



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento

Licenciatura en Economía

***Reestructuraciones de deuda soberana:
¿Ante un cambio en el paradigma
internacional? Las posibles
ramificaciones del fallo “NML Capital v.
Republic of Argentina”***

Autor: Santiago Gaviglio

Legajo: 21105

Mentor: Federico Weinschelbaum

Buenos Aires, 2 de noviembre de 2018

Introducción:

Una de las características principales del mundo económico-financiero en las reestructuraciones de deuda soberanas se basa en que la misma no puede ser exigible¹. Una compañía privada (o corporación), a diferencia de un gobierno soberano, puede ser liquidada tras un pedido de quiebra, y de esta forma obtener los recursos económicos necesarios para repagar una deuda obtenida anteriormente. En contraposición, un gobierno soberano no puede ser liquidado, ya que su deuda no se encuentra protegida en activos colaterales exigibles². Un país soberano no puede quebrar, sino que entra en una cesación de pagos (o “default”).

El proceso en una reestructuración de deuda soberana una vez ingresado en default, o en el inminente caso de cesar el pago de la deuda externa, lleva tanto a los gobiernos soberanos como a los acreedores a una mesa de discusión donde se debe plantear el plan de acción a futuro. Los objetivos son claros: El soberano busca una forma de reformular sus obligaciones en pos de poder hacer sostenible en el tiempo el servicio de su deuda externa, mientras que el acreedor privado busca la forma de recomponer el pago de sus acreencias de la forma menos dolorosa posible. Estas negociaciones culminan en una propuesta de repago por parte del soberano donde se incurren en quitas nominales de capital e intereses, sumado a una pérdida en el valor presente de las acreencias por parte de los inversores privados.³

A partir de la última ola de defaults (1995-2004) se puede ver una clara tendencia al incremento en litigios tanto en cortes americanas como europeas.⁴ Los conocidos “Holdouts”⁵ buscan incrementar sus retornos vía judicial, con un limitado espacio de maniobra y resultados

¹ Panizza et al. (2009)

² Schumacher, Trebesch and Enderlein (2013)

³ Para una revisión más detallada de las pérdidas acumuladas por inversores privados en las últimas reestructuraciones de deuda soberanas leer “Haircuts: Estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998-2005” Sturzenegger & Zettelmeyer (2008)

⁴ Schumacher, Trebesch & Enderlein, *Sovereign Defaults in Court*, 2013

⁵ Estos acreedores deciden no aceptar la propuesta de reestructuración y buscan mediante la vía judicial presionar al soberano a presentar mejores términos y condiciones en una propuesta futura (ya sea voluntaria o bajo pedido expreso de la justicia donde ingresa la demanda).

disparos a través de la historia. Los casos más recientes, y que serán parte central del estudio de este paper, son los de Perú (1996) y Argentina (2012), dos soberanos que, con sentencias desfavorables en las cortes europeas y americanas, se vieron acorralados y debieron, en el caso de Perú concretar un pago mayor al ofrecido en los canjes de deuda anteriores, y en el caso de Argentina defaultear selectivamente el pago de otra deuda corriente.

Tras la decisión en contra de los intereses de Argentina, se han publicado una increíble cantidad de papers que buscan explicar cuanto impacta este nuevo fallo en el sistema internacional de reestructuraciones de deuda soberanas. Si bien todavía no existe un consenso académico sobre las probables ramificaciones del fallo, este trabajo buscará presentar las posibles consecuencias del mismo, buscando las razones específicas por las cuales estos “Holdouts” lograron obtener las sentencias favorables en las cortes internacionales, y discutir si el precedente asentado tras el fallo adverso contra la Argentina cambia el paradigma internacional de reestructuración de deuda soberana hacia el futuro, brindándole nuevas herramientas (o mayores incentivos) a los acreedores de no participar en reestructuraciones futuras y litigar por un posible “full repayment” en las cortes de Nueva York o Londres.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente manera: El primer capítulo expone la bibliografía existente sobre reestructuraciones de deuda soberanas y la pérdida del poder de inmunidad soberana por parte de los países en las cortes americanas. El segundo capítulo presenta, brevemente, el caso de Argentina y el fallo emitido en el Second Circuit de Nueva York. El tercer capítulo expone la nueva bibliografía, mientras que en el cuarto delimita las posibles ramificaciones del fallo anteriormente descrito. Finalmente, el último capítulo concluye y presenta un consenso respecto de las ideas y conclusiones sobre si existe o no un cambio en el paradigma internacional de las reestructuraciones de deuda soberanas.

Capítulo I - Revisión Bibliográfica⁶:

Como mencionamos anteriormente, la característica que define y distingue a la deuda soberana y su proceso de restructuración es principalmente la no existencia de mecanismos suficientemente sólidos y rápidos que puedan asegurar al inversor el cobro de sus acreencias en tiempo y forma ante una situación de “financiamiento distress” o default, ya que un soberano no puede ser liquidado como una empresa o corporación. Si bien existen casos en la historia económica donde inversores privados lograron obtener fallos favorables en las cortes, la ejecutabilidad de dichos fallos se ven generalmente impedidos por la inmunidad soberana que gozan la gran mayoría de los activos en el exterior (reservas en bancos internacionales o edificios de embajadas, por ejemplo).

Esto ha llevado a los académicos a preguntarse algo básico y elemental: ¿Por qué existe un mercado de deuda soberana ante la inexistencia de mecanismos lo suficientemente fuertes que aseguren el repago de la deuda contraída? La duda se basa en la premisa de que un país podría pedir prestado en el mercado internacional, defaultear su deuda y nunca repagar. Uno de los argumentos que explican la existencia de este mercado es principalmente el cuidado reputacional; los países necesitan emitir deuda en períodos malos y repagarla durante los períodos buenos, de esta forma logran suavizar el ingreso y el consumo de la sociedad. Los países que repudiasen sistémicamente sus deudas serían excluidos de este mercado, ya que ningún inversor estaría dispuesto a prestarles recursos, impidiendo de esta manera el acceso al mercado de capitales internacional durante las épocas malas⁷. De esta manera existe un incentivo claro por parte de los gobiernos soberanos en repagar sus deudas, ya que la exclusión del mercado afecta negativamente la posibilidad de suavizar los ingresos y el consumo en épocas de bajas realizaciones y menor actividad económica.

⁶ Es importante remarcar que la sección, en su totalidad, se basa en los reviews bibliográficos y estudios de Panizza, Zettelmeyer y Sturzenegger, *The economics and law of Sovereign Debt and Default*, 2009 y Schumacher, Trebesch & Enderlein, *Sovereign Defaults in Court*, 2013.

