

LA CONVERSION DE DEUDA POR INVERSION: EL CASO DEL AMERICAN EXPRESS BANK EN MEXICO

ROBERT E. GROSSE

Bachillerato de la Universidad de Princeton en Economía Internacional. Doctorado de la Universidad de Carolina del Norte en Economía Internacional. Profesor en el programa de Maestría de la Universidad de Michigan. Consultor en Negocios Internacionales del Gobierno Federal de los Estados Unidos y de varias organizaciones, empresas y bancos internacionales. Profesor visitante de un sinnúmero de Universidades. Profesor visitante en el ICESI al postgrado de Gerencia de Negocios Internacionales.

INTRODUCCION

Durante toda la década de los ochenta, prestatarios de países latinoamericanos se han enfrentado a una crisis continua de servicio de la deuda a acreedores extranjeros. De la misma manera, los prestamistas extranjeros han visto sus préstamos a Latinoamérica pasar de ser de "riesgo promedio" a "incumplidos", "re-estructurados", o en todo caso representar activos deteriorados. Los países latinoamericanos no sólo encontraron grandes

dificultades en obtener divisas (principalmente dólares americanos) para poder cumplir con los pagos de intereses y amortizaciones a los bancos extranjeros y otros prestamistas, sino que además fueron afectados por la recesión global de 1981-83. Aunque el problema se originó con prestatarios del sector público, para 1982, ya se había expandido a prestatarios normalmente solventes del sector privado, ya que estos no podían obtener moneda extranjera, a no ser a un elevado costo y fre-

El caso fue presentado por el profesor R. Grosse al grupo de Postgrado de Gerencia de Negocios Internacionales como parte del estudio de Finanzas Internacionales. La situación descrita es un ejemplo que documenta alternativas de soluciones al problema de la deuda externa latinoamericana.

cuentemente con mucho retraso. En muchos casos, los préstamos al sector privado fueron consolidados por los gobiernos latinoamericanos como deudas garantizadas por éstos, por lo que, esencialmente, se convirtieron en parte de la deuda estatal.

La razón fundamental de la crisis latinoamericana se halla en el sobrepréstamo de acreedores extranjeros durante los setentas, específicamente, en los periodos posteriores a las alzas del precio del petróleo (1973-74 y 1979-80). El exitoso esfuerzo del cartel de la OPEP de subir el precio del petróleo, tuvo como consecuencia una masiva transferencia de poder adquisitivo a los países exportadores de petróleo. Estos, como resultado, gastaron parte de su ingreso en aumentar sus importaciones e invirtieron la mayor parte del resto en el sistema bancario internacional. Los bancos comerciales se vieron repentinamente con ingentes cantidades de nuevos depósitos (aunque parte del dinero fue simplemente trasladado de cuentas de países industrializados a cuentas de la OPEP) y con la necesidad de encontrar clientes a quien prestar. Debido a que la crisis del petróleo provocó una significativa transferencia de poder adquisitivo proveniente de países industrializados importadores de petróleo, estos países, consecuentemente, experimentaron un deterioro económico. Las condiciones recesivas tuvieron como consecuencia una reducción en la demanda de préstamos bancarios de parte de quienes fueron los clientes regulares, por lo que los bancos se vieron en la necesidad de buscar nuevos prestatarios. Entre estos se hallaron no sólo nuevos clientes del mundo industrializado y de países comunistas, sino además, países subdesarrollados, especialmente en Latinoamérica, a los cuales los bancos les otorgaron mucho más crédito. El endeudamiento internacional creció por encima del 20% anual en cada una de las cuatro economías más grandes de la región (Argentina, Brasil, México y Venezuela) mientras que el ingreso nacional y las exportaciones crecieron en menos de la mitad de eso. El Apéndice 1 muestra la magnitud del crecimiento de la deuda en estos países desde que se originó la crisis.

En los cinco años transcurridos desde que la crisis de la deuda latinoamericana comenzó "oficialmente" con la declaración del gobierno mejicano en agosto de 1982 de la imposibilidad del pago de su deuda, decenas de políticas gubernamentales y estrategias corporativas se han sugerido e intentado para solucionar el problema. Una de las ideas de mayor éxito ha sido la conversión de deuda por inversión, esto es, el intercambio de una deuda bancaria existente, típicamente de valor deteriorado, por inversión en el país deudor. Este caso analiza la estructura y el funcionamiento de una conversión de ese tipo en Méjico y que implicó la participación central del American Express Bank.

