

**AUDIZIONE DEL DR. NICOLA STOCK**

**PRESIDENTE TFA**

**PRESSO LA**

**COMMISSIONE FINANZE**

**CAMERA DEI DEPUTATI DEL PARLAMENTO ITALIANO**

***IL DEFAULT DELLA REPUBBLICA ARGENTINA  
E LA OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO PRESENTATA AL  
MERCATO***

**12 GENNAIO 2005**

**AUDIZIONE DEL DR. NICOLA STOCK**

**PRESIDENTE TFA**

**PRESSO LA**

**COMMISSIONE FINANZE**

**CAMERA DEI DEPUTATI DEL PARLAMENTO ITALIANO**

Egregio Presidente ed Onorevoli componenti della Commissione,

Vi ringrazio per l'opportunità di apparire quest'oggi dinanzi a codesta Commissione per esaminare alcuni degli aspetti principali della proposta di ristrutturazione del debito della Repubblica Argentina e della offerta pubblica di scambio presentata ai mercati.

Sono onorato di rappresentare in qualità di presidente, l'Associazione per la Tutela degli Investitori in Titoli Argentini, meglio conosciuta come Task Force Argentina o TFA (che rappresenta 450.000 investitori italiani detentori di titoli per un controvalore nominale di circa 14,5 miliardi di dollari), nonché, come co-presidente, il *Global Committee of Argentina Bondholders* o GCAB (che rappresenta investitori internazionali che detengono titoli della Repubblica Argentina per un controvalore nominale di circa 38 miliardi di dollari).

\* \* \* \*

Dopo tre anni dalla dichiarazione di moratoria sul debito, la Repubblica Argentina ha presentato al mercato un'offerta pubblica di scambio unilaterale che riporta termini particolarmente onerosi per gli obbligazionisti italiani; termini che come riferito nella precedente audizione presso Codesta Commissione sono considerati un grave atto di

protervia e di espropriazione nei confronti della moltitudine dei piccoli investitori privati italiani.

L'Argentina ha elaborato una offerta di scambio su una parte del proprio debito ed in particolare sui titoli definiti dallo stesso Governo quali "eligible" per un ammontare pari a 81,8 miliardi di dollari (esclusi gli interessi maturati e non pagati dal dicembre 2001 pari a circa 18 miliardi di dollari) che rappresentano circa il 50% dell'intero indebitamento del Paese. La parte rimanente ovvero il debito "non elegible", sarà trattata separatamente in un secondo momento e presumibilmente onorata al 100%.

La proposta di ristrutturazione in esame non è il risultato di una negoziazione con la TFA o con il GCAB ma bensì frutto di una iniziativa unilaterale della Repubblica Argentina.

Infatti, vorrei ricordare che nel marzo 2004, la Repubblica Argentina si era impegnata (con una propria lettera di intenti indirizzata al FMI a firma del Ministro dell'Economia e del Governatore della Banca Centrale Argentina) a concludere un piano di ristrutturazione secondo il principio di una negoziazione in buona fede con i maggiori rappresentanti degli investitori, indicando chiaramente il GCAB quale istituzione accreditata per la rinegoziazione del debito in *default*. Tale impegno non è stato rispettato.

Il 5 novembre 2004, tre giorni dopo aver presentato il *global exchange offer prospectus* alla *Securities Exchange Commission* (SEC), l'Argentina ha presentato alla Consob il prospetto recante i dettagli della offerta pubblica di scambio delle obbligazioni in circolazione con nuovi titoli, non subordinati e non garantiti, della stessa Repubblica Argentina.

Il 19 novembre 2004, non avendo avuto accesso al documento d'offerta, la TFA ha richiesto alla Consob di porre una particolare attenzione a che:

- i) il prospetto non prevedesse la discriminazione fra aderenti alla offerta; in sostanza tra coloro che aderiscono in un primo momento, nel cosiddetto periodo tempestivo, e coloro che invece aderiscono solo in un secondo momento, nel cosiddetto periodo tardivo. È opinione della TFA che agli sfortunati possessori dei “tango bonds” vadano assicurate eguali opportunità indipendentemente dalla sollecitudine nell’eventuale adesione;
- ii) l’esito dello scambio non vincolasse in alcun modo i non aderenti e che fossero mantenute intatte le loro ragioni di credito, sulla base dei diritti incorporati nelle obbligazioni esistenti.