⁷ Jonathan Eaton & Mark Gersovitz, *Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis*. Rev. Econ. Stud. (1981)

Esta teoría fue expandida años más tarde, explicando que la amenaza de ser excluido del mercado de capitales era una condición necesaria pero no suficiente para obligar al soberano a honrar sus deudas. Los nuevos ensayos expandieron que, además del mercado de crédito internacional, el soberano debía ser excluido de los mercados de seguros internacionales (Ya que podría asegurarse contra shocks negativos en la producción exportable y otros ingresos) y de la inversión extranjera directa (“FDI” por sus siglas en inglés), ya que también podrían suavizar ingresos mediante estos mercados.⁸ La posibilidad de un efecto derrame en otros mercados (Como las relaciones bilaterales, comerciales o la inversión extranjera) formaron parte de otras ideas presentadas por académicos que indagaron en los posibles efectos secundarios reputacionales de defaultear una deuda⁹. Estas ideas, en conjunto, encontraron algunas falencias en la teoría presentada por Eaton y Gersovitz (1981), donde explicaban que ante una amenaza creíble de quedar excluidos indeterminadamente del mercado de crédito internacional era una condición suficiente para obligar al soberano a repagar las deudas contraídas. Desde ese momento, la literatura ha intentado encontrar nuevas razones por las cuales se explicará por qué los países repagan su deuda.

Una nueva línea de pensamiento indagó en la amenaza de un castigo directo como forma satisfactoria para obligar al deudor a repagar (Jeffrey Sachs y Daniel Cohen, 1982; Bulow y Rogoff, 1989a; Fernández y Rosenthal, 1990). De esta manera los acreedores podrían afectar directamente el flujo de capitales comerciales en el exterior (adueñándose de exportaciones o pagos en el exterior, como también restringiéndoles el crédito comercial). Las amenazas de dichas acciones son creíbles, ya que mejoran tanto la situación del acreedor como empeoran, al mismo tiempo, la situación del deudor.

⁸ Jeremy Bulow & Kenneth Rogoff, *Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?* 79 AM. Econ. Rev. (1989)

⁹ Kenneth Rogoff, *International Institutions for Reducing global Financial Instability*, 13 J. Econ. Persp. 31 (1999)

En segundo lugar, otra línea de pensamiento (Eaton, 1996; Kletzer y Wright, 2000) profundizó en los posibles efectos reputacionales de cesar el pago de una deuda¹⁰. Alejados ya de la idea en que la exclusión permanente del mercado de crédito internacional era la única razón aparente para lograr el repago de la deuda contraída, exploraron la posibilidad de que el soberano pudiese emitir nueva deuda con un nuevo prestamista. La conclusión general a la que llegaron es que existe la posibilidad de que el soberano decida defaultear la nueva deuda en detrimento de volver a repagar y mejorar la vieja relación de deuda con el anterior prestamista, de esta manera el nuevo prestamista financia el repago de la antigua deuda mientras que el soberano repudia la nueva deuda. De existir la posibilidad, el prestamista evalúa ex - ante esta situación y decide nunca prestarle al soberano, excluyéndolo nuevamente del mercado de crédito internacional.

Finalmente, la tercera línea de pensamiento indagó en la posibilidad de que un default podría tener efectos sobre el comportamiento de algunos agentes externos al mercado de crédito internacional (Sandleris, 2005; Catao y Kapur, 2006; Kapur, Fostel y Catao, 2007). La cesación de pagos les revela a los agentes de la economía información que antes no se encontraba disponible, y actúan en consecuencia (al demostrar una situación financiera más endeble, los inversores podrían entender una inminente suba de impuestos, o mayores controles al flujo y movimiento de capitales internacionales, etc. Generando entonces una probable caída en la inversión, mayores retiros de capitales hacia el exterior y probables crisis financieras).

En conclusión, la literatura clásica intenta explicar la existencia del mercado de crédito soberano internacional con la amenaza latente de excluir permanentemente del mercado al soberano. La literatura moderna explica la existencia del mismo bajo la amenaza de posibles consecuencias reputacionales, transaccionales, comerciales o el cambio en el comportamiento de los agentes de la economía, que tienen implicancia directa en el bienestar de la sociedad.

¹⁰ Leer Harold L. Cole & Patrick J. Kehoe, *The Role of Institutions in Reputation Models of Sovereign Debt*, Monetary Econ. (1995) para un entendimiento general sobre este aspecto.

Por otro lado, la segunda sección de la literatura que necesitaremos entender es la historia sobre la inmunidad soberana y su posterior flexibilización. Durante gran parte de la historia moderna existió una doctrina legal absoluta, que dotó a los soberanos de un escudo impermeable donde los países no podían ser objeto de demandas en las cortes extranjeras bajo los conceptos de la “Sovereign Immunity Act” y la “Act of State”. A medida que fue avanzando el tiempo, especialmente en la época de la postguerra, se comienza a utilizar una doctrina un poco más flexible, donde se aceptaba la posibilidad de que un soberano pudiese ser demandado en una corte extranjera cuando existiesen en primer lugar un “waiver” de la inmunidad (en otras palabras, una aceptación previa de que la legislación aplicable era la extranjera) y que formaran parte de cuestiones comerciales que pudiesen afectar directamente a agentes dentro del territorio de Estados Unidos de América (violación de un contrato no cumplido, por ejemplo).

El primer punto de inflexión, y que marca un precedente en la historia de los litigios, es la declaración de que el endeudamiento internacional (emisión de bonos en mercados extranjeros) sea considerado como una actividad comercial y, por ende, la cesación de pagos por parte del soberano tiene efectos directos sobre los Estados Unidos. De esta manera las cortes americanas se encontraban en posición de tomar cualquier demanda en contra de un soberano bajo su jurisdicción¹¹ y emitir fallos al respecto (Como establece FSIA).

A medida que fue pasando el tiempo, ya entrados en la década del 90’, el caso de “CIBC v. Banco Central do Brazil” marcó otro hito histórico al demostrar que las estrategias planteadas por los “Holdouts” podían tener resoluciones muy favorables para los demandantes. En este caso se comprobó que la defensa de Champerty¹² no era lo suficientemente sólida para proteger al soberano de fallos desfavorables en las cortes extranjeras.

¹¹ Weltover v. Republic of Argentina, 1992.

