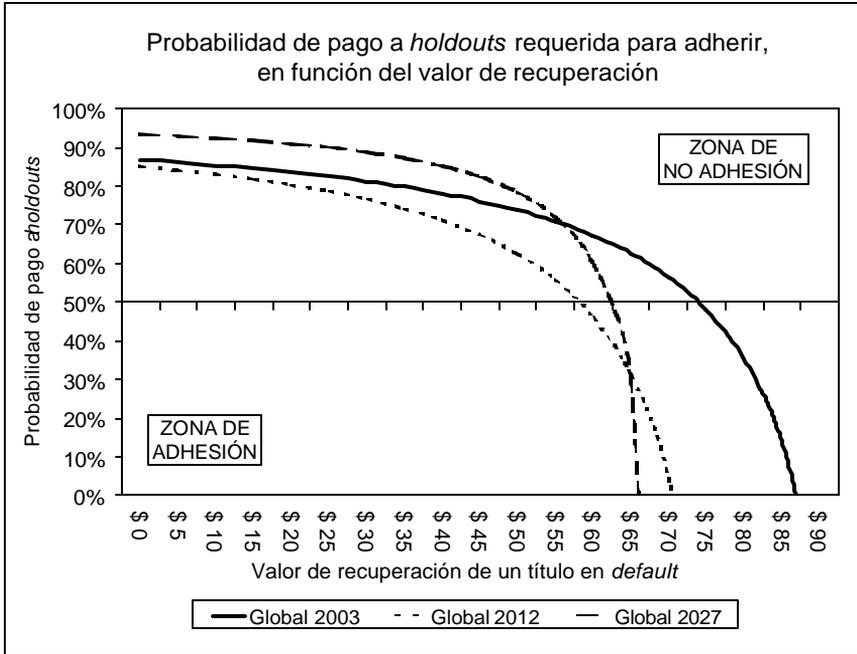
Como puede apreciarse, se encuentra implícito en el análisis que los agentes prevén perfectamente el resultado financiero post-canje, en el caso de que éste sea exitoso. Sobre esta base, puede observarse en el siguiente cuadro que las probabilidades críticas de que pague puntualmente a los *holdouts* por debajo de las cuales los agentes generan una estrategia dominante de participar en el canje, son elevadas. Eso significa que, dados los valores observados post-canje y en la medida en que hubieran sido correctamente anticipados, condicionalmente a la realización de este estado de la naturaleza, una baja probabilidad de tratamiento de *default* a los

10 En este caso, el 21 de Julio de 2003.

*holdouts* resultaría suficiente para convencer a los inversores de participar. Esto configura un resultado importante, ya que establece que no es necesariamente imprescindible una fuerte amenaza o un *default* previo para convencer a los inversores de participar. Básicamente, lo que se requiere es la convicción de que el canje soluciona efectivamente los problemas de endeudamiento (medido a través de un elevado nivel de precios de la nueva deuda), combinado con una cierta probabilidad de ser maltratado en caso de no adherir.

Bono original	$\$A$ VPN del bono descontado a la tasa [x%]	Opción de extensión	$\$V$ VPN actual de la opción	$P_A$ Probabilidad crítica para adherir
Global 2003 7.875%	\$100.4 [7%]	95% Global 2008 7.875% + 5% en efectivo	\$87.175	<82%
Global 2012 7.625%	\$83.0 [10.7%]	60% Global 2017 7.625% + 40% Global 2033 PIK 7.875%	\$70.6	<79%
Global 2027 7.875%	\$71.7 [11.3%]	100% Global 2033 PIK 7.875%	\$67.0	<90%

Una generalización gráfica de este resultado se observa en la siguiente figura, en la cual se representan todos los VPN esperados en los activos que convencerían a los agentes de participar, en función de la probabilidad de que se le pague a los *holdouts* luego del canje. Como es normal, cuanto mayor es esta probabilidad, mayor es el incentivo a no adherir, y por lo tanto es necesario un mayor nivel de atractivo en el nuevo bono para generar este incentivo.



Otra forma de analizar este resultado es a través del análisis de la importancia de los valores de recuperación, en caso de que los *holdouts* no sean pagados de acuerdo a las condiciones contractuales originales. Tal como muestra la siguiente gráfica, cuanto mayor es el valor de recuperación de los activos en caso de que el *holdout* no sea pagado, digamos por vía legal, la probabilidad de cobrar debería ser menor. O puesto de otro modo, la probabilidad de *default* sobre los *holdouts* debería aumentar, de modo de reducir el retorno esperado de esa opción<sup>11,12</sup>. Por sobre las curvas de equilibrio, la probabilidad de ser bien tratado es demasiado elevada y existe un incentivo a no adherir al canje, mientras que por debajo sucede lo contrario.

11 En la gráfica se muestra el tramo relevante de la relación, debido a que la misma tiene algunas no linealidades asociadas a valores de recuperación elevados.  
 12 Esta probabilidad crítica, en el ejemplo considerado, se expresaría sencillamente como

$$P_A^S \leq \frac{\$N - \$D}{\$A - \$D}$$

Sin embargo, consistentemente con el análisis anterior realizado en función de los valores efectivamente observados post-canje, puede notarse que para probabilidades de cobro del orden del 50% la zona de adhesión se extiende hasta valores de recuperación de más de \$55-60. Ello sugiere que, en la medida en que el resultado del canje es anticipado como bueno desde el punto de vista del precio de mercado de los activos, sólo probabilidades muy elevadas de pago a los *holdouts*, o valores de recuperación extremadamente altos por vía de litigio, pueden incentivar a los inversores a no adherir. En otras palabras, en dicho caso, un *holdout* debe estar extremadamente seguro de que o bien va a ser puntualmente pagado, o que en caso contrario su valor de recuperación es elevado, como para mantener su decisión.

### 2.2.2 Análisis sin estrategia dominante.

De no alcanzarse una estrategia dominante por parte del tenedor marginal debido a que  $\$_{??} > \$_N$ , entonces la condición para que éste mantenga la decisión de participar será:

$$(\$_{?} - \$_D)(1 - P^S) \geq (\$_{??} - \$_N) P^S \quad (6)$$

donde ambos paréntesis son positivos: el primero por definición, y el segundo porque excluye el caso anterior.

En resumen, definiendo una función  $V$  que represente la remuneración neta de entrar en el canje, ponderada por la probabilidad de éxito, se tiene:

$$V = (\$_{?} - \$_D)(1 - P^S) - (\$_{??} - \$_N) P^S \quad (7)$$

o más explícitamente:

$$V = \left( P_N^F \$_N + \frac{(1 - P_N^F)}{P_D^F} \$_D - \$_D \right) (1 - P^S) - \left( P_A^S \$_A + P_N^S \$_N + \frac{(1 - P_A^S - P_N^S)}{P_D^S} \$_D - \$_N \right) P^S \quad (8)$$

Dado que los paréntesis representan cantidades positivas, se tiene que:

$$\frac{\partial V}{\partial P^S} = -(\dots) - (\dots) < 0 \quad (8a)$$

de donde se deduce que la verosimilitud de ingresar en el canje por parte de un tenedor marginal es tanto menor, cuanto mayor sea la probabilidad de que espere que el canje sea exitoso. Esto es así, debido a que  $\$_{??} > \$_N$  y en consecuencia, aumenta su esperanza de ser tratado -en promedio- mejor que si canjeara. Las otras derivadas parciales de interés son:

$$\begin{aligned} \frac{\partial V}{\partial \$_N} &= -\frac{\partial \$_{??}}{\partial \$_N} (1 - P^S) - \left( \frac{\partial \$_{??}}{\partial \$_N} - 1 \right) P^S = P_N^F (1 - P^S) - (P_N^S - 1) P^S \\ &= 1 - \left( \underbrace{\frac{P_N^S + P_N^F}{\leq 2} - 1}_{\leq 1} \right) P^S \geq 0 \quad \forall P^S \end{aligned} \quad (8b)$$

$$\frac{\partial V}{\partial \$_A} = -P_A^S P^S < 0 \quad \forall P^S \quad (8c)$$

$$\begin{aligned} \frac{\partial V}{\partial \$_D} &= (P_D^F - 1)(1 - P^S) - P_D^S P^S = -1 + P_D^F + P^S - P_D^F P^S - P_D^S P^S \\ &= -P_N^F + P^S (1 - P_D^F - P_D^S) < 0 \quad \forall P^S \rightarrow 0, P_N^F \rightarrow 1 \end{aligned} \quad (8d)$$

Consistentemente con lo ya analizado, se observa que -en cualquier caso - la probabilidad de ingresar en el canje también aumenta con el VPN del nuevo bono y disminuye con el VPN del bono actual. En el caso del valor de *default*, el análisis es menos directo debido a que involucra la probabilidad de encontrarse en la situación de recibir este pago. El incentivo a ingresar en el canje aumentaría con la disminución del valor de recuperación, si la probabilidad de éxito del canje fuera relativamente baja y si la probabilidad de recibir el nuevo bono en este contexto fuera

alta (o sea, que la probabilidad de recibir el pago de *default* fuera relativamente baja). Esto es porque en un contexto de fracaso, el incentivo a participar en el canje será mayor, cuánto mayor sea la probabilidad de recibir un tratamiento preferencial respecto de los restantes *holdouts*. Este tratamiento es tanto más preferencial, cuánto menos atractivo sea el valor de recuperación o de *default*.

