



PONENCIA

MERCADOS EMERGENTES: HACIA EL  
DESARROLLO DE UN MERCADO LIBRE DE  
FONDOS BUITRES

Horacio CAMBA



**II CONGRESO DE ECONOMÍA  
POLÍTICA INTERNACIONAL  
2014**

“LOS CAMBIOS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL.  
CONSECUENCIAS PARA LAS ESTRATEGIAS DE  
DESARROLLO AUTÓNOMO EN LA PERIFERIA”

La mayoría de la deuda de los países emergentes se emite con legislación New York o Londres... la decisión (se refiere a la sentencia del Juez Griesa) puede afectar los intereses de USA en promover entre los emisores el uso de la Ley de New York y preservar a New York como una jurisdicción financiera mundial... el fallo puede estimular a los deudores a emitir deuda en otras monedas distintas del USD para evitar el sistema de pagos estadounidense, causando un efecto negativo sistémico en el rol del USD.<sup>1</sup>

## Resumen

Ante las repetidas dificultades, costos, maniobras y extorsiones que tienen que enfrentar los BRICS<sup>2</sup> y los otros países Emergentes cuando tienen que emitir, negociar, pagar y reestructurar sus deudas en las plazas financieras internacionales, New York y Londres, principalmente, este trabajo se propone estudiar las condiciones para desarrollar un mercado de deuda soberana, y también corporativa, donde los países emergentes encuentren un entorno más amigable que el actual.

Nuestra tarea comienza describiendo las principales dificultades que actualmente presenta el mercado de New York, en materia de vacío legal para la reestructuración de deudas soberanas, que serialmente es aprovechado por los fondos buitres. Lejos de criticar esas prácticas, la Justicia Norteamericana las ampara con sus inequívocos y sistemáticos fallos. En su momento se analiza el caso de las calificadoras de riesgo, su falsa oposición de intereses con los emisores calificados y la pro-ciclicidad de su accionar fomentando, según el momento, burbujas y corridas. También se pasa revista al mercado “desregulado” de los CDS (Credit Default Swaps) y como este mercado ha sido utilizado para crear y exagerar corridas afectando sobre todo a los países del área del Euro.

A continuación se analiza la situación favorable que tienen hoy los mercados emergentes que por un lado, son cada vez más importantes en el mercado de deuda, y por el otro lado, cuentan con inversores locales. También se pasa revista a la “industria de la emisión, negociación, pago y reestructuración de bonos” que genera, sólo, en New York más de USD 20,000 millones anuales en concepto de comisiones, honorarios, estudio de abogados, etc.

Por último se exploran las salidas posibles a esta situación, para que, a través de acuerdos internacionales, los BRICS+Emergentes, se pongan a trabajar en el desarrollo de una nueva plaza internacional para que estas naciones puedan desenvolverse en un ambiente más amigable donde no esté permitido el accionar de los fondos buitres y ni otras especies especuladoras, propias del capitalismo salvaje.

## Situación Actual

Hoy día cualquier país Emergente<sup>3</sup> (o Estado Provincial, Municipal y empresas privadas pertenecientes a dicho país), que necesita financiamiento a largo plazo está casi obligado a ir buscar fondos al mercado internacional, en Latinoamérica mayoritariamente se elige el mercado de Nueva York, con legislación del Estado de Nueva York. Es allí donde “aparentemente” se encuentran las mejores condiciones. Si bien existen otras plazas internacionales, Londres por ejemplo; este trabajo se va a focalizar en el mercado de Nueva York.

Enumeremos estas mejores condiciones: abundancia de fondos, largos plazos, tasas de mercado más bajas, mercado secundario profundo que permite entrar y salir a los inversores con costos relativamente bajos. Otro beneficio, muy importante, para los inversores es que la plaza de New York permite disponer libremente del dinero.

Sin entrar en detalles la abundancia de fondos quizás sea la mayor ventaja. Podemos ejemplificarlo con el caso de YPF, empresa estatal Argentina que dispone de la 3er mayor reserva mundial de hidrocarburos no convencionales, este año necesitaba emitir deuda por USD 1.000 millones, a 10 años y en el mercado local no había disponibilidad de tal cantidad de fondos. Lo mismo puede decirse de las necesidades de financiamiento de

---

1. Brief for the United States of America as Amicus Curiae in support of the Republic of Argentina, pág. 5, primer párrafo, ver bibliografía.

2. BRICS: Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica.

3. Por país Emergente entendemos aquellas naciones que si bien gozan de un rápido crecimiento económico aún no alcanzan el status de un país desarrollado.

---

Petrobras Brasil, que necesitó, a lo largo de 4 años, más de USD 200,000 millones para desarrollar sus reservas petrolíferas en aguas ultra profundas y que hubieran sido difíciles de obtener en el mercado brasilero.