¹² La defensa de Champerty era una estrategia que protegía a los demandados al explicar que el demandante había comprado los activos en el mercado secundario con el simple y único propósito de ingresar una demanda. Esta defensa fue abatida en las cortes americanas al alegar que la verdadera razón

Como podemos ver, en el transcurso de menos de 50 años, la inmunidad soberana contra la demanda en sí ha dejado de ser un problema para los agentes. Sus esfuerzos, a día de hoy, se encuentran centrados especialmente en el intento de lograr embargar activos soberanos en tierras extranjeras.

Como mencionamos anteriormente, uno de los problemas principales de las reestructuraciones de deuda soberanas se encuentra en la ejecutabilidad de los fallos, ya que la gran mayoría de los activos del soberano en el extranjero no pueden ser embargados (Reservas internacionales, edificios de embajadas, barcos o aviones militares; todas se encuentran bajo la protección de inmunidad soberana). En las cortes americanas, la única forma de lograr un embargo sobre los activos de un país es que sean activos con propósitos únicamente comerciales y que se encuentren dentro del territorio nacional (O alcanzados por su jurisdicción). Sin estas características los mismos no pueden ser embargados ni utilizados para ejecutar el repago de una deuda o el cumplimiento de un fallo.

Si bien todavía no es claro que exista un camino fácil en la cruzada por obtener fallos favorables en la corte en contra de un soberano, el incremento en la cantidad de demandas presentadas en la corte de Nueva York, y el incremento en los pedidos de embargo sobre activos comerciales de un soberano dan un indicio claro sobre la pérdida y erosión del poder de inmunidad soberana en las cortes a través del tiempo¹³.

por la que se estaba comprando el activo era porque esperaban su real cumplimiento en los pagos. Tras esta simple explicación, ya no fue aceptada como una estrategia satisfactoria para los defensores.

¹³ Schumacher, Trebesch & Enderlein (2013) demuestran en su estudio que: 1) Más del 75% de las demandas son iniciadas por fondos de inversión especialmente dedicados a la compra de deuda en “distress” (“Vulture Funds”). 2) Las cantidades por las que se demanda incrementaron como porcentaje de PBI total de los países. 3) La duración de las demandas se incrementó y, tras la aparición de los fondos “buitre” la probabilidad de continuar una demanda tras 5 años es mayor al 75%. 4) Los fondos especializados, estadísticamente, piden una mayor cantidad de embargos sobre activos soberanos.

Capítulo 2 – Caso de Estudio: Argentina¹⁴

La Argentina, tras varios años recesión, déficit fiscal y emisión excesiva de deuda, ingresa en default en diciembre del año 2001. Previo a este momento, y a medida que la resolución de la crisis argentina se transformaba inevitablemente en una cesación de pagos de la deuda, varios grupos inversores (entre ellos los llamados “fondos buitres” o “vulture funds”) compraban deuda soberana Argentina a grandes descuentos respecto de su valor nominal (“Face value”) en los mercados secundarios. El objetivo de estos fondos, generalmente, es lograr una ganancia extraordinaria en un canje de deuda (al comprar por debajo del precio de canje) o, de no ser satisfactorio, litigar en la corte donde la ley es aplicable (en este caso la corte de Nueva York) en pos de obtener un fallo favorable que obligara a la República Argentina a repagar el valor original de la deuda, obteniendo de esta manera retornos muy por encima de los que obtendrían aceptando un posible canje de deuda futuro.

Si bien las negociaciones para reestructurar la deuda argentina comienzan en 2005, estos fondos deciden rechazar, sistemáticamente, las propuestas argentinas al considerarlas insatisfactorias e ingresan una demanda en la Corte de Nueva York (Legislación aplicable, escrito en los contratos del FAA) en búsqueda de que el poder judicial le demande a la República Argentina honrar la deuda original de los contratos. Para lograrlo diseñaron una estrategia que buscó probar que la República Argentina había violado la cláusula *Pari Passu*. Esta misma había fallado en varios casos anteriores, pero, frente a todos los pronósticos, prevaleció en el fallo emitido por el juez Thomas Griesa y fue ratificado por el Second Circuit de Nueva York.¹⁵

Los argumentos principales que utilizaron fueron: 1) El haber aprobado la “Ley cerrojo”, una ley que impedía al Poder Ejecutivo Argentino a reabrir el canje de la deuda obligando a los

¹⁴ Para un entendimiento completo y cronológico de los distintos vaivenes del juicio, vease “The Pari Passu Saga” <http://ftalphaville.ft.com/tag/pari-passu-saga/>

¹⁵ En el tercer paso judicial la corte suprema americana prefirió no expedirse respecto del tema, por lo que a partir de ese momento la sentencia se transformó en firme y ejecutable a favor de los Holdouts.

inversores a aceptar la propuesta (que significaba un reconocimiento de aproximadamente 25 centavos por dólar) o mantenerse indefinidamente en default, había subordinado legalmente al tipo de deudor que había rechazado la propuesta Argentina, y 2) Que el continuo pago de la deuda a los inversores que decidieron ingresar en el canje de la deuda contra los que no habían ingresado (Sin siquiera depositar el dinero de esa deuda no reestructurada en una cuenta comitente) significaba una subordinación de hecho sobre el inversor que había decidido no ingresar en el canje, violando de esta manera la cláusula.

Si bien la defensa Argentina intentó desacreditar dichos argumentos haciendo hincapié en que la cláusula se encontraba agregada en los contratos por una simple costumbre y con el objetivo de proteger al inversor de una subordinación legal y formal entre instrumentos financieros (explícita, donde se le otorga un “seniority” diferente a un tipo de deuda sobre cualquier otra), la no existencia de una interpretación clara y concisa de la cláusula dio a lugar para que tanto el juez de la causa, Thomas Griesa, y la segunda instancia de la corte americana se basen en sus propias interpretaciones respecto del significado de la cláusula *Pari Passu*. De esta manera argumentaron que “los pagos de la república deben en todo momento “rankear” al menos en iguales condiciones que toda otra presente, o futura, deuda externa no asegurada y/o insubordinada”.¹⁶ De esta manera, y utilizando una interpretación muy favorable para los inversores, es que la corte prohibió a la Argentina a seguir pagando la deuda que se le debía a los tenedores de bonos del canje (tanto del 2005 como del 2010) sin efectuar un pago proporcional¹⁷ a los holdouts.