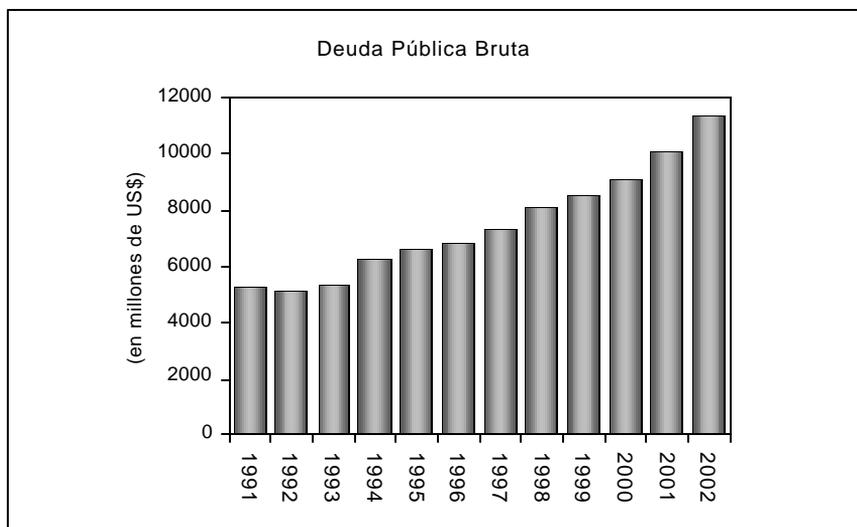
En este contexto, no debe perderse de vista el hecho de que -para el tenedor marginal- predefinir un umbral elevado a partir del cual la transacción se considera exitosa, tiene dos efectos contrapuestos. Por una parte, aumenta la probabilidad de que la transacción no sea exitosa si el umbral no es alcanzado, lo cual incentiva a la participación como forma de esperar recibir un mejor tratamiento que los *holdouts*. Sin embargo, un umbral elevado implicaría que, de alcanzarse y resultar exitosa la transacción, los *holdouts* serían menos y en consecuencia su probabilidad de cobro aumentaría, al no poner en riesgo el flujo financiero del gobierno. La endogeneización de estas probabilidades en función del nivel del umbral escapa al objetivo de este trabajo, y en consecuencia se toman como dadas a efectos del análisis.

### **3. El enfoque uruguayo sobre la reestructuración de su endeudamiento público.**

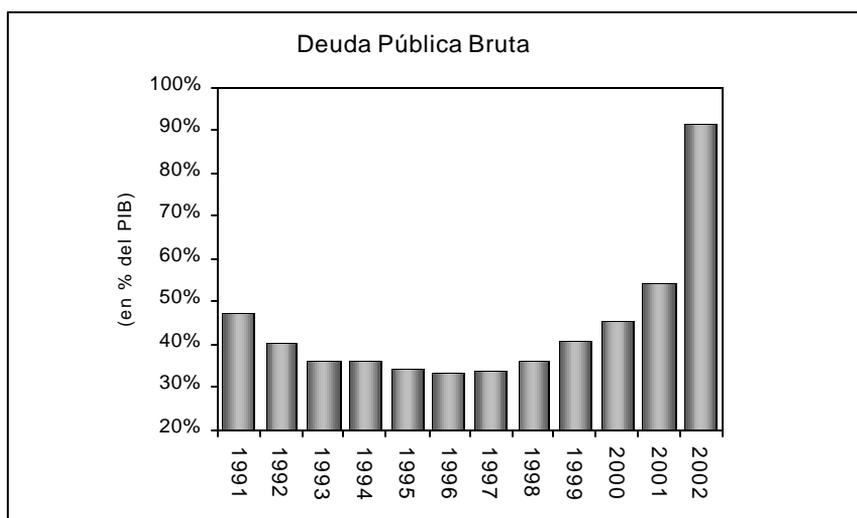
#### **3.1 La situación hacia fines de 2002.**

Hacia fines de 2002, el endeudamiento bruto total del sector público en Uruguay ascendía a US\$11:345 millones, de los cuales, aproximadamente la mitad se encontraba denominado bajo la forma de títulos negociables. Este monto representaba aproximadamente un 92% del PIB.

Este endeudamiento había estado sistemáticamente disminuyendo en relación al nivel de actividad a partir del Plan Brady y durante la primera mitad de la década, desde un nivel de 40.3% en 1992, hasta un mínimo de 33.2% en 1996. A partir de ese año, el incremento del endeudamiento -principalmente denominado en moneda extranjera- y posteriormente el aumento del tipo de cambio en relación a los precios implícitos en el producto, así como la disminución en el nivel de actividad, aumentaron de modo sostenido esta relación hasta el nivel actual.

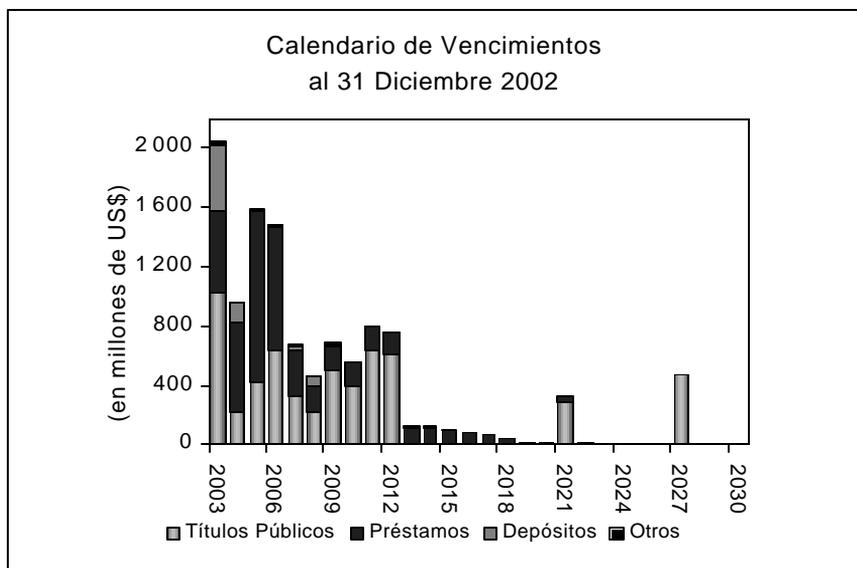


Al mismo tiempo, durante todo el período y como consecuencia principalmente de las necesidades de financiamiento del creciente déficit del sistema de seguridad social, el endeudamiento bruto nominal aumentó desde un total de US\$5:298 en 1991, hasta el nivel de US\$11:345 que se registró a finales de 2002.