El caso se presenta de la siguiente manera: en primer lugar, se describe con cierto detalle el concepto de "conversión de deuda por inversión". Posteriormente, se examina la situación de los bancos acreedores extranjeros con deuda latinoamericana a comienzos de los ochentas. En tercer lugar, se presenta la perspectiva del gobierno mejicano como deudor, mostrando las alternativas disponibles que tuvieron y tienen dichos deudores. En cuarto lugar, se presenta una visión general de la compañía American Express, con el objetivo de mostrar sus principales actividades e intereses. En quinto lugar, se describen las transacciones específicas que se llevaron a cabo en la conversión del American Express Bank de deuda soberana en dólares por pesos que se invertirían en una serie de proyectos hoteleros en México. Finalmente, se derivan de esta experiencia algunas lecciones útiles para empresas, bancos y gobiernos.

1. LA CONVERSION DE DEUDA POR INVERSION

El concepto básico de la conversión de deuda por inversión implica el transformar un "préstamo en problemas" en otra forma de crédito al país deudor, esto es, una inversión de capital. Se le llama "préstamo en problemas" porque lo que sucede típicamente es que el deudor no puede cumplir a tiempo con sus compromisos de pago de intereses y principal, frecuentemente por falta de moneda extranjera requerida en los pagos. Esta situación se da a su vez

debido a problemas de balanza de pagos en el país deudor. Una opción de política de parte del gobierno deudor, es permitir a prestamistas extranjeros convertir sus préstamos en instrumentos denominados en moneda local. Préstamos en dólares pueden ser cambiados por préstamos en pesos. (Esta alternativa ha sido llevada a cabo activamente el año pasado por el Citibank, quien tiene sucursales y subsidiarias en muchos países latinoamericanos. El Citibank ha transferido parte de sus préstamos en dólares a través de toda la región a préstamos en moneda local registrándolos en sus oficinas latinoamericanas, eliminando de esta manera dichos préstamos de su portafolio en dólares.) Préstamos en dólares podrían también ser convertidos en depósitos bancarios en moneda local, los que a su vez el prestamista podría invertir en los mercados financieros o trataría de convertirlos en dólares para remitirlos a la casa matriz. (Esta alternativa ha sido ampliamente prohibida por los gobiernos latinoamericanos, ya que eventualmente inundaría el mercado de moneda local y aumentaría las presiones por su venta y por la compra de dólares.) El tipo de conversión que es más aceptado entre gobiernos latinoamericanos, es el que consiste en el cambio de préstamos del exterior por inversiones de capital en negocios locales. Este tipo de transacción impulsa la inversión de capital en la economía local y no induce directamente a significativas presiones por cambiar moneda local por dólares.

La conversión de deuda por inversión normalmente involucra a cuatro participantes en el total de transacciones. Primero, un banco extranjero que quiere deshacerse de un préstamo al gobierno o a un deudor del sector privado del país en cuestión. Segundo, una empresa extranjera que quiere invertir en un proyecto de capital en ese mismo país. Tercero, una autoridad monetaria (y probablemente otras agencias del gobierno) de dicho país que autorice y permita el intercambio del contrato de préstamo por moneda local a usarse en la inversión. Por último, un banco de inversiones que sirva de intermediario en la búsqueda de compradores y vendedores de préstamos y que negocie con la

autoridad monetaria los permisos requeridos. Un diagrama básico de conversión de deuda por inversión se presenta en el Apéndice 2.

Debido al incumplimiento o al valor deteriorado de los préstamos, los bancos que los otorgaron estarían dispuestos a venderlos con descuento con el fin de deshacerse de ellos y retirarlos de los libros. Tal como se menciona en la Sección III a continuación, los descuentos a los que los bancos comerciales extranjeros han estado dispuestos a vender sus préstamos latinoamericanos han crecido por encima del 50%, para la mayoría de los países de la región. Normalmente, el potencial vendedor del préstamo es contactado por un intermediario, tal como una empresa bancaria de inversiones, que está buscando fuentes o recursos para clientes que quieren invertir en países latinoamericanos. Estos intermediarios buscan tanto vendedores como compradores de deuda con el objetivo de juntarlos y obtener utilidades resultantes de los posibles acuerdos. Una vez que se ha encontrado al vendedor y al comprador, el intermediario debe negociar con el gobierno del país latinoamericano involucrado para obtener cualquier permiso necesario y así redimir el préstamo en dólares por algún valor en moneda local. Normalmente, el valor recibido por el comprador del préstamo es un porcentaje por debajo del valor nominal del préstamo convertido de dólares a moneda local. Este valor es aún sustancialmente mayor que el valor en dólares que el comprador pagó para obtener el préstamo. Una vez obtenidos los permisos, el comprador del préstamo recibe la moneda local, ej. pesos, y los invierte en un proyecto de capital que se propuso cuando se requirió el permiso al gobierno de dicho país.