De esta manera se le reconoció a los holdouts el valor total de la deuda (Estimada en aproximadamente 11 billones de dólares si se suman a NML Capital y a los otros holdouts que no

¹⁶ “*The payment obligations of the Republic shall at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness*” NML Capital, 699, F.3d

¹⁷ Existen todavía serias dudas sobre lo que significa “proportional payment”. Algunos estudiosos explican que si se paga el 100% de la deuda activa, entonces se debería cumplir con el pago del 100% de la deuda no activa (o no reestructurada), mientras que otros explican que se debería simplemente depositar en una cuenta comitente el pago “proporcional” (por ende lo mismo que se le estaría pagando a un bono reestructurado) de la deuda no activa.

ingresaron al canje pero que todavía no presentaron su demanda frente a la corte de Nueva York¹⁸). Si bien el fallo, aclarado en el mismo, sólo afecta dentro de la jurisdicción en la cual fue emitido, se espera que varios intenten replicar esta interpretación de la cláusula en otras cortes en el extranjero, mientras que se abre un gran interrogante para toda la deuda emitida previa al 2005, que contiene esta misma cláusula y que todavía no contemplan la existencia de las mayormente utilizadas “Collective Action Clauses” (CAC).



¹⁸ Llamados en la jerga “Me too” (Yo también), ya que una vez que existe un fallo en firme, los demandantes se pliegan al fallo esperando recibir las mismas condiciones que recibieron los demandantes originales.

Capítulo 3 – Las ramificaciones del fallo: ¿cuáles son las posibilidades?

Más allá de que el fallo en sí mismo es un caso interesante de estudio y que su aplicación tiene consecuencias directas para el futuro de la sociedad argentina en su conjunto, lo más llamativo una vez hecha firme la sentencia impuesta por el juez de la causa fue la falta de consenso entre los mismos académicos al intentar explicar las posibles ramificaciones del fallo a nivel internacional o a nivel de futuras reestructuraciones de deuda soberanas. En nuestro intento por llegar a una respuesta, nos hemos encontrado con dos publicaciones, que explicaremos a continuación, donde podremos ver claramente la falta de un lugar común. Es importante entender que la nueva bibliografía no necesariamente proviene de revistas especializadas en economía pura, sino que mucho de lo escrito proviene de las finanzas o leyes internacionales, ya que el fallo ha irrumpido en todos estos campos de estudio.

Por un lado, y a modo de introducción, he decidido utilizar tanto el estudio de Laura Alfaro¹⁹ como la nota escrita por Jack Rada²⁰ porque engloban de una manera muy interesante y muy reciente dos posturas opuestas: La incapacidad de utilizar de forma global y automática el fallo en contra de la Argentina vs. las posibilidades de reestructurar futuras deudas defaulteadas (haciendo hincapié en la crisis de deuda europea).

Laura Alfaro comienza su paper describiendo los procesos de negociación que se sugieren cumplir tanto por el Instituto Internacional de Finanzas²¹ como por el Fondo Monetario Internacional²². El primero describe los procesos que se deberían seguir para entablar una negociación constructiva en pos de llegar a un arreglo satisfactorio entre bonistas y soberanos,

¹⁹ Laura Alfaro, “Sovereign Debt Restructuring: Evaluating the Impact of the Argentina Ruling”, Junio 2014, Harvard Business School & NBER.

²⁰ Jack Rada, “I: Closing the book on Argentina’s sovereign Debt Default: The second Circuit’s Decision and its Ramifications for Sovereign Debt Restructuring in the Eurozone”, Review of Banking & Financial Law, Vol. 32. 2014.

²¹ IIF por sus siglas en inglés.

²² IMF por sus siglas en inglés.

mientras que el segundo explica los requisitos bajo los cuales el FMI estaría dispuesto a asistir financieramente al soberano en problemas.

El gran punto que definen es la necesidad imperiosa de entablar negociaciones de “buena fe”, donde se genere el espacio necesario para que tanto los bonistas como los soberanos puedan discutir abiertamente en búsqueda de la resolución al conflicto sin la necesidad de comenzar batallas legales. Para lograr entablar estas negociaciones de buena fe, se deben cumplir ciertos requisitos como son la presentación voluntaria en la mesa de negociación y la entrega de toda la información (sea financiera o no) relevante para la negociación (Todo lo que pudiese llegar a afectar el flujo de generación de reservas del soberano).

Dentro de la descripción minuciosa del proceso de negociación de Argentina con sus inversores, el trabajo logra explicar que las negociaciones fallaron especialmente en estos dos puntos clave. Las propuestas argentinas generalmente eran finales y no abiertas a la posibilidad de negociar cambios, mientras que la información provista por parte del soberano no era realista en su verdadera capacidad de generación de pagos futuros²³. Por otra parte, el gobierno argentino jugó con la posibilidad de que de no aceptar las ofertas entonces los mismos inversores podrían quedarse indeterminadamente en default.²⁴ Ante esto la aceptación de la última propuesta en 2005 fue mayor al 75%²⁵.

En los subsiguientes capítulos Laura Alfaro explica las diferentes razones por las cuales entiende que los incentivos a ser holdout no se modifican tras el fallo. Entre ellos detalla las siguientes razones: 1) Los compradores del mercado secundario tienen una mayor flexibilidad a ingresar en un canje de deuda, ya que su precio de entrada es menor que la de los inversores

²³ En este punto comenta especialmente que la Argentina estimó conscientemente su crecimiento muy por debajo del esperado para tener mejor poder de negociación.

²⁴ Hace especial hincapié en la creación de la “ley cerrojo”, que le negaba al poder ejecutivo reabrir el canje de deuda para que ingresaran más inversores dentro de la propuesta Argentina.

²⁵ Si bien el 75% parece un número alto de participación, el promedio de participación en una reestructuración exitosa se encuentra entre 93% y 99%. En 2010, tras varios años de pasada la “Ley cerrojo” se reabre el canje de deuda y se llega al 93% de participación.

originales y ganan la diferencia en la apreciación del instrumento tras una reestructuración satisfactoria, 2) Litigar es costoso, peligroso y difícil de ejecutar aun teniendo un fallo favorable, 3) Litigar consume tiempo valioso de los portfolio managers que deberían estar enfocándose en otras áreas, 4) Compañías subsidiarias que históricamente operaron dentro del país prefieren no manchar su reputación y la confianza del público local al iniciar una demanda en contra del soberano y 5) no todos están dispuestos a soportar el ataque mediático y el acoso constante por parte del demandado ante los medios de comunicación (Costos reputacionales altos).