A lo largo de los últimos años, Uruguay vio debilitarse los fundamentos que en su momento le permitieron obtener el grado de inversión para su deuda soberana. Las bases macroeconómicas del crecimiento experimentado en los años previos se debilitaron luego de la devaluación del Real en 1999 y con la profunda crisis que comenzó a afectar a la Argentina desde ese mismo año. La pérdida de dinamismo en la economía afectó el equilibrio de las finanzas públicas, comenzando a producirse sucesivos déficits que, a su vez, contribuyeron a incrementar el stock de deuda pública. La crisis argentina, cada vez más profunda y con mayor duración de la que se preveía inicialmente, alcanzó su punto culminante con la cesación de pagos y las restricciones financieras de fines de 2001, que tuvieron su contagio sobre Uruguay en una corrida bancaria de enormes proporciones. Esta corrida bancaria y las necesidades de apoyo financiero a la autoridad monetaria, a efectos de potenciar su capacidad de prestamista de última instancia del sistema, también contribuyeron a explicar el sensible aumento del endeudamiento durante el año 2002. La acumulación de todos estos factores determinaron la pérdida de la calidad crediticia, el aumento de las primas de riesgo y, de hecho, a cerrar los mercados de capital para Uruguay ya en el segundo trimestre de 2002. Esta situación aparecía exacerbada por una fuerte concentración de vencimientos, la cual era en parte la consecuencia de la crisis financiera internacional de 1997-1998, durante la cual la República acortó los plazos a los cuales emitía su deuda. En un contexto en el cual era necesario financiar no sólo el desequilibrio fiscal, sino también el rollover de la deuda que vencía y proveer al mismo tiempo liquidez a varias instituciones bancarias, las únicas fuentes de financiamiento disponibles eran básicamente las reservas internacionales y los desembolsos netos de las instituciones financieras multilaterales.

Evidentemente, la situación presentaba una fuerte vulnerabilidad, dado que el nivel de reservas internacionales no aseguraba un financiamiento indefinido de múltiples fines, y tampoco está dentro de la lógica de las instituciones financieras multilaterales realizar un *bail-out* del sector privado, al cual se le venía exigiendo, en el marco de la discusión comentada en la primera sección, un mayor involucramiento en la resolución de estos episodios.



En Agosto de 2002 se implementó, exitosamente, un plan de emergencia que permitió atacar los fundamentos de la corrida bancaria ocurrida durante los primeros siete meses del año. Pero la devaluación ocurrida tras la flotación del tipo de cambio dispuesta en Junio de 2002, afectó negativamente la capacidad de pago de la deuda uruguaya, casi completamente denominada en dólares. El salto en el ratio de deuda a producto durante el año 2002, de 54.2% a 92.2%, se explica en su mayor parte, más por una caída del producto medido en dólares, que por el aumento del stock de deuda en ese año.

En ese contexto, muchos analistas, bancos de inversión y agencias calificadoras percibían que la deuda uruguaya había llegado a un nivel que comprometía su sostenibilidad a largo plazo. De acuerdo con ello, las agencias calificadoras continuaron reduciendo la calificación de la deuda uruguaya a lo largo del segundo semestre de 2002, pese a que algunos fundamentos de la economía comenzaban a recomponerse luego que los depósitos bancarios se estabilizaran y comenzaran a crecer. Sin embargo, la visión del gobierno era que el salto en el peso de la deuda pública obedecía a factores que podían revertirse en el futuro. Los dos más importantes referían a la evolución del tipo de cambio real y la situación fiscal. En la medida que los precios en dólares en Uruguay y la región comenzaran a recuperarse en los próximos años a partir de los bajos niveles

en que quedaron tras las devaluaciones del último lustro, lo cual a su vez estaría vinculado a una recuperación en las economías de estos países, el producto medido en dólares tendería a crecer más que la deuda, reduciendo gradualmente el ratio de deuda a producto. Por otro lado, la recuperación de la actividad, muy deprimida tras la crisis bancaria y la situación regional, también permitiría una mejora en la recaudación fiscal y en el resultado del sector público, compatible con una gradual reducción del peso de la deuda.

De modo que si la dinámica de la deuda a mediano plazo podía hacerse sostenible gracias a un escenario macroeconómico más favorable que el imperante en Agosto de 2002, entonces el problema a resolver era el de la importante brecha financiera que se habría en el cuarto trimestre de 2002 y todo el año 2003, debido a la combinación de un reducido nivel de activos de reserva y una alta concentración de vencimientos de deuda.

### **3.2 La estrategia para la reestructuración de la deuda.**

Al tiempo que se lograba la estabilización de los depósitos, la recuperación de la liquidez en el sistema financiera y una cierta recomposición de los activos de reserva del Banco Central, así como la determinación de un nivel mínimo de recaudación tributaria en el contexto de una economía que mostraba una fuerte contracción en el tercer trimestre del 2002 y que se extendía hacia el cuarto, el Gobierno comenzó a elaborar los principios de lo que debería ser la estrategia de reestructuración de deuda, para reducir la brecha financiera prevista para el 2003.

En primer lugar, se consideraba prioritario que Uruguay saliera de este proceso conservando su reputación de buen pagador, a fin de poder retornar a los mercados internacionales de capital tan pronto como las condiciones económicas se revirtieran. A favor de ese propósito jugaba la percepción, luego confirmada durante el período de ofrecimiento del canje, de que los agentes económicos del exterior, tanto analistas como inversores, consideraban que los problemas de Uruguay eran fundamentalmente consecuencia del contagio recibido de Argentina.

En relación con lo anterior, Uruguay debía culminar su operación de reestructura de deuda, cualquiera que esta fuera, manteniéndose al día en el pago de capital e intereses de la deuda. Como se estimaba posible que el anuncio de una operación de canje de deuda por parte de Uruguay

trajera consigo cierta volatilidad en los flujos financieros, afectando el nivel de activos de reserva, dicho anuncio debía efectuarse preferentemente en un momento de menores vencimientos de capital e intereses de deuda. Los períodos más apropiados para ello eran octubre – noviembre de 2002, o abril – mayo de 2003.

Sin embargo, esa misma volatilidad podía afectar negativamente la evolución de los depósitos y la liquidez del sistema financiero, por lo que el canje debía lanzarse en un momento en que la estabilización de los depósitos apareciera consolidada. Para ello, la fecha de octubre – noviembre parecía prematura. También parecía conveniente esperar el desenlace de las elecciones en Brasil y la reacción del mercado a los primeros anuncios que hiciera el nuevo gobierno. Pero además, era crucial llegar a un acuerdo con el FMI respecto del programa para el año 2003 y sobre la solución propuesta para el tema de la deuda, a fin de contar con su apoyo explícito al proceso en caso de que cualquier reacción negativa del mercado respecto de la oferta de canje afectara en forma desfavorable la situación de los depósitos del sistema bancario. Ese acuerdo no se alcanzó hasta Febrero de 2003.

En dicho acuerdo con el FMI no sólo se definieron las bases para el programa 2003, sino que también fueron aceptados los criterios definidos por Uruguay para la reestructuración de la deuda. Desde el momento que Uruguay aspiraba a efectuar una aproximación amistosa al mercado, se entendía que el diseño de la propuesta de canje debía estar precedido por un período de consulta con la comunidad de acreedores.

El proceso de consulta se inició el 11 de marzo de 2003, y se extendió hasta fines de ese mes. La consulta incluyó presentaciones y reuniones bilaterales con diversos inversores del exterior, así como una intensa agenda de contactos con la comunidad de inversores locales, especialmente inversores institucionales y corredores de bolsa. Este proceso le permitió a Uruguay plantear con franqueza sus dificultades económicas a sus acreedores, situación que además fue claramente explicitada en documentos registrados ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de América. Uruguay intentó mostrar que la propuesta de canje de deuda era una forma de actuación preventiva para resolver un problema de liquidez el cual, adecuadamente resuelto, podía en definitiva agregar valor para los inversores. En las consultas Uruguay no hizo

propuestas, sino que escuchó comentarios de sus inversores, los que le permitieron evaluar la relativa importancia que el mercado asignaba a distintos elementos, tales como la posibilidad de quitas en el capital o intereses, extensión de plazos, sensibilidad ante la inclusión *de exit consents* o, incluso, la posibilidad de incluir cláusulas de acción colectiva en los nuevos bonos. Una conclusión clara del proceso de consulta fue la demanda de parte de los acreedores de un trato equitativo. Las consideraciones respecto de la equidad entre acreedores fueron determinantes para que la transacción fuera comprensiva de todos los bonos uruguayos, incluidos los de vencimientos más allá del año 2015, pese a que éstos no tenían incidencia relevante en los problemas de liquidez que enfrentaba Uruguay en el corto plazo. Sin embargo, la señal hacia los tenedores de bonos de vencimiento más inmediato de que no se estaba haciendo cargar sobre ellos el costo de la reestructura fue considerado un elemento importante para facilitar su adhesión.