Se asegura que al inversionista el mercado de New York le brinda una supuesta seguridad jurídica que otorgan la ley comercial y los tribunales de dicho Estado, a eso se podrían agregar las regulaciones de la SEC (Security Exchange Commission) y otras leyes, incluyendo la “inefable” información brindada por las Agencias Calificadoras de Crédito, tendientes a brindar una mayor transparencia al mercado y con ello mejorar la capacidad de decisión del inversor.

Vamos ahora a las principales desventajas que tienen para los emisores e inversores el mercado de USA.

#### Vacío Jurídico en USA respecto a la reestructuración de las deudas Soberanas

La ley de quiebras, o más bien de reestructuración de pasivos, del Estado New York no contempla en caso de la reestructuración de deuda de un Estado Soberano. Es así donde se crea el caldo de cultivo para que aparezcan los fondos buitres con su siniestro accionar.

Vamos a poner un ejemplo, si en Argentina, por alguna razón un deudor no puede cumplir con sus obligaciones, puede presentarse ante un Juzgado y hacer una oferta de pago (o reestructuración de deuda, aquí usaremos estos 2 términos como sinónimos) y si esta es aceptada por los 2/3 de los acreedores, esto permite obligar al 1/3 restante a tener que aceptar las mismas condiciones que aceptó la mayoría. Este mecanismo tiene varias ventajas, entre otras, asegura rapidez en la renegociación del 100% de la deuda, le da previsibilidad en la programación financiera del deudor, garantiza igual trato para todos los acreedores, menores costos en concepto honorarios de abogados, etc. En el caso de acreedores ubicados alrededor del mundo las ventajas de este procedimiento se amplifican.

Similares reglas se aplican, en el resto del mundo y también en el Estado de New York, en los casos de negociación de deuda corporativa. Sin embargo este marco legal, práctico, justo y sensato, no está disponible en el caso de la reestructuración de las deudas de Estados Soberanos. El caso más patético es Argentina, que, a pesar de haber conseguido la aceptación del 92% de los acreedores, hoy enfrenta juicios, en el Estado de Nueva York, por parte del 1.6% de los acreedores que no entraron en la reestructuración (holdouts), y que reclaman el pago de acuerdo a las condiciones originales de emisión, que dicho sea eran terriblemente desfavorables para el deudor, habiendo casos de títulos de deuda en los cuales Argentina se comprometía a pagar hasta un 15% anual de intereses en USD.

Hoy en nombre de una cláusula que se llama de igualdad de tratamiento (Equal treatment o pari passu) el fallo de Juez Griesa, que ha sido avalado por el sistema judicial norteamericano (Cámara de Apelaciones del Distrito Sur de New York, y Corte Suprema de Justicia de USA), dispone que no se puede pagar la deuda renegociada y avalada por el mismo Tribunal de Griesa si *antes* no se paga a los fondos buitre. Es decir que si no se le paga al 1.6% de los acreedores se cae el acuerdo con el 92% restante, a pesar de que Argentina ha venido pagando en todo momento.

Como se ha señalado en distintas publicaciones, este fallo además de ser tremendamente injusto, sienta precedentes para que en próximas reestructuraciones una gran cantidad de acreedores evite el camino de la negociación y busque la confrontación, ya que al final se obtiene una mayor recompensa haciendo un juicio que sentándose a negociar con el acreedor. En el caso de Argentina se calcula que los acreedores que entraron en los canjes, recibieron más de USD 0.50 por cada dólar de deuda nominal, a ese resultado se llega contando los bonos que recibieron así como también los cupones ajustables por el crecimiento del PBI, que habilitan a los acreedores a recibir un premio cuando Argentina crece por encima de cierto nivel. Se calcula que con la sentencia de Griesa los holdouts recibirán casi USD 4 por cada dólar nominal. Es decir quienes no entraron en la negociación de Argentina recibirán un 800% más que aquellos que entraron en los canjes. Semejante premium por pleitear hará más difíciles y onerosas, las futuras reestructuraciones Soberanas bajo la ley de New York.<sup>4</sup>

Este vacío jurídico en el tratamiento de la deuda de los Estados Soberanos, ha sido repetidamente señalado por diversos actores dentro y fuera del Establishment financiero internacional, entre las opiniones a favor de una reforma a la ley de quiebras norteamericana, se han manifestado desde Anne Krueger<sup>5</sup>, el Fondo Monetario Internacional, el Departamento del Tesoro de USA, el Financial Times, Joseph Stiglitz, Paul Krugman, Nouriel Roubini, etc. Todas estas voces han tenido nula influencia en el sistema Legislativo y Judicial norteamericanos

---

4. Esta tasa se multiplica cuando tenemos en cuenta que los fondos buitre compraron la deuda Argentina a USD 0.25, así el fondo Elliot tiene garantizada una rentabilidad del 1600% cuando tomamos en cuenta el precio de adquisición.