Il 30 dicembre 2004, la Consob ha approvato l’offerta di scambio, che tiene conto dell’ultimo punto richiamato dalla TFA.

I rappresentanti della Repubblica Argentina hanno successivamente completato le formalità amministrative per la presentazione al mercato dello *swap*: l’offerta di scambio avrà inizio il 14 gennaio 2005 e dovrebbe completarsi il 25 febbraio 2005.

### **Il condizionamento dei risparmiatori**

Il documento d’offerta rappresenta un valido esempio di come un emittente sia in grado di esercitare un forte potere di influenza nei confronti degli investitori. In particolare, la proposta Argentina è di fatto, in grado di condizionare le scelte di quei risparmiatori, assolutamente non inclini al rischio, che demotivati da tre anni di vane attese, sono ora messi ulteriormente sotto pressione da oscuri scenari prefigurati dall’emittente nei quali le obbligazioni esistenti si trasformerebbero in “carta straccia” in mancanza di adesione all’offerta.

Sulla base di quanto indicato nel prospetto informativo le obbligazioni che non parteciperanno all’offerta di scambio manterranno intatti i diritti originari.

L’Argentina dichiara nel proprio documento che:

- i pagamenti delle obbligazioni esistenti, oggetto dell'offerta di scambio potrebbero non essere mai ripristinati;
- l'Argentina potrebbe ritirare o escludere una o più serie di obbligazioni esistenti dalla quotazione sui vari mercati regolamentati, tra cui la Borsa del Lussemburgo, la Borsa di Buenos Aires e il Mercato delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato (MOT) gestito dalla Borsa Italiana, con l'obiettivo di far divenire illiquidi i titoli degli obbligazionisti che non aderiscono all'offerta.

### **Analisi dell'offerta**

L'offerta unilaterale dell'Argentina è stata, quindi, elaborata senza alcun contributo da parte dei maggiori rappresentanti dei creditori.

#### ***Aspetti tecnici dell'offerta***

Il corrispettivo della offerta di scambio è costituito da nuove obbligazioni ovvero:

- obbligazioni *par*;
- obbligazioni *discount*;
- obbligazioni *quasi-par*.

Gli investitori potranno optare per ciascuna tipologia di obbligazioni, come illustrerò di seguito, alle quali è annesso uno strumento finanziario denominato:

- *titolo PIL*.

#### ***Caratteristiche delle Obbligazioni Par***

L'ammontare massimo complessivo di nuove obbligazioni *par*, che la Repubblica Argentina è disposta ad offrire, è funzione del livello di adesione: se questo sarà pari o inferiore al 70%, l'ammontare massimo complessivo sarà pari a 10 miliardi di dollari mentre, se l'adesione sarà superiore al 70%, l'ammontare complessivo salirà a

15 miliardi di dollari. L'opzione prevede il rimborso integrale del capitale entro il 2038, con un periodo di grazia nell'avvio dell'ammortamento del capitale stesso di 25 anni. In sostanza, fino al settembre 2029 saranno pagati solo gli interessi sul prestito.

Gli interessi sul capitale saranno corrisposti semestralmente ad un tasso dipendente dalla valuta di denominazione scelta dall'obbligazionista (in euro: per i primi 5 anni sarà pari all'1,20%; per gli ultimi 10 anni di vita del prestito sarà del 4,74%).

Nel caso dei titoli *par* è previsto un periodo tempestivo di adesione che termina il 4 di febbraio e che consente ai risparmiatori che detengono titoli fino ad un ammontare di 50.000 dollari (o di un controvalore di circa 40.000 euro) di avere una prelazione nella distribuzione di detti titoli.