Si bien no era un tema crucial para algunos fondos de inversión, el proceso de consulta permitió confirmar la presunción de que la obtención de un alto grado de adhesión entre los inversores minoristas a la extensión de plazos dependería de que la propuesta de canje permitiera, al menos, mantener el monto de capital y cupón de intereses de los bonos vigentes. Pero para que una propuesta de esas características fuera considerada viable por el mercado, debía sostenerse con fundamento que el problema de Uruguay no era de *nivel* de deuda, sino de *flujo*, y que por lo tanto un adecuado estiramiento de plazos permitiría resolver los problemas de liquidez que podía enfrentar el país en el futuro inmediato. Como vimos en la sección anterior, cuanto más elevado fuera el VPN de los nuevos bonos respecto del que se podría obtener en una eventual estrategia de *holdout* bajo la expectativa de pago puntual de los bonos viejos, mayor es la posibilidad de que cada inversor marginal adhiera al canje. Esto suponía una abrupta caída de los rendimientos de la deuda uruguaya como consecuencia de la transacción, lo cual sólo sería posible si la deuda se consideraba sostenible. Como opinión independiente respecto de este punto, Uruguay puso a disposición de la comunidad de inversores el documento por el que el *staff* del FMI evaluaba, bajo distintos escenarios, la sostenibilidad de la deuda uruguaya. Esa información quedó disponible en la página Web del FMI y del Banco Central del Uruguay en la semana del 21 de abril, una vez que la propuesta de canje había sido oficialmente lanzada.

Aceptando que la deuda uruguaya fuera sostenible y que el objetivo fundamental del canje fuera el de reducir significativamente la brecha financiera en el mediano plazo, la cuestión más importante pasaba a ser cómo alcanzar el grado de adhesión a la propuesta que se necesitaba para resolver los problemas de liquidez. Los elementos utilizados para ello fueron:

- Diseño adecuado de la propuesta para recoger los intereses de una variada comunidad de acreedores, distinguiendo entre ellos los inversores institucionales y los individuales. El ofrecimiento de dos opciones, una de extensión (que básicamente mantenía capital, cupón y moneda original, modificando sólo el plazo, que en general se alargaba en cinco años) y una de liquidez (que procuraba acumular diversos bonos en bonos *benchmark*, de modo de dotarlos de mayor liquidez en el mercado secundario), procuraba atender precisamente las distintas prioridades de ambos grupos de inversores. Con una propuesta que evitaba una quita explícita de capital o intereses se procuraba adaptarse lo más posible a las preferencias de los inversores, maximizando el VPN de los nuevos bonos. Aún en el caso de ausencia de estrategia dominante, el aumento de  $\$y$  contribuiría positivamente a la decisión de participar, de acuerdo a la expresión [8b]
- Establecimiento de umbrales muy altos para la aceptación del canje por parte del gobierno uruguayo. Se estableció que era necesario al menos un 90% de participación en el total de bonos sometidos al canje para que el gobierno uruguayo se obligara, sin más trámite, a aceptar las ofertas de sus acreedores. Para una participación entre 80% y 90%, el gobierno se reservaba el derecho de aceptar la propuesta de canje. En caso de una adhesión menor al 80%, el gobierno devolvía a los acreedores los ofrecimientos efectuados. El propósito de establecer un umbral alto para continuar adelante con la transacción era precisamente aumentar el riesgo de fracaso de la operación, que como vimos en la sección anterior puede inducir al acreedor marginal a participar, con la expectativa de recibir un mejor tratamiento que los inversores que no adhirieron.
- Adopción de medidas regulatorias que redujeran la liquidez de los bonos viejos, aumentando su tasa de descuento y reduciendo por lo tanto su VPN, aún cuando las condiciones de mercado de la deuda

uruguay mejoraran. Esto se traduce como una reducción de  $\$A$  en las ecuaciones [5] y [8c], favoreciendo la participación tanto en el caso con estrategia dominante o sin ella.

- Introducción de cláusulas de consentimiento de salida o *exit consents*, los cuales procuraban dos objetivos básicos. El primero era la protección de los derechos de los tenedores de bonos que aceptaran participar del canje, de posibles acciones que los *holdouts* pudieran ejercer para bloquear los pagos que les correspondiera recibir (esto se complementaba con la introducción de un *trustee* en la estructura de los nuevos bonos, el cual, a diferencia de los agentes fiscales, es un representante de los acreedores y no del deudor, lo que evita que los fondos en poder del *trustee* puedan ser bloqueados por los inversores afectados por un posible *default*). El segundo objetivo era procurar introducir una amenaza cierta de tratamiento discriminatorio en el pago de las obligaciones del gobierno, en caso de dificultades financieras en el futuro. La eliminación de las cláusulas de *cross default* entre los bonos viejos, junto con la exclusión del *cross default* de los bonos nuevos respecto de incumplimientos en los bonos viejos, además de la eliminación del *waiver* de la inmunidad soberana para los bonos viejos, los hacía a estos más vulnerables y con menor poder de accionar por una recuperación en caso de *default*. Estas medidas, en definitiva, tendían a disminuir la percepción del inversor sobre el valor de  $P_A^S$  en las expresiones [5] y [8c]. Como vimos en la sección anterior, bajo condiciones razonables de diferencias entre los VPN de los bonos viejos y nuevos, bastaba con una moderada amenaza de que los bonos que no adhirieran no fueran pagados normalmente al vencimiento, para que la estrategia de participar pasara a ser dominante, y el uso de los *exit consents* tuvo ese efecto.
- Adicionalmente, un rol fundamental lo jugó el FMI debido a la condicionalidad del mantenimiento del programa, a las seguridades financieras relativas al flujo de caja y condiciones de sostenibilidad de la deuda. Bajo esta condicionalidad, un fracaso en la transacción hubiera puesto en riesgo el mantenimiento del *stand-by* y en consecuencia, hubiera agravado los problemas de caja. Este elemento disminuye la probabilidad de los *holdouts* de recibir los pagos contractualmente previstos, contribuyendo en consecuencia al éxito de la operación.

La propuesta de canje se lanzó oficialmente el 10 de abril de 2003, anunciándose que el período de adhesión al canje se cerraría el 14 de mayo para los bonos de jurisdicción local y el 15 de mayo para los de jurisdicción extranjera. Una tercera jurisdicción, que constituía un caso especial desde el punto de vista de la estrategia del canje, fue la japonesa, ya que el bono samurai emitido por Uruguay incluía una cláusula de acción colectiva que admitía su modificación por una asamblea de tenedores de bonos. Esa asamblea se programó para el 15 de mayo.

Al cierre del período establecido para la transacción, la adhesión promedio al canje se ubicó en casi 90%, fruto de una participación del 98% en los bonos locales hasta el día 14, más la modificación de todo el circulante del bono samurai, cuya enmienda fue aceptada por el 99% de presentes en la asamblea, y una participación del 85% en el resto de los bonos emitidos en el exterior. El Gobierno decidió confirmar la operación de canje y extender hasta el día 22 de mayo el plazo de adhesión. En esa segunda fecha, el porcentaje de adhesión se elevó a 93%, con un 99% de participación de los bonos locales y 89% de los bonos externos, incluyendo el samurai. La fecha de cierre de la transacción se mantuvo en el 29 de mayo, día en que se pagaron los intereses corridos de los bonos viejos que adhirieron al canje.

La participación en el canje se vio favorecida por el pronunciado incremento del precio de los bonos a partir del 23 de abril, ya que la caída en los rendimientos de mercado de la deuda uruguaya contribuyó a aumentar la percepción de un exitoso resultado del canje, con elevados VPN en los nuevos bonos. Esto fue especialmente relevante para mejorar la probabilidad de adhesión en los bonos de vencimiento más inmediato, ya que en éstos los efectos de reducción de liquidez procurados por las medidas regulatorias y los *exit consents* eran más reducidos. Por otro lado, la abrupta caída de los rendimientos de la deuda en los días previos al cierre de la operación indujo una preferencia mayor que la esperada de la opción “liquidez”. Un alto porcentaje de la deuda uruguaya quedó denominada en los bonos globales 2011, 2015 y 2033, todos ellos con montos suficientes para estar incluidos en el índice EMBI de J. P. Morgan<sup>13</sup>.