Esta transacción es vista favorablemente por cada uno de los participantes. En primer lugar, el banco que otorgó el préstamo puede venderlo y liberarse del problema, asumiendo el precio descontado de esta venta como una pérdida real en el valor original del préstamo. (Usualmente el banco puede disminuir su carga impositiva como resultado de la pérdida del préstamo, por lo que no todo el descuento es realmente pérdida.) El nuevo inversionista logra obtener

moneda local a un descuento sustancial en términos relativos a los costos financieros regulares. El gobierno involucrado logra eliminar parte de su deuda externa en moneda extranjera y los consecuentes problemas de su pago, emitiendo moneda local para inversión directa. Finalmente, el banco de inversiones gana comisiones al lograr contactar a las partes involucradas en el acuerdo.

No obstante todas las ventajas, la conversión de deuda por inversión debe ser entendida como una solución imperfecta, tanto para el prestamista original como para el país deudor. El primero asume una pérdida real en el préstamo en vez de mantener la esperanza de una mejora en el servicio de dicha deuda en el futuro. El país deudor elimina la deuda que no estaba cumpliendo, como lo establecía el contrato, pero el país reemplaza esta obligación con la emisión de moneda local para financiar la inversión de capital. Esta técnica tiene efectos inflacionarios, aunque no necesariamente excesivos si el monto de la conversión es relativamente pequeño en términos de la oferta monetaria. Asimismo, puede darse el caso de que las nuevas inversiones no se generen como consecuencia del programa de conversión y que la inversión hubiera ocurrido de todas maneras, siendo este mecanismo un medio que sirva exclusivamente para reducir los costos financieros. (Aparentemente, este no ha sido el caso en México, donde inversiones financiadas a través de conversiones han llevado a que el monto de inversión directa extranjera se duplique de 1986 a 1987.) Asimismo, desde la perspectiva del país deudor, la conversión puede ser vista como un subsidio a inversionistas extranjeros en desmedro de inversionistas locales. Eventualmente, esto ha sido visto por el gobierno chileno (y otros) como una razón para ofrecer el programa de conversión a inversionistas, tanto locales como extranjeros, que estén interesados en llevar a cabo proyectos de capital. Finalmente, es necesario que el gobierno deudor reconozca que la conversión no elimina el endeudamiento externo; simplemente altera la forma. Los proyectos de inversión generarán dividendos, regalías y frecuentemente otros tipos de ingresos a los

inversionistas extranjeros. Este flujo de fondos reemplazará al anterior servicio de la deuda. Es difícil predecir el flujo neto de fondos a priori, aunque se puede argumentar que los proyectos de inversión directa generalmente permanecen en el país, de tal manera que la inversión de capital por lo general no es recuperada por la firma extranjera; en cambio, en el caso del préstamo extranjero, el capital principal es, en último término, pagado junto con el desembolso periódico de intereses.

2. PROBLEMAS DE LOS BANCOS ACREEDORES EN LATINOAMERICA

La crisis de la deuda latinoamericana ha sido un problema no sólo para los países deudores sino también para las instituciones crediticias extranjeras. Bancos de gran importancia como el Citibank y el Manufacturers Hanover han prestado en conjunto a Latinoamérica un monto mayor que su patrimonio. Estos mismos bancos se vieron forzados por los hechos a ser partícipes del "reciclaje" de petrodólares obtenidos por los países de la OPEP en los setentas. En ese entonces, sus operaciones de crédito a Latinoamérica crecieron dramáticamente, tal como se muestra en el Apéndice I. (La banca comercial extranjera constituye aproximadamente dos tercios de las fuentes de recursos en que se compone el endeudamiento extranjero de los países mencionados. Agencias de gobiernos extranjeros, instituciones internacionales y acreedores comerciales constituyen la mayor parte del resto.) Ahora que estos deudores han probado su incapacidad en cumplir el servicio de sus abultadas deudas, los bancos comerciales están otra vez al centro del problema en búsqueda de alternativas para preservar el valor de sus activos.