Si fa al riguardo notare che, data la composizione dei creditori – si stima che circa il 50% delle obbligazioni della Repubblica Argentina sia detenuto da investitori *retail* – e, considerato l'importo destinato alle obbligazioni alla pari, ciò significherebbe che un'ampia adesione allo scambio si tradurrebbe, per raggiunta capienza della opzione *par*, in una vasta diffusione dei titoli a sconto che sarebbero ripartiti pro-rata tra tutti gli aderenti alla offerta.

### ***Caratteristiche delle Obbligazioni Discount***

L'ammontare complessivo è previsto in circa 20 miliardi di dollari che potrà ridursi a circa 18,5 miliardi di dollari in caso di adesione superiore al 70%; l'opzione prevede uno sconto superiore al 66% del capitale investito; la scadenza del capitale è prevista per il 2033 (30 anni) con 20 anni grazia nell'ammortamento del capitale (il rimborso del capitale avviene infatti a partire dal 2024). Gli interessi sul capitale saranno (per l'euro) del 7,82%: fino al 2013 in parte capitalizzati e in parte in contanti; dal 2013 al 2033, gli interessi saranno corrisposti solo in contanti.

### ***Caratteristiche delle obbligazioni Quasi-par***

Ometto la descrizione delle caratteristiche delle obbligazioni “quasi-par” in quanto queste sono offerte in scambio agli investitori che detengono obbligazioni per controvalore nominale superiore ai 350.000 dollari, e prevedono solo l’emissione di titoli in peso argentini oltre ad essere rette esclusivamente dalla legge argentina, pertanto non di interesse per gli investitori italiani.

### ***Caratteristiche dei “Titoli PIL”***

Ad ogni nuovo titolo menzionato è agganciato uno strumento finanziario denominato “titolo PIL” con scadenza 2035, che riconosce pagamenti in sola linea interessi calcolati sulla differenza, se positiva, tra gli incrementi del PIL in termini reali ed il PIL di base prefissato ed indicato nel documento di offerta. Il riconoscimento di questa maggiore remunerazione è da ritenersi aleatoria in quanto legata all’andamento del PIL reale dell’Argentina nonché al verificarsi di condizioni difficilmente controllabili.

I titoli PIL sono inscindibili dalle nuove obbligazioni e sono negoziabili solo congiuntamente ad esse, per un periodo di 180 giorni dalla data di scambio, al termine del quale potranno essere negoziati autonomamente.

### **Valutazioni economiche sulla proposta**

La proposta di ristrutturazione che sarà presentata al mercato venerdì prossimo (14 gennaio 2005) è stata oggetto di specifiche valutazioni tecniche da parte del GCAB e della TFA che hanno consentito di stimare il valore attuale netto della offerta a circa 26 centesimi per ogni euro investito.

Attualmente i titoli della Repubblica Argentina sono negoziati sui mercati finanziari internazionali ad un prezzo medio che varia intorno ai 30 centesimi per euro investito.

L'offerta di scambio della Repubblica Argentina è ritenuta dalla TFA particolarmente penalizzante per gli investitori italiani anche alla luce dei brillanti dati economici fatti registrare dall'Argentina nell'ultimo biennio, in particolare nel 2004. Secondo i dati aggiornati allo scorso novembre:

- il prodotto interno lordo ha fatto registrare +8%;
- le entrate fiscali del paese + 38%;
- il surplus primario ha raggiunto circa il 6% (ad inizio anno era stimato al 3,5%);
- le riserve valutarie sono cresciute fino a raggiungere circa i 20 miliardi di dollari (livello simile a periodo pre-crisi – giugno 2001);
- il tasso di cambio con il dollaro è rimasto pressoché fisso per tutto il 2004 (US\$1=AR\$ 3);
- il tasso di inflazione ha registrato un incremento del 5,7% (le previsioni di inizio 2004 stimavano la crescita del tasso d'inflazione all'8%).

Sebbene non vi sia certezza che tale crescita potrà continuare nel futuro, le valutazioni elaborate dal GCAB con il supporto dei propri *advisor* (finanziario: Bear Stearns e legale: White & Case) e presentate al mercato nel luglio 2004, che adottano uno scenario molto prudentiale circa le capacità di crescita nel futuro dell'Argentina, il valore attuale delle condizioni economiche di una ristrutturazione sostenibile potrebbe essere più che doppio rispetto a quello della proposta in esame.