Finalmente concluye que en realidad este fallo lo único que logra es demostrar cómo puede ser la operatoria de un país que se encuentra negado a negociar de buena fe con sus inversores y la falta de mecanismos lo suficientemente sólidos para proteger al prestamista. Explica que la corte se encontró con un conjunto de evidencias demasiado específicas, como ser la cláusula *Pari Passu* más “bondholder friendly”, sumado a una renuncia total de la inmunidad soberana sobre los bonos. Los instrumentos no estipularon la inclusión de cláusulas de acción colectiva (CAC’s), ni exit consents al momento de su emisión, sumado a una actitud “única y recalcitrante”, dejando de lado las buenas prácticas internacionales para la resolución satisfactoria en este tipo de conflictos. Comenta por otra parte que Argentina subordinó legalmente los instrumentos al pasar una ley específicamente para no dejar al poder ejecutivo volver a reabrir el canje de deuda.

De esta forma el paper explica que el fallo se encuentra muy orientado a los detalles del caso argentino, por lo que se hace realmente difícil su utilización en un sentido amplio hacia el futuro. Asimismo, agrega el caso de “Export-Import Bank of the Republic of China vs. Grenada”, donde intentaron replicar el fallo del Second Circuit, que les fue negado tras explicar que la aplicación de este fallo era “fact specific” y que la resolución del mismo se debió a la actitud única de la rama ejecutiva y legislativa Argentina en su intento por no seguir negociando con sus inversores. Su conclusión final, basándose especialmente en los incentivos a ser holdout, los datos específicos del fallo y la negación por parte de la corte de Nueva York en el último caso descripto,

es que la resolución en NML Capital vs. Republic of Argentina no es trasladable ni aplicable de forma general para todos los casos, por lo que no hay un cambio en el paradigma de las reestructuraciones de deuda soberanas internacional.

Por otra parte, Jack Rada comenta en su nota algo completamente diferente. Su enfoque se centra específicamente en la crisis de deuda que afecta a las economías europeas (Especialmente los países como Grecia, Irlanda, Portugal, etc.), haciendo entender que la decisión que toma la corte de Nueva York no afecta sólo a su jurisdicción, sino que abre la puerta para que cualquier otro juzgado utilice la nueva interpretación de la cláusula Pari Passu en su jurisdicción. Si bien todos los bonos europeos cuentan, de forma forzada, una cláusula estándar de acción colectiva, estas solo pueden ser activadas por una supermemoria de bonistas que aceptan voluntariamente una dolorosa quita en sus acreencias. De esta manera el fallo incrementa la probabilidad de que estos mismos bonistas prefieran no ingresar en el canje y jugarse sus posibilidades frente a un juzgado europeo en búsqueda de una resolución parecida.

El autor concluye que la nueva interpretación de la cláusula Pari Passu le ha sumado inestabilidad al sistema, ya que le quita al soberano espacio de maniobra y opciones que cualquier otro agente estando en una situación de quiebra podría aprovechar. Su comentario final es que el fallo va a dañar seriamente las posibilidades que tiene un país de reestructurar su deuda satisfactoriamente al haberse creado un incentivo que puede movilizar a un inversor a ser holdout más que ingresar en una reestructuración, aun teniendo cláusulas de acción colectivas en sus bonos.

Capítulo 4 – Las posibles ramificaciones futuras

Uno de los mayores temores en la comunidad internacional, representada por diversos sectores de la economía mundial, instituciones multilaterales y otras naciones soberanas, es que el fallo adverso contra la Argentina pueda generar una onda expansiva haciendo más difícil e improbable llegar a un acuerdo en futuras reestructuraciones de deuda soberana. Tanto el FMI²⁶ como Francia²⁷, entre otros, expusieron sus preocupaciones ya que consideran que el fallo pudo haber generado los incentivos necesarios para que la mayoría de los inversores afectados a una reestructuración de deuda prefieran no ingresar y litigar en búsqueda de mejores retornos, ya que se los ha dotado de un precedente legal que sostiene que el soberano debe honrar la deuda original y, peor aún, un mecanismo de “enforcement” para impedir el pago de otra deuda activa en pos de recibir un resarcimiento prorrateo bajo un nuevo entendimiento de la cláusula de *Pari Passu*.

Si bien todavía no es claro que la extensión del fallo y sus ramificaciones vayan a generar una disrupción en el mercado de deuda soberano, esto ha planteado muchas dudas sobre el futuro. Desde nuestro punto de vista y asumiendo que el caso en que su aplicación fuese automáticamente extensible a otros casos como los de Argentina en 2001, no creemos que la misma vaya a tener efectos tan catastróficos como los que vaticinan algunos académicos. Las razones principales del razonamiento se detallan a continuación.

En primer lugar, se debe hacer una distinción respecto de los tipos de inversores que existen en el mercado financiero. Entre los miles de categorías de inversores, debemos separar especialmente dos: El inversor “retail” y el fondo de inversión en cualquiera de sus formatos (Hedge fund, Vulture fund, Pension fund, etc.). No todos los inversores pueden darse el lujo de

²⁶ “...Could have pervasive implications for future sovereign debt restructurings by increasing leverage of holdout creditors”. IMF, *Sovereign Debt Restructuring-Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework*, Apr. 26, 2013, at 1.

²⁷ “...Powerful incentive ... for private creditors to forgo participation in voluntary restructuring in order to enforce full repayment of debt against an already distressed debtor”. Amicus Curiae en defensa de la petición de la República Argentina (2013)

litigar contra un soberano ya que una batalla legal de semejantes características (como por ejemplo la de Republic of Argentina vs. NML Capital) requiere de la contratación de varios estudios de abogados especialistas en este tipo de litigios, que tienen un costo monetario altísimo, sumado a la extensión del juicio en el tiempo (cerca de 8 años) y con un resultado incierto de cómo lograr el “enforcement” del fallo del juicio.