Para los bancos norteamericanos en particular, la crisis de 1982 los condujo a un continuo proceso de renegociaciones de deudas soberanas. Cada vez que un deudor soberano estaba por excederse del límite de 90 días en el atraso del pago de intereses —límite que el "Federal Reserve" utiliza como criterio para clasificar los préstamos como incumplidos (y por lo tanto, requiere que los bancos presenten pérdidas en dichos préstamos) los bancos

y el deudor pactarían en un nuevo acuerdo de extensión de nuevo crédito para pagar los intereses atrasados y por lo tanto evitar una crisis técnica para los bancos. Las páginas del Wall Street Journal, a comienzos de los ochentas, reportaban casi diariamente acerca de los esfuerzos de renegociaciones de países de toda la región.

Hacia 1984, los bancos comenzaron a negociar entre ellos mismos, intercambiándose deuda de acuerdo con sus propios intereses. En ese entonces surgió un mercado secundario para la deuda latinoamericana con un patrón de descuento sobre el valor nominal asociado a la confiabilidad crediticia del país. Los bancos, por ejemplo, comercializarían deuda chilena por argentina o deuda pública por privada. Ocasionalmente, los bancos más grandes y con una carga significativa de deuda compraron deudas menores a bancos menores, quienes querían deshacerse íntegramente de sus préstamos a Latinoamérica. El proceso en su totalidad no fue ordenado ni bien definido, pero al cabo de un año, la comunidad bancaria internacional había hecho de las transferencias de préstamos una rutina tal, que las tasas de descuento de las deudas de cada país eran ampliamente conocidas. El Apéndice III muestra algunos de los descuentos cotizados por Shearson Leahman Brothers, uno de los intermediarios más activos en este mercado.

Además del número creciente de países para los cuales existen dichas tasas de descuento, el cuadro muestra claramente que los valores están cayendo continuamente, junto con las expectativas de pago de dichos préstamos. Fue en ese contexto que las conversiones de deuda por inversión tuvieron lugar, como otra alternativa para lidiar con los préstamos significativamente deteriorados.

3. LOS US\$ 100.000 MILLONES DE DEUDA EXTERNA MEXICANA: EL PUNTO DE VISTA DEL GOBIERNO

El gobierno mexicano ha sido un participante activo en la expansión exorbitante del endeudamiento externo durante los setentas. México, aunque no es miembro de la OPEP, es un exportador importante de

petróleo. Como resultado del hallazgo de grandes reservas de petróleo en 1976, prestamistas extranjeros afluyeron a la Ciudad de México para extender nuevos créditos al gobierno y otros prestatarios. (La empresa de petróleo estatal, PEMEX, controla toda la producción y refinación de petróleo en el país. PEMEX es uno de los prestatarios internacionales más importantes de México.) Tal como se muestra en el Apéndice I, la deuda externa de México se disparó por encima de los US\$100.000 millones para 1986, creciendo a una tasa del 29% en el período 1973-81.

La mayor parte del crecimiento del crédito extranjero a prestatarios mexicanos durante este período fue al sector público, siendo gran parte de este crédito, invertido en proyectos que no generaron dólares para su repago. Los prestamistas extranjeros no tuvieron una percepción global de las dimensiones del crédito otorgado, ya que no existían canales formales de información que reportaran la suma total de dólares prestados a entidades públicas o privadas. En 1982, el gobierno mexicano se vio en la imposibilidad de cumplir con el pago de intereses correspondientes a su parte del total de la deuda, ya que no habían dólares suficientes en el Banco Central. El primer paso tomado en agosto de ese año fue declarar la moratoria en el servicio de la deuda. Subsecuentemente, el gobierno ha renegociado repetidamente períodos de maduración, tasas de interés y otras condiciones de préstamos con sus acreedores extranjeros. Aparentemente, ninguna solución en particular ha reducido el proceso de renegociaciones, pero una serie de propuestas han sido sugeridas por el gobierno mexicano.