5. Anne Krueger, Argentine's Sovereign Bondage, (La sumisión de la Soberanía de de Argentina), July, 9, 2014

quienes prefieren mantener el status quo actual. Sin pretender profundizar en el tema, es claro el poder de influencia institucional, que, a lo largo del tiempo, tienen los grupos minoritarios conservadores y ultra-conservadores en USA.

El fallo de Griesa, tal como otros fallos anteriores<sup>6</sup>, ha demostrado que aquellos Deudores Soberanos que entraron en las reestructuraciones, no están a salvo de la Justicia Norteamericana y sus fallos pro-buitre. Así el pago que realizó Argentina a sus acreedores, en tiempo y forma, en Junio 2014 se ha visto obstaculizado por el Juez Griesa quien ha impedido al agente de pago, el Bank of New York (BoNY), pagar la deuda con ley de New York. Hasta el 05.07.14, también continuaba impaga la deuda Argentina con legislación inglesa y japonesa, ya que el Juez Griesa, en lo que entendemos una intromisión totalmente fuera de su jurisdicción, había impedido al BoNY girar los fondos para servir aquella deuda.

Recapitulando, gracias al vacío en la legislación del Estado de New York, los Estados Soberanos e inversores no se encuentran a salvo del accionar de los fondos buitres.

### **Champerty**

La doctrina Champerty establece que es un delito el acto de comprar deuda en default, o a punto de entrar en default, con el solo propósito de litigar. Así en 1996, el Juez de New York, Robert Sweet, desestimaba la demanda que el fondo Elliot (que ahora demanda a la Argentina) había hecho contra el Estado de Perú. Sin embargo en fondo Elliot recurrió el fallo y la Cámara de Apelaciones de New York terminó anulando el fallo de primera instancia, argumentando que la Doctrina Champerty no se aplicaba en el caso de la deuda Soberana. Así, en el año 2000, Perú se vio obligado a pagar al fondo Elliot la suma de USD 56 millones, por una deuda que dicho fondo buitre había comprado en USD 11 millones.

Lejos de combatir el accionar de los fondos buitres los tribunales de New York, han desactivado fallos y mecanismos que podrían dificultar su accionar.

### **Las Calificadoras de Riesgo**

Para poder cotizar y negociar deuda en el mercado de New York, se exige que dicha deuda esté calificada por, al menos, 2 calificadoras. La calificación es normalmente pagada por el emisor. La “objetividad” de la calificación estaría garantizada por que la consultora es un tercero “independiente” del emisor. El otro argumento a favor de la “objetividad” de las calificadoras es que estas juegan su prestigio en cada calificación.

La realidad es muy distinta. En primer lugar el mercado de calificadoras se ha ido concentrando por compras y fusiones, y hoy ha quedado reducido a un oligopolio dominado por 3 agencias o las “3 grandes”: Standard & Poor’s, Moody’s y Fitch que tienen aproximadamente el 95% del mercado<sup>7</sup>, tanto en USA como en Europa (originariamente eran 7 agencias, que hacia el 2003 se redujeron a las 3 grandes. Como consecuencia del desastre financiero del 2008 los reguladores norteamericanos<sup>8</sup> subieron el número de agencias reconocidas<sup>9</sup> a 9, pero de todas maneras siguen primando las 3 sobre todo en la calificación de Deuda Soberana). Las agencias repetidamente han cometido errores de calificación, equivocándose en el caso de un emisor individual, por citar algunos ejemplos, Enron, WorldCom, etc. que gozaban de grado de inversión (investment grade) pocos meses antes de su quiebra y errores sistémicos, como fue otorgar la máxima calificación (AAA) a las cédulas hipotecarias (Mortgage-backed securities, o MBS, CMO, etc.) en las cuales el activo subyacente eran hipotecas o deudores que estaban sub-calificados crediticiamente. Esto último alentó la crisis económica del año 2008, la mayor crisis mundial desde 1930. Otros ejemplos son los países europeos en el período 2010-2011, especial-

---

6. Que en su momento perjudicaron a Brasil, Perú y otros.

7. “The credit rating controversy” ver bibliografía.

8. Security and Exchange Commission, que es la Comisión Nacional de Valores de USA.

9. Nationally Recognized Statistical Rating Organization, que gozan del reconocimiento de la SEC.

---

mente los llamados PIIGS<sup>10</sup>, los cuales eran todos investment grade y de la noche a la mañana se convirtieron en bonos basura (junk bonds) por los abruptos cambios de calificación.

A nuestro entender el pecado original de las calificaciones crediticias es que los emisores contratan “directamente” la calificación. En otras palabras, no hay oposición de intereses cuando el calificador es contratado y pagado directamente por el calificado. Hay un dicho inglés que viene al caso: “el que paga al gaitero es quien elige la melodía”. El que paga a la calificación tiene un elemento de presión sobre la calificadora.