---

13 En realidad, el Bono Global 2011 entró al EMBI tras una ampliación de poco más de US\$ 50 millones efectuada con posterioridad al cierre del canje.

En los Anexos II se muestra que los porcentajes de adhesión fueron elevados en casi todos los instrumentos de deuda, tanto de jurisdicción local como externa, tanto de corto como de largo plazo. La menor participación de los bonos externos se explica fundamentalmente por los Bonos Brady, que ya se percibían como de difícil adhesión durante el período de consulta<sup>14</sup>. Sin embargo, las consideraciones de equidad entre acreedores, más el hecho de que el canje del Par Bond 2021 permitía liberar colateral y reducir la carga de intereses hacia el futuro, hacía interesante para Uruguay incluir en la transacción un canje de Bonos Brady, más allá de cuál fuera, en definitiva, su grado de adhesión.

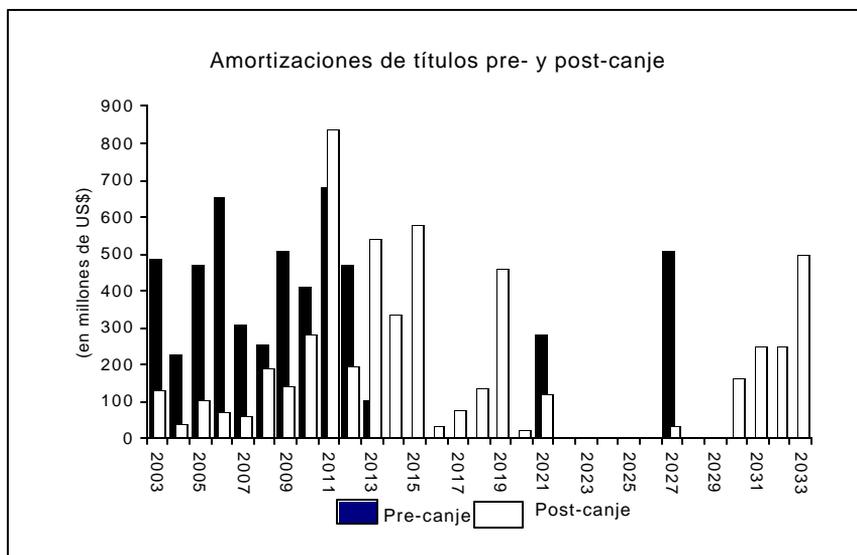
El canje de deuda permitió a Uruguay reducir significativamente su brecha de financiamiento para los próximos cinco años, de acuerdo al perfil de vencimientos de títulos que se muestra en la gráfica adjunta.

#### **4. Conclusiones.**

La discusión sobre mecanismos de reestructuración de deuda soberana ha estado dominada, en los últimos años, por el interés del sector oficial de promover instrumentos que faciliten una negociación centralizada para reestructurar una deuda soberana con dificultades de cumplimiento. Tanto en el enfoque "estatutario" del SDRM como en el enfoque "contractual" de las cláusulas de acción colectiva, se procura establecer un conjunto de procedimientos que faciliten una solución ordenada y rápida a la deuda de un país en problemas, reduciendo los riesgos de que los holdouts puedan, eventualmente, trabar la negociación.

---

14 En términos del modelo analizado en la sección anterior, el hecho de que los Bonos Brady tuvieran colateral en un caso, o estructura de amortizable en otro, más la situación de ser deuda del Banco Central y no del gobierno, más la cuestión "moral" de tratarse de deuda que ya había sido objeto de una reestructura, podían hacer que estos papeles fueran los más "duros" desde el punto de vista del cumplimiento de las condiciones de una estrategia dominante.



Si bien los países emergentes emisores de deuda y la comunidad de acreedores han revelado su preferencia por la utilización de cláusulas de acción colectiva, en general se ha manifestado que una aproximación voluntaria, guiada por determinados códigos de conducta, es la mejor alternativa para resolver un problema de deuda soberana.

Este artículo ilustra, a través del caso de reestructura de la deuda uruguaya, cuál es la racionalidad de una estrategia de aproximación voluntaria al problema de reestructuración de deuda. Se desarrolla un modelo que muestra que, bajo condiciones razonables, el riesgo de *holdouts* está generalmente sobrestimado. Si la propuesta es razonable para los acreedores, en términos de que los nuevos instrumentos de deuda tengan un VPN sustancialmente mayor al valor de recuperación en situación de *default*, la posibilidad de obtener una estrategia dominante a favor de la participación va a ser muy importante. Si los nuevos bonos presentan una reducción de VPN importante respecto de los viejos, la estructura de la transacción debe prever una amenaza cierta de que los bonos que no participan en el canje no serán honrados al vencimiento. Esta amenaza es obviamente bien clara en caso que el país haya entrado en cesación de pagos.

Si el país está al día con sus obligaciones, como el caso de Uruguay, puede de todos modos obtenerse un alto grado de adhesión al canje si éste es percibido como eficaz, lo que ocurre si la deuda es sostenible y lo que enfrenta el país es un problema de liquidez debido a una circunstancia especial doméstica o de los mercados de capitales. En este caso, basta con una moderada amenaza de que haya dificultades para obtener el pago de los bonos no canjeados al vencimiento.

En este contexto, las claves para explicar el alto grado de adhesión al canje de deuda uruguayo estuvieron en el diseño de una estrategia que contemplaba los intereses de los acreedores y que atacaba el problema principal percibido por el mercado, que era el riesgo de incumplimiento por problemas de liquidez. La ejecución de un proceso de consulta probó ser útil en el diseño de una propuesta de canje que alcanzara un alto grado de aceptación, lo que le da a este elemento un rol preponderante en cualquier código de conducta que se defina para orientar el relacionamiento entre un deudor soberano y sus acreedores en una instancia de reestructuración de deuda.

La imposición de altos umbrales para aceptar que la operación se concretara contribuyó a dejar latente una cierta posibilidad de fracaso del canje, ante el cual la estrategia dominante tendía a ser la de participar, por la posibilidad de un mejor tratamiento en caso de que la transacción no siguiera adelante. En ese contexto, la estrategia de comunicación del gobierno procuró enfatizar el argumento de sostenibilidad de la deuda, mostrar las dificultades financieras que se producirían en el corto plazo de no alcanzarse los porcentajes de participación necesarios, y utilizar en forma moderada instrumentos que, en definitiva, disuadieran potenciales *free-riders*.

**REFERENCIAS.**

- Bartholomew (E.), Stern (E.) y Liuzzi (A.), 2002**, *Two-step Sovereign Debt Restructuring. A Market-based Approach in a World without International Bankruptcy Law*, JPMorgan, Abril 24.
- Boorman, (J.), 2002**, *Sovereign Debt Restructuring: Where Stands the Debate?*, Discurso pronunciado en una conferencia organizada por el CATO Institute y The Economist, Octubre 17.
- Buchheit (L.C.) and Mitu Gulati (G.), 2000**, *Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges*, UCLA Law Review, Vol. 48, No. 1 (Octubre), 59-84.
- Couillault, (B.) y Weber (P.F.), 2003**, *Towards a voluntary Code of good conduct for Sovereign Debt Restructuring*, Financial Stability Review, Banque de France, Junio.
- Eichengreen (B.) and Ashoka (M.), 2000a**, *Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?*, NBER Working Paper 7458, Enero.
- Eichengreen (B.) and Ashoka (M.) 2000b**, *Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? An Update and Additional Results*, Center for International and Development Economics Working Paper, University of California, Berkeley.
- FMI, 2001**, *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Restructuring International Sovereign Bonds*.
- FMI, 2002a**, *Proposals for a Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM), A Factsheet*, Noviembre.
- FMI, 2002b**, *The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations*, Noviembre.
- Group of Ten, 2002**, *Communiqué of the Ministers and Governors of the Group of Ten*, PO-3472, Washington D.C., Setiembre.
- Krueger (A.O.), 2001**, *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, American Enterprise Institute, Washington, D.C., Noviembre.
- Krueger (A.O.), 2002**, *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, International Monetary Fund Publication Services, ISBN 1-58906-121-7, Washington, D.C.