Una propuesta fue la de convertir algunos de los préstamos en obligaciones de largo plazo tales como bonos. Como resultado de las obligaciones con el Tesoro de los Estados Unidos y el Morgan Guaranty Bank, México ha podido emitir en 1988 varios miles de millones de dólares en bonos del tipo "cupón-cero" y de largo plazo, con el respaldo del tesoro norteamericano y a cambio de préstamos existentes y descontados. Otra propuesta fue la de limitar los pagos por servicio de la deuda en un monto acordado, tal como un porcenta-

je de los ingresos por exportaciones. Hasta la fecha, esta última propuesta no ha sido llevada a cabo, aunque aparece con cierta frecuencia como una alternativa. Una tercera propuesta fue la de convertir parte de la deuda en inversión de capital en México. Esta propuesta se ha consolidado formalmente en un programa de conversión de deuda por inversión, el que se ha usado en el caso presente.

El programa comenzó en forma vacilante en 1986 con un número pequeño de transacciones, entre ellas la de American Express, analizada más adelante. Ya en 1988, el programa responde a una rutina tal que los pasos requeridos para obtener el permiso para llevar a cabo la conversión pueden ser diagramados en forma sencilla, tal como aparecen en el Apéndice IV. Nótese que los pasos a seguir son razonablemente sencillos, así como el hecho que en los dos primeros años del programa ya han sido autorizados más de US\$2.000 millones en conversiones.

4. ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA AMERICAN EXPRESS

La Compañía American Express fue una de las tres o cuatro instituciones financieras líderes en los Estados Unidos en 1986. Entre sus principales competidores se encuentran Citicorp, Merrill Lynch, y asociaciones de tarjetas de créditos, tales como Visa y Mastercard que son controladas por bancos, así como otras firmas importantes en los diversos segmentos del mercado cubiertos por las subsidiarias de AMEX. El Apéndice V muestra un esquema organizacional de la empresa.

American Express inició sus operaciones a comienzos del presente siglo como una firma de servicios turísticos y de tarjeta de crédito. En el momento del presente caso, AMEX se había convertido en un importante proveedor de servicios financieros, con ventas anuales por encima de los US\$10.000 millones. Aún así, el negocio básico de proveer crédito y acceso a fondos para negocios y turismo, mantuvo un rol principal en las actividades de la empresa. La División de Servicios Relacionados a Viajes representó el 42% del total de las ventas de la empresa en 1986.

Entre los objetivos estratégicos de American Express se encuentra el ubicar a la firma como uno de los tres proveedores más importantes de servicios financieros en los Estados Unidos. Posiciones similares se buscan en otros países en aquellos segmentos de los mercados financieros abiertos a los competidores extranjeros. Debido a que leyes bancarias norteamericanas prohíben banca comercial local a escala total, así como la participación directa de AMEX en banca comercial debido a sus otras actividades, la empresa se ha ubicado a sí misma en el área no bancaria a través de adquisiciones tales como la de Shearson Lehman Brothers (una de las empresas más importantes de banca de inversiones) y expandiéndose en el negocio de seguros.

En los Estados Unidos, American Express no funciona como banco comercial debido a que las leyes bancarias prohíben la captación de depósitos así como otras funciones, en compañías que están involucradas en la banca de inversiones, seguros o cualquier otra actividad comercial o industrial. Sin embargo, debido a desviaciones históricas, el AMEX Bank Ltd. opera en Nueva York como un proveedor de servicios de banca internacional tales como financiamiento comercial, transacciones de euromonedas, préstamos sindicados y otros tipos de servicios generales al por mayor a clientes locales y extranjeros. El banco también tiene sucursales en todo el mundo, incluyendo a Latinoamérica, en donde provee un amplio rango de servicios bancarios.

American Express ve a Latinoamérica como un mercado altamente deseable para sus diversos servicios y se ha expandido en esta región durante la última década. La mayor parte de los negocios de la empresa se encuentran en los países más grandes tales como Brasil, México, Venezuela y Argentina. Debido a su proximidad con los Estados Unidos y a sus diversas atracciones turísticas, México siempre ha sido para AMEX el mercado líder en Latinoamérica. Brasil es el segundo mercado en importancia para AMEX en esta región, seguido por Argentina y Venezuela.