Por otro lado, los bancos de inversión, que son los agentes colocadores de deuda<sup>11</sup>, en pos de hacer más rentable sus negocios, presionan a las calificadoras para lograr el mejor rating posible y con ello facilitar la colocación de la deuda mejorando sus comisiones.

Así las calificaciones crediticias lejos de ser un instrumento para mejorar la transparencia del mercado, brindando una información clara al inversor, se han transformado en un elemento que exagera los ciclos del mercado. Así durante el ciclo “optimista” de los mercados los rating exageran la capacidad de pago de los emisores, sobrevaluando el valor de las deudas<sup>12</sup>. Por el contrario, cuando comienzan a surgir dudas sobre los países emisores, de la noche a la mañana los ratings se transforman en negativos<sup>13</sup> y subestiman la calidad crediticia de los deudores, exacerbando la volatilidad de los mercados y colocando a los deudores en situaciones donde su capacidad de pago se ve comprometida por una abrupta falta de financiamiento, producto entre otras razones, de la exagerada reducción de su rating crediticio. Como bien dice John Ryan, las calificadoras fallaron en detectar riesgos que comenzaron en algunos Estados Europeos muchos años antes de que la crisis se desatara.<sup>14</sup>

Si bien esta “pro-ciclicidad” de las calificadoras ha sido ampliamente tratada por diversos estudios, y criticada por muchísimos países que han sufrido sus consecuencias, son muy pocas las medidas prácticas que hasta ahora se han tomado para evitar este flagelo en los mercados de deuda. Entre las medidas concretas que se han tomado para salir de este oligopolio de las 3 grandes calificadoras, se puede citar a China<sup>15</sup> que creó su propia calificadora de riesgo. En el plano de Argentina pueden destacarse las iniciativas de varias universidades, entre ellas la Universidad Nacional de Moreno, que conjuntamente con otras instituciones académicas, están llevando adelante un proceso para la creación de una nueva calificadora de riesgo nacional que pueda ser alternativa a las 3 grandes.

Un elemento que, a nuestro entender, podría dotar al proceso de calificación de mayor objetividad es que la tarea de selección de las calificadoras se realice a través de la Comisión Nacional de Valores, quien a través de un sorteo de las entidades autorizadas a calificar elija al calificador, en lugar de que sea el propio emisor quien contrate directamente el servicio.

## Auditorías Externas

Si bien este tema no tiene relevancia en el caso de las deudas Soberanas, es muy importante en el caso de la deuda empresarial (o deuda corporativa como muchas veces suele llamarse), o en la cotización de acciones de empresas. Las regulaciones nacionales e internacionales exigen que los balances estén auditados por un auditor externo. La idea subyacente en este requisito es que el proceso de revisión de los Estados Contables a través de un consultor “independiente” garantiza que la empresa, voluntaria o involuntariamente, no altere la información que brinda a 3<sup>ros</sup>: bancos, calificadoras de riesgo, inversores, etc.

---

10. Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España (Spain).

11. Los emisores deben contratar a un agente colocador, o a veces a un sindicato de bancos, que son quienes llevan adelante la comercialización y distribución de los bonos. Normalmente estos agentes venden toda la deuda y no se quedan con ninguna posición en cartera, por lo tanto, no les interesa que la calificación sea fidedigna.

12. Ver Xia y otros “Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings”.

13. En Diciembre 2011, S&P había colocado en Credit Watch negativo a 15 países de la Eurozona.

14. Ryan, J. “The Negative Impact of the Credit Rating Agencies and proposals for better regulation”.

15. Desde Julio 2010, China tiene su propia calificadora de riesgo Dagong, que en su corta vida ha mostrado una mayor coherencia en las calificaciones soberanas que las 3 grandes.

---

Las auditorías externas se contratan bajo la misma modalidad que las calificadoras de riesgo. La empresa es quien elige y paga al auditor. Aunque al momento de elegir el auditor externo no hay una obligación explícita, la comunidad financiera prefiere de manera excluyente que la elección recaiga en alguna de las Big Four.<sup>16</sup>

El mercado de las auditoras internacionales ha sufrido un proceso de concentración y centralización, primero eran las Big Eight, luego las Big Six y ahora hay nada más que 4. Lo mismo que en el caso de las calificadoras, quien contrata el servicio tiene, y ejerce, un poder de presión sobre el auditor. Nuevamente podemos citar el caso de Enron, con Arthur Andersen<sup>17</sup>, quien presionaba a esta última para ocultar ciertos pasivos y mostrar utilidades contables exageradas. Las Big Four han enfrentado, a lo largo del mundo, una serie de juicios en distintos tribunales por avalar información contable sesgada que ha perjudicado a tenedores de bonos y acciones de empresas incorrectamente auditadas.