- Krueger (A.O.), 2003**, *The Need to Improve the Resolution of Financial Crises: An Emerging Consensus?*, conferencia al *Harvard University Business School's Finance Club*, Marzo 27.
- Lim (C.H.) y Medeiros (C.), 2003**, *Applying the Prague Framework in Crisis Resolution*, incluido en Charles Collyns y G. Russell Kincaid, eds.: *Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America*, IMF Occasional Paper 217.
- Lipworth (G.) and Nystedt (J.), 2001**, *Crisis Resolution and Private Sector Adaptation*, *IMF Staff Papers*, Vol. 47, Special Issue, 188-214.
- Molano (W.), 2002**, *Don't Kill the Asset Class*, *The Latin American Adviser*, BCP Securities LLC, Abril 8.
- Miller (M.) and Zhang (L.), 2000**, *Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payments Standstill*, *The Economic Journal*, 110 (Enero), 335-362.
- Mulford (D.C.), 2002**, *Remarks on Current Proposals for sovereign Debt Restructuring - Do We Need a Two-track Approach*, comentarios en la Conferencia *Can We Break the Crisis Cycle for Emerging Markets?*, Institute for International Economics, Londres, Octubre.
- Rogoff (K.) and Zettelmeyer (J.), 2002**, *Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001*, *IMF Staff Papers*, Vol. 49, No. 3, 470-507.
- Sachs (J.), 1984**, *Theoretical Issues in International Borrowing*, *Princeton Studies in International Finance* 54.
- Sachs (J.), 1995**, *Do we need an international lender of last resort?*, Frank D. Graham Lecture at Princeton University, Vol. 8, Abril 20.
- Taylor (J.), 2002**, *Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective*, comentarios en la Conferencia sobre *Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards?*, Institute for International Economics, Washington D.C.

## ANEXOS

**Opciones de canje y porcentajes de adhesión por instrumentos  
(información al cierre de la operación, el 29 de Mayo de 2003)**

**Anexo Ia: Opciones de Canje de Títulos  
Letras de Tesorería**

Título	Vencimiento	Opción Extensión		Opción Liquidez	
		Efectivo <sup>1</sup>	Bonos de Extensión	Efectivo <sup>1</sup>	Bonos de Liquidez
Letras de Tesorería No. 10121	5/22/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10122	5/29/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10123	6/5/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10124	6/12/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10125	6/19/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10127	7/3/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10128	7/10/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10129	7/17/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10130	7/24/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10131	7/31/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10132	8/7/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10133	8/14/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10134	8/21/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10135	8/28/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10137	9/11/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10138	9/18/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10139	9/25/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Letras de Tesorería No. 10201	3/11/2004	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5.25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental

1 Pagadero al hacerse efectivo el canje

2 Tasa del 4% al 7% con incremento anual de 0,5% el 15 de junio de cada año a partir de 2004 y hasta 2009 inclusive

### Anexo Ib: Opciones de Canje de Títulos - Bonos Locales

Título	Vencimiento	Opción Extensión		Opción Liquidez	
		Efectivo <sup>1</sup>	Bonos de Extensión	Efectivo <sup>1</sup>	Bonos de Liquidez
Bonos del Tesoro Serie 32ª TV	6/15/2003	15.0%	85.0% Bono 2006 Tasa Fija (5,25%)	15.0%	85.0% Bono 2010 Tasa Incremental <sup>2</sup>
Bonos del Tesoro Serie 33ª TV	9/22/2003	10.0%	90.0% Bono 2008 Tasa Variable <sup>5</sup>	10.0%	90.0% Bono 2010 Tasa Incremental <sup>2</sup>
Bonos del Tesoro Serie 34ª TV	12/27/2003	5.0%	95.0% Bono 2008 Tasa Variable <sup>5</sup>	5.0%	95.0% Bono 2010 Tasa Incremental <sup>2</sup>
Bonos del Tesoro Serie 35ª TV	3/22/2004	0.0%	100.0% Bono 2008 Tasa Variable <sup>5</sup>	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Incremental <sup>2</sup>
Bonos del Tesoro Serie 36ª TV	6/27/2004	0.0%	100.0% Bono 2009 Tasa Variable <sup>6</sup>	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Incremental <sup>2</sup>
Bonos del Tesoro Serie 37ª TV	9/27/2004	0.0%	100.0% Bono 2009 Tasa Variable <sup>6</sup>	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Incremental <sup>2</sup>
Bonos del Tesoro Serie 38ª TV	11/7/2004	0.0%	100.0% Bono 2009 Tasa Variable <sup>6</sup>	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Incremental <sup>2</sup>
Bonos del Tesoro Serie 39ª TV	12/20/2004	0.0%	100.0% Bono 2009 Tasa Variable <sup>6</sup>	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Incremental <sup>2</sup>
Bonos del Tesoro Serie 40ª TV	3/27/2005	0.0%	100.0% Bono 2009 Tasa Variable <sup>6</sup>	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Incremental <sup>2</sup>
Bonos del Tesoro Serie 41ª TV	6/23/2005	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Variable <sup>7</sup>	0.0%	100.0% Bono 2013 Tasa Incremental <sup>3</sup>
Bonos del Tesoro Serie 42ª TV	9/29/2005	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Variable <sup>7</sup>	0.0%	100.0% Bono 2013 Tasa Incremental <sup>3</sup>
Bonos del Tesoro Serie 43ª TV	12/22/2005	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Variable <sup>7</sup>	0.0%	100.0% Bono 2013 Tasa Incremental <sup>3</sup>
Bonos del Tesoro Serie 44ª TV	4/8/2006	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Variable (7)	0.0%	100.0% Bono 2013 Tasa Incremental <sup>3</sup>
Bonos del Tesoro Serie 45ª TV	6/12/2006	0.0%	100.0% Bono 2011 Tasa Variable <sup>8</sup>	0.0%	100.0% Bono 2013 Tasa Incremental <sup>3</sup>
Bonos del Tesoro Serie 46ª TV	8/20/2006	0.0%	100.0% Bono 2011 Tasa Variable <sup>8</sup>	0.0%	100.0% Bono 2013 Tasa Incremental <sup>3</sup>
Bonos del Tesoro Serie 47ª TV	12/2/2006	0.0%	100.0% Bono 2011 Tasa Variable <sup>8</sup>	0.0%	100.0% Bono 2013 Tasa Incremental <sup>3</sup>
Bonos del Tesoro Serie 48ª TV	5/15/2009	0.0%	100.0% Bono 2017 Tasa Variable <sup>9</sup>	0.0%	100.0% Bono 2018 Tasa Incremental <sup>4</sup>
Bonos del Tesoro Serie 52ª TV	2/25/2010	0.0%	100.0% Bono 2017 Tasa Variable <sup>9</sup>	0.0%	100.0% Bono 2018 Tasa Incremental <sup>4</sup>
Bonos del Tesoro Serie 53ª TV	3/23/2011	0.0%	100.0% Bono 2018 Tasa Variable <sup>10</sup>	0.0%	100.0% Bono 2018 Tasa Incremental <sup>4</sup>
Bonos del Tesoro Serie 49ª TV	6/30/2012	0.0%	100.0% Bono 2017 Tasa Variable <sup>9</sup>	0.0%	100.0% Bono 2018 Tasa Incremental <sup>4</sup>
Bonos del Tesoro Serie 50ª TV	8/15/2012	0.0%	100.0% Bono 2017 Tasa Variable (9)	0.0%	100.0% Bono 2018 Tasa Incremental <sup>4</sup>
Bonos del Tesoro Serie 51ª TV	9/22/2012	0.0%	100.0% Bono 2017 Tasa Variable <sup>9</sup>	0.0%	100.0% Bono 2018 Tasa Incremental <sup>4</sup>
Bonos del Tesoro Serie 54ª TV	5/29/2013	0.0%	100.0% Bono 2018 Tasa Variable <sup>10</sup>	0.0%	100.0% Bono 2018 Tasa Incremental <sup>4</sup>
Bonos del Tesoro Serie 29ª TF	12/16/2005	0.0%	100.0% Bono 2010 Tasa Fija (7,5%)	0.0%	105.0% Bono 2010 Tasa Incremental
Bonos del Tesoro Serie 30ª TF	3/23/2011	0.0%	100.0% Bono 2019 Tasa Fija (7,5%)	0.0%	100.0% Bono 2019 Tasa Fija (7,5%)