5. LA CONVERSION DEL AMEX BANK

En 1985, el American Express Bank (en adelante AMEX Bank o "el banco") tenía deuda pendiente de prestatarios mexicanos por un valor aproximado de US\$600 millones. Alrededor del 80% de estos préstamos eran a agencias oficiales del gobierno tales como el Banco Central y el Ministerio de Economía. En ese entonces, el banco se encontraba en búsqueda de métodos que permitieran reestructurar su cartera mexicana de manera tal que el monto total de fondos comprometidos se redujera y/o la naturaleza de los préstamos se vea transformada de tal forma que permitiera el reestablecimiento regular del servicio de la deuda. Una de las opciones posibles que salió a relucir el año anterior fue la de convertir los préstamos en dólares a pesos, los que se invertirían en negocios mexicanos. Teniendo en cuenta el compromiso y las perspectivas de operaciones en el largo plazo en México de parte del American Express Bank, la idea de invertir en empresas o instituciones financieras mexicanas en vez de continuar en la interminable lucha por cobrar las deudas, resultaba atractiva. Si bien al banco no se le permitía involucrarse en actividades comerciales o no-bancarias dentro de los Estados Unidos, estas restricciones no se daban para el caso de operaciones en el exterior. Consecuentemente, el AMEX Bank comenzó a investigar las posibles alternativas de inversión en el mercado mexicano.

El banco consideró inicialmente la compra de una empresa bancaria mexicana existente o una nueva inversión en una empresa de servicios financieros, pero estas alternativas fueron eliminadas ya que México prohíbe a extranjeros la compra de instituciones financieras. Dado el objetivo general de la compañía American Express de proveer servicios relacionados a viajes así como de banca comercial y de inversiones, el banco también consideró inversiones posibles en el área de turismo. Después de un sustancial periodo de discusiones internas y de negociaciones con representantes del gobierno mexicano, se acordó que las primeras conversiones de deuda por inversión se harían para

conseguir pesos que se invertirían en la construcción de hoteles en distintas partes de México.

Las conversaciones con el gobierno mexicano comenzaron al nivel del Ministerio de Finanzas, el cual es el responsable de representar al gobierno en las negociaciones entre los participantes en las operaciones de conversión. Paralelamente, la empresa llevó a cabo conversaciones con representantes del Ministerio de Turismo, parte obviamente involucrada en un proyecto que afectaría a su sector. Altos representantes del banco viajaron a México para reunirse con el Ministerio de Finanzas y con otros representantes del gobierno quienes tenían que autorizar la redención de los préstamos originales, el desembolso de los pesos, el inicio de la construcción de los hoteles y varios otros aspectos esenciales del acuerdo. Estas conversaciones se llevaron a cabo por un periodo de seis meses, hasta que se llegó a un acuerdo básico en el que se permitía vender al American Express Bank un total de aproximadamente US\$100 millones de sus propios préstamos al gobierno mexicano y sus agencias. Una vez alcanzado el acuerdo final, el presidente de la compañía American Express, James Robinson, viajó a México y junto con el presidente de este país, Miguel de la Madrid, firmaron el contrato.

Se acordó que la venta de los préstamos se hiciera en pesos, al tipo de cambio de mercado vigente en el momento en que se desembolsara los fondos para la construcción y operación de los hoteles. En la época de este acuerdo, cuando el gobierno mexicano recién había iniciado el programa de conversiones, el descuento ofrecido al AMEX Bank era aproximadamente 10% menor que el valor nominal de los préstamos convertidos a pesos. En la actualidad, este descuento es de aproximadamente el 20%. (Nótese que este porcentaje no es la tasa de descuento de la conversión por la venta de los préstamos en dólares. Es más bien el descuento final por la adquisición de pesos que recibe el inversionista extranjero. Como el American Express Bank vendió sus propios préstamos, no se dio la conversión de dólares con otro intermedio.) Esto significa que el banco recibió el

equivalente a US\$90 millones en pesos mexicanos. Subsecuentemente, los pesos fueron desembolsados para pagar las cuentas relacionadas al negocio de los hoteles cada vez que el Amex Bank presentaba las facturas al Ministerio de Finanzas. Por lo tanto, la operación de conversión implicó la cancelación inmediata de la deuda bancaria original pero sólo el desembolso periódico de pesos para gastos específicos (a excepción de capital de trabajo y productos importados) incurridos en el negocio de los hoteles. Las transacciones claves llevadas a cabo en todo el proceso de conversión se presentan en el Apéndice 6.

El acuerdo original exigía la construcción de cinco hoteles en tres ciudades: Cancún, Acapulco y Puerto Vallarta. Cada proyecto hotelero recibiría la aprobación cuando se decidieran los detalles específicos acerca de la construcción, financiamiento adicional, consorcios con inversionistas mexicanos, etc. Como se ve, el acuerdo de conversión original permitió el uso de pesos para financiar la construcción y operación de cinco hoteles, pero los gastos específicos de cada proyecto hotelero requería aprobación adicional para el otorgamiento de fondos.