Como en el caso de las calificaciones, se supone livianamente, que por el hecho de contratar a un auditor externo, con eso se crea un conflicto de intereses entre auditor y auditado lo suficientemente importante como para garantizar la “independencia” de la auditoría. En este ítem también nos parece importante cambiar el sistema de elección del auditor, aquí una alternativa sería elegir el auditor por sorteo y agrandar la lista de auditores incluyendo a instituciones académicas. Por supuesto, la solución de este tema queda abierta a discusión y son bienvenidas otras alternativas que enfatizan la independencia del auditor.

### **El mercado de acciones y deuda, la SEC y otros entes reguladores en USA**

Como se dijo antes, empresas que buscan financiamiento y/o inversores de largo plazo (accionistas), así como también los Estados Soberanos se ven obligados a recurrir al mercado de Nueva York. Hoy por hoy, los grandes volúmenes de inversión son casi exclusivamente financiados por ese mercado.

Para cotizar, acciones o deuda, en dicho mercado se debe pasar por la aprobación de la SEC, que exige el cumplimiento de una serie de regulaciones. Sin entrar en detalles, la SEC exige la publicación periódica de una voluminosa cantidad de información, que es abrumadora y en muchos casos inútil a la hora de evaluar los verdaderos riesgos a los que se enfrenta un inversor.

Los formularios y prospectos deben ser llenados por especialistas, normalmente abogados y contadores, que tienen honorarios costosísimos.

A raíz de la crisis de 1930, se les exigió a los emisores el cumplimiento de muchas reglas, que en los 90s, por presión de los bancos de inversión y otros lobbies empresarios, se fue relajando. El escándalo de Enron, WorldCom, y las compañías de informática llamadas punto.com, ocurrido a principios del 2000, endureció ciertas normas pero eso no fue suficiente para evitar las burbujas y fraudes financieros.

Otro tema para considerar es que al frente de estos organismos reguladores, el gobierno de USA, ha puesto a personas cuya ideología descrea de las regulaciones por lo que se han permitido excesos, y la utilización de vacíos legales que llevaron a la crisis sistémica del 2008.

Aunque no es el propósito del trabajo mostrar todos los vacíos legales y regulatorios del sistema de USA, y como terminaron generando situaciones altamente costosas para el Estado Norteamericano vamos a ilustrar un ejemplo. En Septiembre del 2008, la Reserva Federal de Nueva York tuvo que hacer frente al rescate más grande de su historia a la compañía de seguros AIG, que se encontraba en bancarrota, y que a su vez había asegurado por riesgo de incobrabilidad, de los préstamos sub-prime, a los bancos de USA. El rescate ascendió a USD 85,000 millones. La insolvencia de AIG, institución no regulada por la Fed, era quien garantizaba a los bancos de USA y su quiebra hubiera producido un efecto dominó en el sistema financiero. Hasta ese momento nadie se preocupó en ver quien garantizaba la solvencia de las aseguradoras de crédito, a pesar de existir entes reguladores, como la Fed, la SEC. Hoy día sigue la discusión sobre cuales son en USA, las instituciones no-financieras, que tiene una importancia financiera sistémica.<sup>18</sup>

---

16. Big Four, son las grandes auditoras mundiales, Price Waterhouse Coopers, Deloitte, Ernst & Young y KPMG.

17. A raíz del escándalo de Enron, Arthur Andersen fue liquidada.

18. SIFIs: Sistematically important financial institutions. En USA se han propuesto AIG, General Electric y Prudential como instituciones no-bancarias con importancia financiera sistémica.

---

Antes de la crisis del 2008, los bancos de USA podían comprar deuda de bajo grado de inversión (subinvestment grade), esto es deuda con alto grado potencial de incobrabilidad y a su vez asegurarla en las compañías de seguro de deuda, y de esta manera evitar tener que hacer provisiones o ver deteriorada su calidad crediticia. Cuando estalló la crisis crediticia por los prestamos sub-prime la Reserva Federal (ente regulador del sistema bancario en USA), se encontró con que estas aseguradoras eran insolventes para pagar a los bancos los seguros de incobrabilidad, lo que podría arrastrar a la bancarrota a todo el Sistema Financiero de USA. Esto obligó a que la Reserva Federal de Nueva York, tuviera que hacer, en Septiembre del 2008, el rescate mayor de todos sus 100 años de historia, comprando el 79.9% de los activos de AIG y otorgando un préstamo por USD 85,000 millones a la misma aseguradora

### Credit Default Swaps

Una permuta de incumplimiento crediticio (también conocida por su término en inglés, credit default swap o CDS) es un producto financiero que consiste en una operación financiera de cobertura de riesgos, incluido dentro de la categoría de productos derivados de crédito, que se materializa mediante un contrato de swap (permuta) sobre un determinado instrumento de crédito (normalmente un bono o un préstamo) en el que el comprador de la permuta realiza una serie de pagos periódicos al vendedor y, a cambio, recibe de éste una cantidad de dinero en caso de que el título que sirve de activo subyacente al contrato sea impagado a su vencimiento o la entidad emisora incurra en suspensión de pagos.