El inversor “retail”, generalmente, no cuenta con la asesoría legal, técnica y financiera necesaria para llevar adelante un litigio de estas características. Por otra parte, tampoco cuenta con los recursos financieros para afrontar los costosos estudios de abogados profesionales que se encuentren a la altura de las circunstancias. De esta manera, la principal amenaza se encuentra en el inversor sofisticado, de recursos amplios y técnicamente formados que está dispuestos a jugar una estrategia “High risk-High return”. Si bien el fallo crea mayores incentivos a no ingresar en una reestructuración, ya que plantea la posibilidad de recuperar el 100% de la deuda original versus una nueva deuda recortada, todavía van a existir esos inversores que no pueden costearse en el tiempo este tipo de disputa legal, obligándose a aceptar la reestructuración propuesta por el soberano.²⁸

En segundo lugar, dentro de la categoría de fondos de inversión, como aclaramos anteriormente, debemos diferenciar a los “distress funds” o “Vulture funds” del resto. Estos últimos se dedican especialmente a comprar deuda a grandes descuentos en el mercado secundario (cuando un soberano entra en crisis) para luego ingresar en una reestructuración o litigar por un mejor pago al propuesto, mientras que el Hedge Fund tradicional se dedica a hacer inversiones y buscar rendimientos por encima del promedio del mercado. Los rendimientos de estos fondos de inversión, como explica Alfaro en su paper, se miden generalmente contra el rendimiento promedio del mercado y contra el rendimiento de sus competidores. Mantener en cartera un bono defaultado, que pierde liquidez y precio o que puede ser sacado de la lista de transacciones (“delisted”), afecta

²⁸ Laura Alfaro, “Sovereign Debt Restructuring: Evaluating the Impact of the Argentina Ruling”, Junio 2014, Harvard Business School & NBER.

directamente al rendimiento del fondo de inversión. El incentivo del manager de un fondo de inversión se encuentra alineado al del soberano: Al aceptar una reestructuración de deuda le entregan un nuevo activo líquido y mejor valuado que el anterior, afectando entonces positivamente su portfolio y rendimientos.

De esta manera lo que podemos ver es que los únicos que siguen teniendo un objetivo o una tendencia a litigar y buscar el conflicto siguen siendo los mismos agentes que antes: Los “distress funds”. El inversor retail no cuenta con los conocimientos y el soporte financiero para tener este tipo de batalla legal, el hedge fund clásico necesita una resolución rápida para obtener un nuevo instrumento que sea líquido y contenga valor en el mercado, mientras que los “distress funds” son vehículos creados específicamente para este tipo de batallas.

En segundo lugar, es importante separar y demarcar las situaciones y el alcance del fallo, algo que, si bien es mencionado tangencialmente en algunos estudios, no se le ha dado la importancia que creemos que tiene. Desde nuestro punto de vista existen tres situaciones de deuda que pueden o no ser alcanzadas por el fallo: 1) La deuda emitida previo al fallo en contra de Argentina que comparte en su concepción las mismas limitaciones que las de los bonos Argentinos (Una cláusula *Pari passu* “Bondholder friendly”, ningún tipo de exit consent, sin cláusula de acción colectiva), 2) La deuda emitida previo al fallo en contra de Argentina que no comparte las mismas características y/o contienen mejores exit consents o Collective Action Clauses, y 3) La deuda todavía no emitida.

Empezando por la última, la deuda todavía no emitida, es importante recalcar que los bonos soberanos se rigen dentro de un contrato llamado el “prospecto” de un bono. El prospecto es el que contiene todas las cláusulas, covenants, términos económicos y términos no económicos del instrumento. Dicho de otra manera, es el que detalla paso por paso qué, cuando, cómo, y cuanto se puede o se debe hacer con esa emisión, cuando paga, cuál es la ley aplicable, donde cotiza, detalla quien es el emisor y la casa (o casas) de clearing encargadas de girar los pagos, entre otras cosas.

Esta masa de bonos potenciales, todavía no emitidos, no deberían entrar dentro del espectro de estudio, ya que, al estructurar una nueva emisión de deuda, el nuevo prospecto debería mejorar o cambiar las cláusulas bajo las cuales los holdouts lograron sustentar sus reclamos. De esta manera, si la cláusula *Pari Passu* genera una potencial interpretación que genera los incentivos necesarios para imposibilitar una futura reestructuración de deuda ante un caso de default, entonces estas nuevas emisiones deberían contener una cláusula renovada, con el sentido de las palabras cambiadas o alguna otra cláusula adicional que impida el mismo accionar por parte de los demandantes en el caso argentino. Este punto es de vital importancia, ya que en este momento estamos afirmando con seguridad que, aún sin saber cuál es la real extensión del fallo en la práctica judicial, las nuevas emisiones no deberían estar expuestas a esta contingencia, por lo que a partir de este momento la exposición que tiene el sistema es fija, se encuentra en su punto máximo y sólo puede tender a la baja a medida que se van liberando los pagos de la deuda futuros. Sumado a esto, también es importante agregar que todas las nuevas emisiones también deberían contar con otras cláusulas que los bonos argentinos no tuvieron en su concepción, entre ellas se encuentran las “collective action clauses” y algunos “exit consents” que dotarían al soberano de mayores herramientas para reducir la probabilidad de judicialización en una reestructuración de deuda.

En segundo lugar, y refiriéndonos a la deuda emitida previo al fallo en contra de Argentina pero que no comparte en su concepción las mismas cláusulas que los bonos argentinos en cuestión y/o que contienen en su prospecto exit consents o Collective Action Clauses, podemos descartar, parcialmente, que la aplicabilidad del fallo pueda impedir completamente una reestructuración futura. Estos bonos cuentan con armas diseñadas especialmente para que una minoría de inversores no pueda detener o impedir una reestructuración de deuda en un caso de default. Un exit consent es una cláusula que le da la potestad a una mayoría de bonistas de cambiar los términos no financieros del bono y, de esta forma, desnaturalizar al instrumento para obligar a los holdouts a aceptar las condiciones de reestructuración aceptadas por la mayoría. Por otra parte, una Collective Action

Clause, en su aspecto general, obliga a todos los bonistas a aceptar una propuesta de reestructuración una vez sobrepasado un límite mínimo (“threshold”) establecido de participación (generalmente un 75% de la emisión)²⁹. La existencia de estas cláusulas dota de mayor poder de negociación a los soberanos, ya que impiden o casi borran la posibilidad de la existencia de holdouts ‘a la Argentina’³⁰ en un episodio de reestructuración. Si bien existe una posible contingencia de que estos bonos estén expuestos a las ramificaciones del fallo, la estructuración de las emisiones de deuda le da una mayor posibilidad al soberano de lograr un arreglo fuera de las cortes.

Finalmente, debemos discutir el punto central del problema: Los bonos, bajo ley Nueva York (Ya que todavía no existen replicas del fallo en otras cortes fuera de la americana), que comparten las mismas características que la de los bonos del fallo “NML Capital Vs. Argentina”. Estos instrumentos, en su concepción, se encuentran en la misma situación que los bonos argentinos: El fallo los expone de una manera muy particular al mercado, atando de manos y pies al soberano si en algún momento tuviese que renegar esa deuda. La sentencia de la corte de Nueva York dota, inequívocamente, a los demandantes con las armas necesarias para mantenerse al margen de la negociación y exigir el pago completo de sus acreencias, ya que les otorga la forma de bloquear futuros pagos de otra deuda activa en los mismos mercados sin obtener de la misma manera un pago prorrateo de la deuda defaultada.