Los desembolsos de fondos no son hechos al Amex Bank, sino que más bien van directamente a los proveedores y contratistas involucrados en los proyectos hoteleros. Debido a que la entrega total de fondos no es inmediata, los saldos van ganando intereses a una tasa de interés en dólares ligeramente por encima de la tasa de interés del préstamo original. Los pagos son en pesos pero se extraen de una cuenta denominada en dólares al tipo de cambio vigente al momento del desembolso.

El Amex Bank ha formado "joint ventures" con socios mexicanos en los seis hoteles que hasta la fecha se han construido bajo los términos del acuerdo, manteniendo propiedad mayoritaria en la mitad de ellos. Si bien la Ley de Inversión Extranjera de 1973 requiere que a partir de esa fecha la propiedad de las empresas sea por lo menos 51% mexicana, el gobierno hace excepciones cuando considera que

el proyecto es necesario para el desarrollo nacional. Aparentemente, las inversiones en los hoteles cumplen con este criterio y el Amex Bank ha decidido mantener la propiedad mayoritaria en tres de ellos. Asimismo, Amex tiene una fuerte posición minoritaria en los otros hoteles. Todos los socios son grandes empresas de construcción mexicanas que el banco consideró desde el inicio de las conversaciones y que han estado encargadas de la construcción de hoteles en cada localidad.

El banco no cuenta con la experiencia necesaria en lo que se refiere a la administración de los hoteles, por lo que ha firmado contratos con el Sheraton (en 3 casos), el Radisson (2), el Hilton (1) y el Marriott para que operen y administren las instalaciones respectivas. Los derechos pagados por el Amex Bank por estos servicios son similares a aquellos pagados por otros propietarios de hoteles que obtienen una franquicia de las principales cadenas de hoteles.

Desde la firma del acuerdo original de conversión en 1986, el número de hoteles que han recibido autorización ha llegado a siete. Seis de ellos ya recibieron la aprobación final para el inicio de su construcción a comienzos de 1988 e inclusive uno de ellos ya está listo y operando. El séptimo se encuentra bajo revisión hasta la fecha (marzo de 1988).

Por una serie de motivos, entre los más importantes probablemente la naturaleza distinta del negocio de las conversiones comparado con el negocio tradicional de banca comercial, American Express decidió crear una división encargada de este tipo de nuevas actividades. Se creó así la Corporación Internacional de Capital (International Capital Corporation), subsidiaria de propiedad total de Amex Bank y encargada de ser su propia intermediaria en el negocio de conversión de deuda latinoamericana. Los administradores de esta subsidiaria tuvieron la responsabilidad de negociar el proceso de conversión descrito con el gobierno mexicano, los diversos contratistas y subcontratistas locales y los demás participantes involucrados en la operación. La función de dicha subsidiaria es buscar oportunidades de conversión de la deuda del Amex Bank

en otros países de la región, así como servir de intermediaria a otros bancos e inversionistas que pueden beneficiarse de su experiencia en conversaciones de deuda por inversión.

LECCIONES PARA EL FUTURO

Las implicaciones detrás de conversiones de deuda por inversión del tipo presentado anteriormente, son enormes en términos de reducción de la carga de la deuda latinoamericana. Muchos otros países han imitado a México (y Chile) implantando programas de conversión apoyados por el gobierno. Este mecanismo simultáneamente reduce la carga de la deuda externa y atrae inversión extranjera en las áreas en que se la necesita. Sólo en el caso de México, la inversión directa extranjera creció en 100% en 1987 con respecto al año ante-

rior, habiéndose financiado la mitad de este crecimiento con conversiones de deuda por inversión.