Aunque un CDS es similar a una póliza de seguro, se diferencia significativamente de ella en que no se requiere que el comprador del CDS sea el propietario del título (y por tanto haya incurrido en el riesgo real de compra de deuda). Es decir, un seguro se establece sobre algo que es propiedad del asegurado, pero un CDS se hace sobre un bien que no es propiedad del que contrata el CDS. A este tipo de CDS se le denomina “desnudo” (naked), y en realidad es equivalente a una apuesta. El Parlamento Europeo prohibió las CDS “desnudas” de deuda de estado a partir del 1 de diciembre de 2011.

Como bien explica Paul Krugman, el comprar un CDS “desnudo”, equivale a suscribir un seguro de incendio contra la casa de mi vecino. Una vez comprado el CDS, cualquier fondo especulativo puede lanzar rumores, pagar artículos y publicaciones que pongan en duda la solvencia del activo subyacente (el bono de un país por ejemplo). Los ataques especulativos sobre la deuda europea, especialmente, sobre los llamados PIIGS, generaron corridas sobre la deuda de estos países y grandes ganancias a quienes apostaron por los CDS.

Debe aclararse que este mercado está completamente desregulado, y se desconocen, los volúmenes y los tenedores de dichos instrumentos, así como también la solvencia de los emisores. Por lo cual, si se produce un riesgo de incobrabilidad, no está clara la capacidad de pago de quien emitió el seguro.

Los BRICS y demás emergentes también están sujetos a estas corridas. Por esa razón, se propone crear un mercado regulado de seguros de incobrabilidad que tienda a cubrir el riesgo de insolvencia de la deuda de nuestros países.

#### Regulaciones que limitan la tenencia de Deuda Soberana Emergente (DSE)

Estrictas regulaciones limitan la tenencia de DSE por parte de los bancos de economías desarrolladas. Si bien durante la década de 1980, los bancos de USA eran los principales tenedores de deuda Latinoamericana, una serie de hechos ha cambiado drásticamente el panorama.

Los Bancos Centrales de las economías desarrolladas, tienen un monto no mayor a USD 40 mil millones en Deuda Soberana Emergente, menos del 1% del total de la DSE, y ese tenencia está concentrada en 7 países: Brasil, China, Indonesia, Malasia, Mexico y Sudáfrica.

Las Normas de Basilea II, sancionadas en 2004, introdujeron más restricciones a las entidades bancarias para dar créditos y/o comprar DSE. Al introducir los rating crediticios en la metodología para calcular los requerimientos de capital mínimos, limitaron de facto las tenencias de DSE por parte de los bancos de las economías desarrolladas (BED). Esto contrasta con la Deuda Soberana de Economías Desarrolladas que puede ser contabilizada por los BED como activo libre de riesgo<sup>19</sup>. En otras palabras, Basilea II favorece la tenencia de Deuda Soberana de Economías Desarrolladas y a la vez desalienta la tenencia de DSE, en el caso de los BED.

19. Fuente: “Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt”, Serken Arslanalp y Takahiro Sudo, March 2014, IMF

## Los BRICS+emergentes hoy cuentan con elementos a su favor

De acuerdo a los datos de Banco Mundial, hacia fines del año 2013, la DSE emergentes ascendía a USD 6.28 billones<sup>20</sup>, y representaba el 9% de la deuda soberana. La deuda mundial soberana ascendería a USD 70.2 billones de acuerdo a la misma fuente. Ver en el anexo el listado de deuda por país y criterios usados.

De acuerdo a datos privados<sup>21</sup>, en el año 2010, se negociaron USD 6.700 billones de deuda de mercados emergentes. Hoy la principal asociación de agentes de deuda de mercados emergentes, es la EMTA, con sede en Nueva York. Entre sus miembros están los principales bancos de USA y también el fondo buitre Elliot.

Con respecto a la capacidad de pago, mientras que para las 24 economías más avanzadas, para el año 2014 se espera una relación Deuda Externa/PBI promedio del 106%<sup>22</sup>, la misma fuente calculaba para los países emergentes un valor menor al 50%.

Finalmente pasamos revista a la demanda de bonos de DSE. En otras palabras, buscamos saber quiénes son los tenedores de deuda emergente. Un reciente trabajo hecho bajo el auspicio del FMI, señalaba que alrededor del 24% de esa deuda estaba en manos de inversores extranjeros<sup>23</sup>. Esta ponderación varía de acuerdo a cada país y, como bien señalan los autores, son estimaciones bastante preliminares.

Del total de DSE en manos extranjeras, el 80%, lo tienen instituciones no bancarias, i.e., fondos de renta fija, fondos especializados en mercados emergentes, etc.

Si solo el 24% de la DSE, está en manos extranjeras y los bancos de inversión están severamente limitados para tener en cartera DSE, ¿Cuál es el interés de los principales bancos internacionales en los Mercados Emergentes? Simplemente, la intermediación financiera.