Por otra parte, la existencia del fallo ha reducido enormemente el costo de ser holdout, ya que al tener una sentencia firme el juez de las nuevas demandas puede remitirse directamente a lo que dice la legislación existente y aplicar automáticamente la misma sentencia. De esta manera el costo en el tiempo de un posible litigio es menor, y al bajar el costo se abren las puertas de que

²⁹ Para entender los distintos tipos de CAC, recomendamos leer las notas escritas en el Capítulo V del paper de Laura Alfaro.

³⁰ ‘A la Argentina’, por esta expresión los referimos a que una mínima cantidad de holdouts, menos del 7% respecto de la emisión total, logran mantenerse por fuera de la reestructuración logrando obtener un fallo favorable.

aquellos inversores que no contaban con los recursos necesarios para afrontar entre 5 y 10 años de litigios con estudios de abogados profesionales ahora estén en condiciones de hacerlo, disminuyendo en consecuencia la tendencia a la participación por parte de los inversores en las ofertas de reestructuración y además aumentando al máximo la cantidad de demandas presentadas en contra del soberano.

En segundo lugar, el fallo incrementa de manera sustancial el costo del default para el soberano. La existencia de la sentencia les da a los inversores una noción de qué pueden obtener si se niegan a participar de una reestructuración. De esta manera el soberano sabe, ex - ante, que las ofertas que tienen que presentar no pueden alejarse demasiado de los valores reales de la deuda original. El soberano se encuentra en una situación donde su oferta debe ser exactamente el valor de la deuda menos el costo del litigar, ya que cualquier otra opción por debajo obligaría al acreedor a demandar por un “full repayment” en la corte. En contraposición con la situación preexistente, donde las ofertas de reestructuración podían ser presentadas con quitas nominales de hasta un 75%, la nueva situación crea un cultivo muy poderoso para el inversor, ya que cuenta con todas las armas a su disposición a la hora de negociar.

La imposibilidad de poder ofrecer una oferta de reestructuración por debajo del valor original de la deuda menos los costos de litigar deberán tener un efecto peculiar en la forma de actuar por parte del soberano: Esa deuda no debería ser defaulteada nunca. Si bien todavía no sabemos cuan extensible y replicable es el fallo, podemos imaginarnos los extremos. Si asumimos que el mismo es generalizable (Totalmente opuesto a la idea de Laura Alfaro en su paper), entonces sabemos desde un principio que ante un default el inversor va a litigar en búsqueda de un full repayment. Visto desde este punto de vista el soberano no sólo no va a poder reducir su costo (Ya que la deuda original se debe honrar en un 100%), sino que además agregaría el costo reputacional, de inversión extranjera y todos los efectos derrame anteriormente mencionados en la bibliografía. Para el soberano un default es más costoso que un no default, por lo que se crea el incentivo

positivo de ajustar todas las variables económicas posibles previo a tomar la decisión de defaultear.

Alineado a esto, se diluye completamente la idea de que podría existir un soberano que decide defaultear su deuda aun teniendo la capacidad de pagar para reducir su exposición vía una reestructuración. En otras palabras, el riesgo de “moral hazard” desaparece.

Esto tiene dos derivaciones todavía más interesantes a explotar ya que: 1) El inversor cuenta con un instrumento lo suficientemente sólido, y una amenaza creíble, para detener cualquier reestructuración y exigir un pago del 100% de la deuda original. Sabiendo esto, el soberano ex - ante nunca va a decidir defaultear, por lo que para el inversor se transforma en una inversión de menor riesgo y con repago casi asegurado. El fallo mejoró el sistema para el inversor, ya que le asegura el repago de sus acreencias en tiempo y forma. 2) Para el soberano que realmente se encuentra en un distress financiero y, aun habiendo ajustado todas las variables de la economía, decide defaultear porque no puede afrontar el pago de su deuda, el fallo se transforma en un callejón sin salida. El soberano no va a poder reestructurar porque ningún inversor se va a encontrar dispuesto a negociar, ya que puede ampararse en el fallo emitido por la corte de Nueva York y exigir un 100% del repago de la deuda original. Por este lado entonces se crea un problema muy serio, ya que, si bien el fallo crea un incentivo a no defaultear por parte del soberano, el que se encuentra en la situación tan delicada que el default es su única salida, se crea un instrumento tan rígido que no le da ninguna opción al soberano de volver a levantarse, aun teniendo la voluntad de pagar.

Si bien hemos estudiado cuales podrían ser los posibles efectos o ramificaciones del fallo tanto para los inversores como para los soberanos, una de las preguntas más importantes que nos hicimos en este estudio fue intentar entender cuál es la verdadera exposición que tiene el mercado de deuda a esta nueva situación post fallo “NML Capital vs. Republic of Argentina”. Si bien en este trabajo no vamos a calcular la exposición, lo que podemos agregar a la discusión es que si efectivamente la nueva deuda todavía no emitida y la deuda emitida posterior al 2005, donde se

generaliza la utilización de las CAC, no se encuentra alcanzada por el fallo, entonces podemos evaluar de una forma “case by case” qué emisión sí se encuentra afectada por el mismo, calcular el monto total de la deuda emitida y de esta manera valuar la exposición del mercado. Lo más interesante de todo esto es que vamos a estar en condiciones, una vez encontrado el monto justo, de poner una fecha de expiración a las posibles ramificaciones del fallo. Al día de la fecha la contingencia que llamaremos “NML Capital vs. Republic of Argentina” se encuentra en su punto máximo, ya fija, y solo puede tender hacia la baja a medida que pasa el tiempo³¹.



Universidad de
San Andrés

³¹ Ver la sección extensiones al trabajo.

Capítulo 5 – Conclusiones

Como podemos ver, tanto por los comentarios de Laura Alfaro como los de Jack Rada, sumado a las publicaciones del FMI y el *Amicuscuriae* que presentó Francia, es que tras el fallo en contra de Argentina la temática que se refiere a las reestructuraciones de deuda soberanas ha vuelto a ser el centro de la escena. El objetivo planteado al principio de este trabajo era intentar mostrar las diferentes reacciones por parte de todos los organismos interesados, mostrando que no existe un consenso ni una sola línea de pensamiento homogénea respecto de las posibles ramificaciones del fallo.