- 1 Pagadero al hacerse efectivo el canje
- 2 Tasa del 4% al 7% con incremento anual de 0,5% el 15 de junio de cada año a partir de 2004 y hasta 2009 inclusive
- 3 Tasa del 4% al 7% con incremento anual de 0,5% el 15 de mayo de cada año a partir de 2004 y hasta 2009 inclusive
- 4 Tasa del 4% al 7% con incremento anual de 0,5% el 15 de abril de cada año a partir de 2004 y hasta 2009 inclusive
- 5 Líbor más 175 puntos básicos
- 6 Líbor más 150 puntos básicos
- 7 Líbor más 150 puntos básicos
- 8 Líbor más 150 puntos básicos
- 9 Líbor más 100 puntos básicos
- 10 Líbor más 200 puntos básicos

### Anexo Ic: Opciones de Canje de Títulos - Bonos Internacionales

Título	Vencimiento	Opción Extensión		Opción Liquidez	
		Efectivo <sup>2</sup>	Bonos de Extensión	Efectivo <sup>2</sup>	Bonos de liquidez
US\$200,000,000 7.875% Bonos de 2003	Noviembre 18, 2003	5.0%	95.0% US 7.875% Bono 2008 Tasa Fija	7.0%	109.0% US 7.250% Bono 2011 Tasa Fija
€225,000,000 7.0% Bonos de 2005	Septiembre 26, 2005	0.0%	100.0% Euro 7.000% Bono 2012 Tasa Fija	0.0%	100.0% de moneda respectiva en US 7.250% Bono 2011 Tasa Fija
US\$ "New Money" Bonos de 2006 con factor de amortización actual de 0.35294	Febrero 19, 2006	5.0%	30.294% Bono 2009 Tasa Variable	5.0%	29.235% US 7.250% Bono 2011 Tasa Fija
US\$100,000,000 8.375% Bonos de 2006	Septiembre 26, 2006	0.0%	100.0% US 8.375% Bono 2011 Tasa Fija	0.0%	107.0% US 7.250% Bono 2011 Tasa Fija
US\$ Bonos Convertibles de 2007 con factor de amortización actual de 0.42105	Febrero 19, 2007	5.0%	37.105% US Bono 2010 Tasa Variable	5.0%	35% US 7.250% Bono 2011 Tasa Fija
£ Bonos Convertibles de 2007 con factor de amortización actual de 0.42105	Febrero 19, 2007	5.0%	37.105% GBP Bono 2010 Tasa Variable	5.0%	35% de moneda respectiva en US 7.250% Bono 2011 Tasa Fija *
US\$150,000,000 Bonos Convertibles de 2007	Abril 26, 2007	0.0%	100.0% Bono Convertible 2012 Tasa Variable	0.0%	110.0% US 7.250% Bono 2011 Tasa Fija
US\$250,000,000 7.000% Bonos de 2008	Abril 7, 2008	0.0%	100.0% US 7.000% Bono 2013 Tasa Fija	0.0%	101.0% US 7.500% Bono 2015 Tasa Fija
US\$ 7.875% Bonos de 2009	Marzo 25, 2009	0.0%	80.0% US 7.875% Bono 2014 Tasa Fija ; 20.0% Bono 2033 Tasa Incremental	0.0%	85.0% US 7.500% Bono 2015 Tasa Fija; 20.0% Bono 2033 Tasa Incremental
US\$250,000,000 7.250% Bonos de 2009	Mayo 4, 2009	0.0%	80.0% US 7.250% Bono 2014 Tasa Fija; 20.0% Bono 2033 Tasa Incremental	0.0%	80.0% US 7.500% Bono 2015 Tasa Fija; 20.0% Bono 2033 Tasa Incremental
US\$300,000,000 8.750% Bonos de 2010	Junio 22, 2010	0.0%	70.0% US 8.750% Bono 2015 Tasa Fija; 30.0% Bono 2033 Tasa Incremental	0.0%	78.0% US 7.500% Bono 2015 Tasa Fija; 30.0% Bono 2033 Tasa Incremental
€200,000,000 7.0% Bonos de 2011	Junio 28, 2011	0.0%	100.0% Euro 7.000% Bono 2019 Tasa Fija	0.0%	85.0% de moneda respectiva en US 7.500% Bono 2015 Tasa Fija *
US\$ 7.625% Bonos de 2012	Enero 20, 2012	0.0%	60.0% US 7.625% Bono 2017 Tasa Fija; 40.0% Bono 2033 Tasa Incremental	0.0%	60.0% US 7.500% Bono 2015 Tasa Fija; 40.0% Bono 2033 Tasa Incremental
US\$ 6.750% Bonos Serie A de 2021	Febrero 19, 2021	38.0%	70.0% Bono 2033 Tasa Incremental	38.0%	70.0% Bono 2033 Tasa Incremental
US\$ 6.750% Bonos Serie B de 2021	Marzo 21, 2021	38.0%	70.0% Bono 2033 Tasa Incremental	38.0%	70.0% Bono 2033 Tasa Incremental
US\$ 7.875% Bonos de 2027	Julio 15, 2027	0.0%	100.0% Bono 2033 Tasa - Incremental	0.0%	100.0% Bono 2033 Tasa Incremental
¥ 2.200% Bonos de 2006(1)	Marzo 14, 2006	0.0%	100.0% JPY 2.500% Bono 2011 Tasa Fija	0.0%	95.0% de moneda respectiva en US 7.500% Bono 2015 Tasa Fija
CLP 7.000% Bonos de 2007	Mayo 29, 2007	0.0%	100.0% CLP 7.000% Bono 2012 Tasa Fija	0.0%	95.0% de moneda respectiva en US 7.500% Bono 2015 Tasa Fija **
CLP 6.375% Bonos de 2011	Marzo 15, 2011	0.0%	100.0% CLP 6.375% Bono 2016 Tasa Fija	0.0%	95.0% de moneda respectiva en Bono 2033 Tasa Incremental **

\* A la tasa de cambio de moneda respectiva a dólares americanos en la fecha de cierre de la operación.

\*\* A la tasa de cambio de moneda respectiva a dólares americanos en la fecha de cierre, multiplicado por el Factor UF correspondiente.

<sup>1</sup> En el caso de estos valores, no se tratará de nuevos bonos sino la modificación de los términos de los existentes.

<sup>2</sup> Pagadero al hacerse efectivo el canje.

**Anexo IIa: Resultado de la Operación de Canje de Títulos  
Letras de Tesorería**

Tipo	Licitac.	Vto.	Total Nominal	Opción Extensión	Opción Liquidez	Total de Deuda no Canjeada	Total presentado para el canje	Porcentaje de participación
LT	10121	22.05.2003	7,541,800.00	4,207,000.00	3,334,800.00	0.00	7,541,800.00	100,00%
LT	10122	29.05.2003	4,914,800.00	4,878,810.00	0.00	35,990.00	4,878,810.00	99,27%
LT	10123	05.06.2003	2,908,000.00	2,599,800.00	307,700.00	500.00	2,907,500.00	99,98%
LT	10124	12.06.2003	6,061,800.00	5,861,800.00	100,000.00	100,000.00	5,961,800.00	98,35%
LT	10125	19.06.2003	1,900,000.00	1,730,400.00	95,600.00	74,000.00	1,826,000.00	96,11%
LT	10127	03.07.2003	4,100,000.00	4,099,915.62	0.00	84.38	4,099,915.62	100,00%
LT	10128	10.07.2003	1,230,000.00	965,000.00	200,000.00	65,000.00	1,165,000.00	94,72%
LT	10129	17.07.2003	8,750,000.00	8,750,000.00	0.00	0.00	8,750,000.00	100,00%
LT	10130	24.07.2003	4,122,200.00	4,118,600.00	3,000.00	600.00	4,121,600.00	99,99%
LT	10131	31.07.2003	3,850,000.00	3,650,000.00	200,000.00	0.00	3,850,000.00	100,00%
LT	10132	07.08.2003	731,300.00	731,300.00	0.00	0.00	731,300.00	100,00%
LT	10133	14.08.2003	7,000,000.00	6,985,500.00	0.00	14,500.00	6,985,500.00	99,79%
LT	10134	21.08.2003	9,428,600.00	9,393,500.00	0.00	35,100.00	9,393,500.00	99,63%
LT	10135	28.08.2003	4,153,800.00	4,148,800.00	0.00	5,000.00	4,148,800.00	99,88%
LT	10137	11.09.2003	3,566,900.00	1,635,968.00	0.00	1,930,932.00	1,635,968.00	45,87%
LT	10138	18.09.2003	8,110,800.00	7,946,432.45	376.00	163,991.55	7,946,808.45	97,98%
LT	10139	25.09.2003	10,865,000.00	10,717,872.00	0.00	147,128.00	10,717,872.00	98,65%
LT	10201	11.03.2004	5,520,000.00	3,520,000.00	2,000,000.00	0.00	5,520,000.00	100,00%
<b>TOTAL</b>			<b>94,755,000.00</b>	<b>85,940,698.07</b>	<b>6,241,476.00</b>	<b>2,572,825.93</b>	<b>92,182,174.07</b>	<b>97,28%</b>