Hoy los bancos de inversión solamente “asesoran” a los emisores en la colocación de deuda, obtienen mandatos que les permiten cobrar jugosas comisiones, y luego ofrecen los bonos a clientes y fondos que son quienes terminan comprando la DSE. Otro aspecto de la actividad financiera que desarrollan los grandes bancos de inversión, es la de ser creadores de mercado (market makers), por lo que también obtienen interesantes ganancias.

Por último, si los estudios citados estiman que sólo el 24% de la DSE está en manos extranjeras, esto quiere decir que hay un gran porcentaje de la misma que está en manos de inversores de países emergentes.

Recapitulando, hoy solamente el stock de DSE (excluyendo, instituciones para estatales, Estados Provinciales, Municipios, etc.) alcanzaba a USD 6.3 billones. En cuanto a capacidad de pago, la DSE muestra mejores ratios Deuda/PBI que la de las economías desarrolladas, que se vieron muy afectadas por la crisis financiera del 2008, debiendo recurrir a costosísimos salvatajes que han deteriorado los tesoros públicos.

Del lado de la demanda de DSE, vemos que a diferencia de los 1980s, gran parte de la deuda está en las propias manos de inversores emergentes. Por otro lado, los países emergentes han disminuido la relación entre deuda externa sobre deuda interna. Así el promedio ponderado pasó de 0.75 en el año 2000 a 0.22 en 2009.<sup>24</sup>

Con todos estos elementos a favor los BRICS+Emergentes deberían comenzar a pensar seriamente, en que el circuito de endeudamiento, o por lo menos una gran parte de él, se puede hacer en una plaza propia de los propios países Emergentes.

En el juicio de Argentina vs. Los fondos buitres, a través de un Amicus Curiae a favor de Argentina, el Departamento del Tesoro de USA, expresaba su preocupación por las repercusiones de un fallo negativo hacia Argentina, podría hacer que los países Emergentes vieran que la jurisdicción de Nueva York era un ambiente hostil para la DSE y decidieran emigrar a otra plaza, llevándose un negocio que genera más de USD 20,000 millones anuales, en comisiones, honorarios, etc.

En otras palabras, las más altas autoridades de USA, saben perfectamente que son cada vez menos los incentivos que tiene Nueva York como plaza financiera para la DSE, por eso temen, que ante un sostenido maltrato

20. Fuente: World Bank debtor reporting system, sobre una lista de 39 países.

21. Fuente: EMTA, que es la organización privada con sede en Nueva York que agrupa a los principales comercializadores de deuda de mercados emergentes.

22. Fuente: World Economic Outlook Database, IMF, April 2014

23. Fuente: “Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt”, Serken Arslanalp y Takahiro Tsudo, March 2014, IMF

24. Anderson, P.R.D., A. C. Silva, and A. Velandia-Rubiano, 2010, “Public Debt Management In Emerging Market Economies,” World Bank Policy Research Working Paper 5399.

judicial, los emisores de DSE un día se saturan y decidan dejar esa plaza. La siguiente sección trata de cómo hacer realidad estos temores que el Tesoro de USA manifestaba.

### **Opciones reales al status quo actual**

“Roma no se hizo en un día”

Recapitulando: al usar el mercado de Nueva York como plaza de colocación de DSE, los BRICS+Emergentes, entre otras cosas, están haciendo una importación del servicio de intermediación financiera, a un costo alto, y que además tiene serios problemas legales que al final del día se pueden traducir en complicaciones al momento de reestructurar una deuda. La calidad crediticia de nuestras naciones es evaluada por empresas que están más interesadas en cobrar comisiones, y seguir el ánimo del mercado, que en brindar un asesoramiento independiente. Si bien es cierto que existen compradores de DSE entre las economías más desarrolladas, tal como vimos, su importancia relativa es cada vez menor.

Vamos ahora a explorar las opciones reales y potenciales a emitir deuda en Nueva York.

### **Emitir deuda en Londres**

Un camino simple y directo que algunos expertos<sup>25</sup> recomiendan es emitir deuda en Londres, que tiene la ventaja de que las cláusulas de acción colectiva son más usadas y además de que un comité legal del Banco de Inglaterra, reconoció como no válido el uso de las cláusulas Pari Passu para bloquear los pagos de un deudor.<sup>26</sup>

Si bien esta solución es preferible a usar la plaza de Nueva York, mantiene muchos de los inconvenientes ya mencionados, i.e., calificadoras de riesgo, mercados “autorregulados”, etc.

### **Propuesta de algunos funcionarios del Fondo Monetario Internacional**

Para evitar los problemas actuales, Anne Krueger y otros han sugerido crear una instancia supranacional para la resolución de problemas de deuda soberana. En esta corte de quiebras soberanas el FMI tendría un rol importante.