Da ciò discende l'affermazione che ho più volte ripetuto negli ultimi mesi: la Repubblica Argentina è in grado di affrontare una migliore ristrutturazione del debito, più equa per gli investitori, ma non ha alcuna volontà di farlo.

## **I rischi derivanti dall'offerta**

Per contro, anche coloro che dovessero aderire alla offerta potrebbero incorrere in particolari rischi infatti:

- i creditori che non aderiranno all'offerta potrebbero promuovere azioni dirette a bloccare o impedire il perfezionamento dell'offerta stessa. Tra queste, il prospetto informa circa l'avvio di una azione di classe certificata dal tribunale di New York (*class action* che il GCAB ha supportato dinanzi alla corte con una *amicus curiae letter*). Il giudice nell'occasione ha chiarito che la *class action* comprende tutti i possessori dei titoli per i quali è stata certificata l'azione di classe, indipendentemente dalla loro cittadinanza o luogo di residenza. Colgo l'occasione per informare che altre 14 *class action* attendono di essere certificate negli Stati Uniti mentre 110 azioni giudiziarie sono state avviate in Germania. Numerose altre sono state invece avviate in Italia, Argentina e Stati Uniti;
- i pagamenti che l'Argentina dovrebbe effettuare in relazione all'offerta di scambio (ivi incluso ogni pagamento dovuto dall'Argentina al perfezionamento dell'offerta) ed i pagamenti ai titolari di nuove obbligazioni emesse in seguito allo scambio potrebbero essere sottoposti a pignoramento, sequestro o altre azioni similari anche esecutive da parte di obbligazionisti non aderenti all'offerta ovvero da altri creditori della Repubblica Argentina.

In sostanza, l'investitore che aderisce all'offerta consegue una limitata soddisfazione nell'ottenere dei nuovi titoli (a lunghissima scadenza ed a tassi d'interesse irrisori) che rischia, inoltre, di essere vanificata dalle iniziative che altri creditori potrebbero avviare per il pignoramento o il sequestro dei flussi finanziari destinati al pagamento dei nuovi titoli.

Quest'ultimo è un evento già accaduto in una precedente ristrutturazione del debito di un paese latino americano (il Perù) e non è improbabile che possa

rientrare tra le strategie perseguibili da parte dei creditori della Repubblica Argentina che non aderiranno all'offerta.

I rischi che ho poco sopra riportato sono solo alcuni tra quelli ravvisabili nelle pieghe di un prospetto informativo di 512 pagine, ed oltre 258.000 parole, che i 450.000 investitori italiani dovranno attentamente esaminare – nell'arco di pochi giorni– per effettuare una scelta consapevole circa l'adesione ad una complessa offerta di scambio.

In questo voluminoso prospetto non è però riportato che in precedenti ristrutturazioni di debiti di Stati sovrani gli *holdouts* (intesi come coloro che non accettano lo scambio) hanno ottenuto in un secondo momento (anche per il tramite di azioni giudiziarie) delle migliori condizioni economiche e finanziarie per il rimborso del proprio credito.

### **Scenari di adesione**

Tra i vari scenari che si potrebbero prefigurare quali risultati dell'adesione o meno alla ristrutturazione del debito argentino immaginiamo tre possibilità:

- adesione superiore all'80%: in questo caso l'Argentina dimostrerebbe al mercato che un'azione unilaterale ha raggiunto il risultato prefissato consentendo ad un Paese sovrano di ridurre, a suo piacimento, il proprio indebitamento a spese degli investitori privati. Ciò fa di per sé riflettere anche per gli effetti sulla stabilità dei mercati internazionali che tale strategia potrebbe avere se applicata nei confronti di eventuali futuri *default* finanziari di Stati sovrani. Questo scenario è quindi da scongiurare.