## Anexo IIb: Resultado de la Operación de Canje de Títulos - Bonos Locales

Tipo	Serie	Vto.	Total Nominal	Opción Extensión	Opción Liquidez	Total de Deuda no Canjeada	Total presentado para el canje	Porcentaje de participación
BT	29F	16.12.2005	25,000,000.00	25,000,000.00	0.00	0.00	25,000,000.00	100.0000%
BT	30F	23.03.2011	299,140,000.00	244,375,068.61	53,476,931.39	1,288,000.00	297,852,000.00	99.5694%
BT	31F	28.02.2012	40,000,000.00	21,934,000.00	17,947,000.00	119,000.00	39,881,000.00	99.7025%
BT	32V	15.06.2003	39,206,000.00	32,865,000.00	4,898,000.00	1,443,000.00	37,763,000.00	96.3194%
BT	33V	22.09.2003	37,906,600.00	13,943,100.00	22,612,500.00	1,351,000.00	36,555,600.00	96.4360%
BT	34V	27.12.2003	40,060,418.00	15,891,692.37	23,072,643.11	1,096,082.52	38,964,335.48	97.2639%
BT	35V	22.03.2004	40,411,534.00	13,503,282.00	23,920,323.49	2,987,928.51	37,423,605.49	92.6062%
BT	36V	27.06.2004	25,474,200.00	3,781,008.37	21,023,951.03	669,240.60	24,804,959.40	97.3729%
BT	37V	27.09.2004	29,601,000.00	5,610,720.00	23,264,880.00	725,400.00	28,875,600.00	97.5494%
BT	38V	07.11.2004	12,180,500.00	3,116,500.00	8,903,000.00	161,000.00	12,019,500.00	98.6782%
BT	39V	20.12.2004	29,130,800.00	4,209,918.90	24,406,701.10	514,180.00	28,616,620.00	98.2349%
BT	40V	27.03.2005	35,008,200.00	3,343,299.06	31,387,060.90	277,840.04	34,730,359.96	99.2064%
BT	41V	23.06.2005	53,868,700.00	10,965,800.00	41,658,900.00	1,244,000.00	52,624,700.00	97.6907%
BT	42V	29.09.2005	31,269,329.00	9,398,972.82	21,717,356.18	153,000.00	31,116,329.00	99.5107%
BT	43V	22.12.2005	25,633,700.00	3,700,100.00	21,699,600.00	234,000.00	25,399,700.00	99.0871%
BT	44V	08.04.2006	35,146,000.00	8,472,282.94	26,532,717.06	141,000.00	35,005,000.00	99.5988%
BT	45V	12.06.2006	50,660,600.00	7,458,600.00	42,627,000.00	595,000.00	50,085,600.00	98.8260%
BT	46V	20.08.2006	129,073,800.00	10,656,499.99	117,400,300.01	1,017,000.00	128,056,800.00	99.2121%
BT	47V	02.12.2006	48,685,200.00	7,237,850.00	40,896,150.00	551,200.00	48,134,000.00	98.8678%
BT	48V	15.05.2009	32,348,500.00	2,526,663.19	29,234,860.81	586,976.00	31,761,524.00	98.1855%
BT	49V	30.06.2012	48,000,000.00	3,161,026.00	44,406,974.00	432,000.00	47,568,000.00	99.1000%
BT	50V	15.08.2012	28,373,100.00	1,958,584.00	26,398,516.00	16,000.00	28,357,100.00	99.9436%
BT	51V	22.09.2012	34,301,500.00	2,709,402.00	31,223,598.00	368,500.00	33,933,000.00	98.9257%
BT	52V	25.02.2010	82,820,000.00	4,072,000.00	78,280,000.00	468,000.00	82,352,000.00	99.4349%
BT	53V	23.03.2011	10,860,000.00	3,390,000.00	7,170,000.00	300,000.00	10,560,000.00	97.2376%
BT	54V	29.05.2013	105,450,000.00	0.00	105,450,000.00	0.00	105,450,000.00	100.0000%
AP	2 F	05.03.2007	108,470,000.00	98,025,000.00	10,160,000.00	285,000.00	108,185,000.00	99.7373%
AP	3 F	25.02.2010	46,160,000.00	40,558,000.00	5,447,000.00	155,000.00	46,005,000.00	99.6642%
AP	3 F	25.02.2010	46,160,000.00	40,558,000.00	5,447,000.00	155,000.00	46,005,000.00	99.6642%
<b>TOTALES</b>			<b>1,524,259,681.00</b>	<b>601,864,370.25</b>	<b>905,215,963.08</b>	<b>17,179,347.67</b>	<b>1,507,080,333.33</b>	<b>988.729%</b>

### Anexo IIc: Resultado de la Operación de Canje de Títulos Bonos Internacionales

Instrumento	Total Nominal	Onción Extensión	Onción Liquidez	Total de deuda no canieada	Total Presentado para el Canje	Porcentaje de Participación
GLOBAL 03 7,875%	191,459,000	88,023,500	92,759,500	10,676,000	180,783,000	94.4%
GLOBAL 06 8,375%	97,460,000	60,752,000	34,355,000	2,353,000	95,107,000	97.6%
GLOBAL 08 7%	239,650,000	63,330,000	165,347,000	10,973,000	228,677,000	95.4%
GLOBAL 09 7,25%	241,449,000	39,034,000	186,271,000	16,144,000	225,305,000	93.3%
GLOBAL 09 7,875%	248,300,000	25,031,000	220,895,000	2,374,000	245,926,000	99.0%
GLOBAL 10 8,75%	273,815,000	66,741,800	197,850,200	9,223,000	264,592,000	96.6%
GLOBAL 12 7,625%	410,000,000	68,460,500	335,714,500	5,825,000	404,175,000	98.6%
GLOBAL 27 7,875%	510,000,000	0	476,855,000	33,145,000	476,855,000	93.5%
Br NMB 2006 FRN	26,289,442	1,687,053	5,011,395	19,590,994	6,698,448	25.5%
Br DCB 2007 USD FRN	54,984,077	6,126,699	37,467,976	11,389,403	43,594,675	79.3%
Br DCB 2007 GBP FRN	39,012,874	0	25,759,231	13,253,643	25,759,231	66.0%
Br PAR A 2021 6,75%	250,161,000	0	138,089,000	112,072,000	138,089,000	55.2%
Br PAR B 2021 6,75%	30,536,000	0	22,836,000	7,700,000	22,836,000	74.8%
Conv. FRN 2007	150,000,000	0	150,000,000	0	150,000,000	100.0%
CLP 2007 7%	124,459,939	0	124,459,939	0	124,459,939	100.0%
CLP 2011 6,375%	132,724,363	2,212,073	130,512,290	0	132,724,363	100.0%
EURO 05 7%	261,005,771	107,797,382	85,939,186	67,269,203	193,736,568	74.2%
EURO 11 7%	233,740,000	135,327,279	31,979,138	66,433,583	167,306,417	71.6%
SAMU 06 2.2%	256,060,089	256,060,089	0	0	256,060,089	100.0%
<b>TOTALES</b>	<b>3,771,106,555</b>	<b>920,583,374</b>	<b>2,462,101,355</b>	<b>388,421,826</b>	<b>3,382,684,729</b>	<b>89.7%</b>