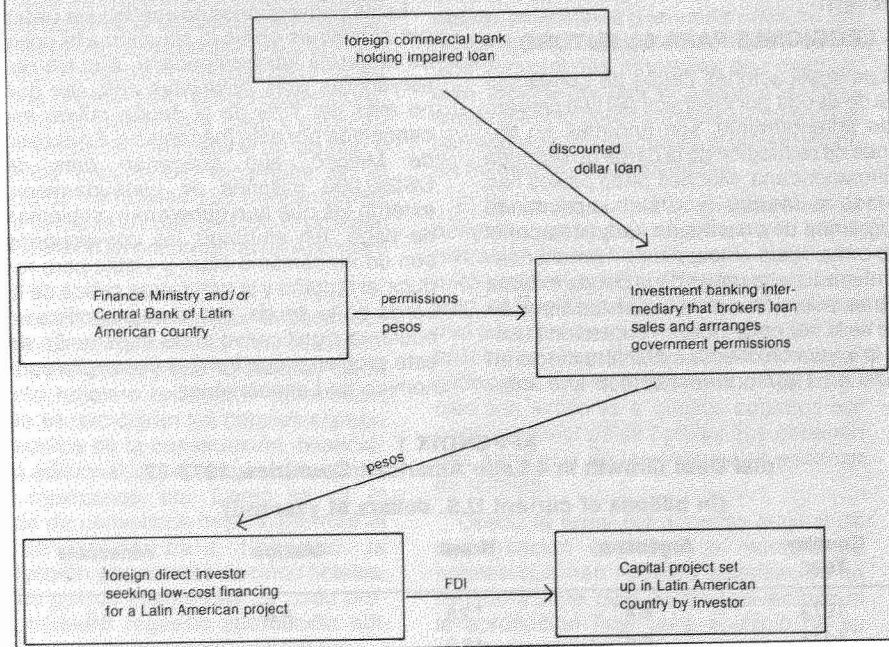
Estas conversiones no pueden ser vistas por sí mismas como la solución a la crisis de la deuda latinoamericana. Aún los observadores más optimistas calculan que no más del 10% de la deuda puede ser cancelada por este mecanismo. En el caso de México, aún quedarían más de US\$90.000 millones de endeudamiento externo los que aún generarían problemas de pago. Sin embargo, las conversiones son un mecanismo claro y viable para reducir el tamaño y la naturaleza crítica de la carga de la deuda, por lo que significa un adelanto significativo en la superación de este problema que frena el desarrollo económico de Latinoamérica.

APPENDIX 1
Total Debt Growth in 4 Latin American Countries, 1973-87
(In billions of current U.S. dollars at yearend)

Country Year	Argentina	Brasil	Mexico	Venezuela
1973	6.4	13.8	8.6	4.6
1974	8.0	18.9	12.8	5.3
1975	7.9	23.3	16.9	5.7
1976	8.3	28.6	21.8	8.7
1977	9.7	35.2	27.1	12.3
1978	12.5	48.4	33.6	16.3
1979	19.0	57.4	40.8	23.7
1980	27.2	66.1	53.8	27.5
1981	35.7	75.7	67.0	29.3
8 - year growth (annual % rate), 1973-81	24.0%	23.7	29.3%	26.0%
1982	38.0	88.2	82.0	31.3
1983	43.6	91.2	89.3	34.0
1984	46.6	100.8	97.5	34.2
1985	50.2	102.5	98.1	35.7
1986	54.6	105.9	103.9	36.9
1987	56.7	118.5	104.8	32.1
6-year growth rate (annual % rate), 1981-1987	8.0%	7.8%	7.7%	1.5%

Source: adapted from William Cline (1983) Table B-1, and other material compiled by the author

APPENDIX 2
A Swap of Sovereign Debt for Equity in a New Capital Project



APPENDIX 3
Prices of Latin American Loans
Loan sale price relative to face value

Country	July 1986	April 1987	February 1988
Argentina	66%	58-60%	30%
Brazil	76%	63-66%	45%
Chile	67%	68-70%	60%
Colombia	83%	84-86%	63%
Ecuador	65%	54-58%	32%
México	56%	57-60%	48%
Perú	n.a.	14-18%	7%
Venezuela	75%	73-75%	55%

Source: Shearson Lehman Brothers International, Inc.

APPENDIX 4
Mexico's Debt/Equity Program

OPERATIONAL PROCEDURES...

AUTHORIZATION PROCESS

1. Application to Ministry of Finance
 - Questionnaire No. 008 C.N.I.E.
2. Ministry of Finance determines preliminary feasibility
 - Compliance with program's policies
3. Ministry of Commerce and industrial development analyzes project
 - Compliance with sector industrial policy
 - Compliance with foreign investment law
 - Determines commitments
4. National commissions of foreign investments' review
 - Initial authorization
 - Recommendation to the Ministry of Finance according to Projects merits
5. Ministry of Finance issues final authorization
 - Amount of debt to be cancelled
 - Applicable redemption discount
 - General conditions for closing
6. Execution of legal documentation
 - Notice to servicing bank
7. Closing
 - Interest bearing peso deposit established

APPENDIX 5
Major Divisions of the American Express Company