Desde nuestro punto de vista, tanto Laura Alfaro como Jack Rada tienen razón en su argumentación, tanto al explicar que el fallo de Argentina fue realmente armado para afectar directamente los intereses de Argentina al negarse a negociar de buena fe con sus acreedores, tanto como para explicar que existe una posibilidad que el fallo pueda afectar negativamente las reestructuraciones de deuda soberanas futuras al haber aumentado los incentivos a no participar de una negociación en una reestructuración de deuda soberana.

Si bien esto parecería contradecir lo que expusimos en nuestro capítulo 4, la realidad es que no lo es. La aplicación del fallo todavía está muy lejos de ser probada en otras cortes, más allá de que ya exista un caso de estudio (*Import-export Bank of China vs. Grenada*) donde se negó a los demandantes a aplicar el fallo del Second Circuit. En nuestra argumentación lo que pudimos ver es que los agentes que tienden a litigar en este tipo de casos siguen siendo los mismos, por lo que los participantes no han cambiado (Hasta el momento). Por otra parte sí pudimos evaluar críticamente que no toda la deuda emitida en los mercados se encuentra expuesta al fallo. Sumado a esto, y sabiendo que sólo la deuda activa que comparte en su concepción las características de la deuda Argentina, pudimos determinar que la exposición del mercado de deuda se encuentra en su punto máximo y que sólo puede tender a bajar, ya que la nueva deuda a emitir no debería (por simples

cuestiones lógicas y por los diferentes avances en la tecnología de los instrumentos) estar alcanzada por el mismo.

Finalmente planteamos que se generaron efectos positivos y negativos al mismo tiempo, al determinar que el riesgo de defaultear una deuda que se encuentra dentro del espectro de estudio tiene un costo más alto que seguir honrándola, mientras que también vemos el efecto negativo de un default inevitable, al generar todos los elementos necesarios para que el inversor nunca acepte reestructurar en detrimento de sus ingresos.



Universidad de
San Andrés

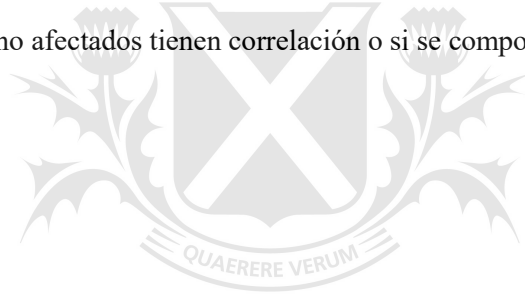
Bibliografía

- Laura Alfaro, *Sovereign Debt Restructuring: Evaluating the Impact of the Argentina Ruling*, Junio 2014, Harvard Business School & NBER.
- Ugo Panizza, Federico Sturzenegger, and Jeromin Zettelmeyer, “*The Economics and Law of Sovereign Debt and Default*”, 2009; *Journal of Economic Literature*, 47:3, 651–698
- Julian Schumacher, Christoph Trebesch and Henrik Enderlein, “*Sovereign Defaults in Court*”, 2013, R&R *Journal of International Economics*.
- Sturzenegger & Zettelmeyer, “*Haircuts: Estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998-2005*”, *Journal of International Money and Finance*, 2008, vol. 27, issue 5, pages 780-805.
- Jonathan Eaton & Mark Gersovitz, “*Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis.*”, *Rev. Econ. Stud.* (1981)
- Jeffrey Sachs & Daniel Cohen, “*LDC Borrowing with Default Risk*”, 1982, No 925, NBER Working Papers
- Jeremy Bulow & Kenneth Rogoff, “*Sovereign Debt: Is to forgive to forget?*”, 1989, *The American Economic Review*, Volume 79, Issue 1, 43-50.
- Raquel Fernandez and Robert W. Rosenthal, “*Strategic Models of Sovereign-Debt Renegotiations*”, 1990, *The Review of Economic Studies*, Vol. 57, No. 3, pp. 331-349
- Kenneth Rogoff, 1999, *International Institutions for Reducing global Financial Instability*, 13 *J. Econ. Persp.* 31
- Harold L. Cole & Patrick J. Kehoe, 1995, *The Role of Institutions in Reputation Models of Sovereign Debt*, *Monetary Econ.*
- Republic of Argentina et al. v. Weoltover, Inc. Et al, The United States Court of Appeals for the Second Circuit, No. 91-763. Argued April 1, 1992-Decided June 12, 1992
- “The pari passu Saga”, Aphaville, <http://ftalphaville.ft.com/tag/pari-passu-saga/>
- Jack Rada, “Closing the book on Argentina’s sovereign Debt Default: The second Circuit’s Decision and its Ramifications for Sovereign Debt Restructuring in the Eurozone”, *Review of Banking & Financial Law*, Vol. 32. 2014.
- IMF, *Sovereign Debt Restructuring-Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework*, Apr. 26, 2013, at 1.
- *Brief for the Republic of France as Amicus Curiae in Support of the Republic of Argentina for a writ of certiorari*, Supreme Court of The United States, 2014, No. 13-990.
- *NML Capital, Ltd. V. Republic of Argentina*, 573, 12-482, 134 S. Ct. 2250, 189 L. Ed. 2d 234, US, 2014.
- Sandleris, Guido. “Sovereign Defaults: Information, Investment and Credit.” *Society for Economic Dynamics*, 2005, Meeting Papers 21
- Catão, Luis, and Sandeep Kapur. 2006. “Volatility and the Debt-Intolerance Paradox.” *IMF Staff Papers*, 53(2): 195–218
- Kapur, Sandeep, Ana Fostel, and Luis Catão. 2007. “Persistent Gaps, Volatility Types, and Default Traps.” *International Monetary Fund Working Paper 07/148*.

Extensiones al trabajo:

De comprobarse este punto, donde explicamos que la deuda se encuentra en su punto máximo de *stock* y que la contingencia sólo puede bajar a medida que pasa el tiempo, se estimaría que los precios de los activos deberían tener un comportamiento diferente a los movimientos de mercado.

Para comprobar esto, primero deberíamos poder estimar cuáles son los activos afectados por la contingencia “NML Capital vs. Republic of Argentina”, cuantificar la exposición y compararlas contra un universo lo más parecido posible (otra deuda argentina que cotice, que no sea alcanzada por esta contingencia). De esta manera podríamos ver si el movimiento de precios entre los activos afectados y los no afectados tienen correlación o si se comportan de manera diferente ante mismos shocks.



Universidad de
San Andrés