In tale caso, supponendo che circa la metà degli aderenti sia composta da investitori privati, per un controvalore quindi di circa 32 miliardi di dollari, ciò implicherebbe che ciascun investitore privato sarebbe soddisfatto per la metà del proprio credito da obbligazioni *par* (rimarco: a 35 anni) e per la rimanente metà da

obbligazioni *discount* (rimarco: a 30 anni). Non si sottace il rischio già evidenziato che gli *holdouts* possano decidere di avviare cause presso le competenti autorità giudiziarie (per i rimanenti circa 18 miliardi di dollari);

- adesione superiore al 50%: in questo caso l'Argentina difficilmente potrà affermare di avere avuto successo nell'operazione di scambio. Gli effetti si sentiranno immediatamente nelle relazioni tra Repubblica Argentina, G7 nonché con l'FMI allorquando il Fondo dovrà rinegoziare i termini di rimborso dei propri crediti, sospesi ormai da settembre 2004. Gli *holdouts* eserciteranno forti pressioni, non necessariamente giudiziarie, per indurre il Governo argentino ad avviare – finalmente – dei negoziati per la ristrutturazione definitiva del debito complessivo in *default*;
- adesione inferiore al 50%: appare evidente che la ristrutturazione del debito è stata inefficace e che, quindi, non ha raggiunto i risultati sperati dal Governo argentino, in particolare, se si tiene conto che il 25% del debito è rappresentato da fondi pensione, banche ed assicurazioni locali che si sono “impegnate” con il Governo a partecipare allo scambio. Tale auspicabile eventualità restituirebbe però credibilità ai meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari internazionali ed aprirebbe la porta ad una ristrutturazione del debito negoziata con i creditori.

### **Conclusione**

Da due anni seguo, quale presidente della TFA, la ristrutturazione del debito degli emittenti argentini. Alcuni risultati positivi sono stati conseguiti, la TFA ha infatti concluso la ristrutturazione del debito di emittenti di quel Paese che hanno consentito il recupero di oltre 1 miliardo di euro per gli investitori italiani. In un caso le condizioni di ristrutturazione hanno reso necessario un rifiuto ad una proposta unilaterale da parte della TFA comportando come risultato che, dopo meno di un

anno, il recupero finanziario per il risparmiatore italiano è passato da 55 centesimi a 94 centesimi per euro investiti.

E' evidente che un tale risultato non potrebbe essere conseguito nell'attuale scenario macroeconomico dell'Argentina; l'obiettivo minimo è comunque il rispetto di condizioni di ristrutturazione del debito in grado di ripartire equamente il sacrificio tra debitore e creditore che, ad oggi, non è stato assolutamente perseguito dall'Argentina. Tale principio rappresenta la chiave di volta per il corretto funzionamento dei mercati finanziari in tali casi di crisi. La fiducia, la reputazione e la credibilità internazionale nell'Argentina sono la vera moneta di scambio per il Paese che intenda rientrare a pieno titolo nella comunità politica e finanziaria internazionale.

Permettetemi di concludere questo breve contributo con una valutazione oltremodo critica nei confronti dell'Argentina che nonostante i precisi impegni presi ci ha visto purtroppo solo spettatori nella preparazione dell'offerta di scambio.

Gli investitori italiani ed internazionali che rappresento non intendono essere considerati oltremodo emarginati e sfruttati. Ritengo, quindi, che la proposta della Repubblica Argentina sia: iniqua per il diverso trattamento dei creditori; inammissibile per il mancato rispetto di precisi propositi manifestati in passato dai rappresentanti del Governo argentino; inaccettabile per le condizioni economiche ivi contenute.

Qualcuno ieri ha scritto che l'approvazione del prospetto legittima un imbroglio.

Mi sia consentito aggiungere, non senza amarezza, che con la pubblicazione del prospetto l'Argentina ha realizzato l'imbroglio più trasparente della storia.....

Una stangata di dimensioni epiche!!

Auspico, quindi, che le Autorità politiche e finanziarie italiane supportino con fermezza la nostra attività nei confronti dell'Argentina in difesa dei 450.000 obbligazionisti italiani che rappresentiamo.

Vi ringrazio per l'attenzione.