A nuestro juicio, esta propuesta no es satisfactoria por varias razones: en primer lugar requeriría de un apoyo internacional de los principales socios del FMI, cosa muy difícil de obtener; en segundo lugar las políticas del FMI han sido nefastas para los países emergentes y cualquier involucramiento de dicha entidad sería muy resistido en los propios países emergentes. Se podrían seguir agregando varias razones en contra de la propuesta del FMI.

### **Propuestas Heterodoxas**

Un primer paso que se podría dar es condenar la práctica de comprar DSE, en default o próximo a ese estado, con el sólo propósito de litigar (Champerty). Eso requeriría firmar un tratado internacional en el cual los países signatarios no reconocen validez a los reclamos judiciales de quienes realicen esas prácticas. Este tratado pasaría a ser parte de la legislación nacional a medida que los países signatarios lo aprobaran internamente. Esto en la práctica acotaría el accionar de los fondos buitres.

---

25. Barry Herman.

26. O'Grady, Wall Street Journal, 14 de Julio 2014.

---

Una medida en el mismo sentido sería la aprobación de un mecanismo común de procedimientos de restructuración de Deuda Soberana.

Una propuesta más integral y audaz puede comenzar todo con una conferencia de Países Emergentes, que decidan llevar adelante la creación de un nuevo ámbito internacional para la emisión de Deuda de sus países miembro. Esta conferencia podría concluir con la firma de un tratado internacional que ponga las bases para este nuevo mercado.

### **Desarrollar un ámbito legal y regulatorio en común**

Un punto de partida puede ser el desarrollo de una legislación internacional en común que permita llevar adelante restructuraciones de DSE, de manera ordenada y que, condene e impida el accionar de los fondos buitres, naked CDS, y otras prácticas predatorias. Crear una nueva normativa regulatoria, con nuevas instituciones y procedimientos.

Desarrollar nuevas agencias de crédito y crear nuevas modalidades, que terminen con las calificaciones crediticias solicitadas y pagadas por los emisores, debería estar en las prácticas de este nuevo ámbito.

Una de las alternativas sería crear una instancia regulatoria y jurídica supranacional, que fuera reconocida por todos los países signatarios de dicho tratado. Llamemos a este hipotético cuerpo legal y regulatorio Ley Emergentes (LE). Mientras más países adhieran mayor será la importancia del mercado.

### **Fomentar este mercado alternativo**

Los países miembros podrían comprometerse a tomar medidas que favorecieran la creación y desarrollo de este mercado alternativo. Un primer paso en ese sentido, podría ser comprometerse a emitir una porción de la DSE bajo normas LE. Posiblemente, al principio, la deuda LE, para ser atractiva hacia los inversores, deba pagar algún interés mayor que un bono Ley Nueva York. El nuevo ámbito también debe cuidar que exista un mercado secundario que posibilite la negociación de deuda brindando liquidez y bajos costos de intermediación.

### **Desarrollar un mercado regulado de CDS**

Oponer al mercado autorregulado de CDS, donde se negocian contratos privadamente entre las partes (*Over the counter*), un sistema de negociación estandarizado y transparente. No aceptar las prácticas de naked CDS.

Otras iniciativas en el mismo sentido:

- Crear un mercado de DSE, que pueda competir exitosamente en escala, atracción y costos, con los mercados existentes.
- Fortalecer la interacción entre los sistemas financieros nacionales y el desarrollo de un mercado internacional de DSE.
- Promover la emisión de DSE en monedas distintas del USD.
- Mejorar el proceso de negociación de bonos en el mercado secundario (market makers). Usando actores propios en lugar de los bancos de inversión.
- Fortalecer la interconexión de los mercados nacionales y regionales de negociación de instrumentos financieros.
- Oponer fuentes de información oficiales, que estén debidamente chequeadas y que sean alternativas a la que brindan sesgadamente los mercados autorregulados.<sup>27</sup>

---

27. Recordar los últimos casos de irregularidades en información diaria de la Libor y del Brent del Mar del Norte.

Quedan muchos temas por resolver, como por ejemplo, elegir, o no, una plaza financiera internacional emergente que sea la plataforma de esta nueva modalidad, buscar incentivos impositivos para hacerla más atractiva, como garantizar a inversores legítimos la movilidad de su capital, etc. Creemos que todos estos interrogantes se pueden ir resolviendo mejor a medida que la iniciativa de crear una Legislación Emergente avanza.

No se debe olvidar que el éxito de esta iniciativa, además de crear un ambiente mucho más amigable que el actual, puede generar cuantiosos ingresos en comisiones, honorarios, etc., hoy calculados en USD 20 mil millones anuales, que quedarían en manos de los propios países emergentes, generando puestos de trabajo calificados en nuestras economías.

Dicho esto dejamos abierto al debate la búsqueda de iniciativas que permitan avanzar en un mercado alternativo, con reglas claras, donde los BRICS+Emergentes no terminemos encerrados en el laberinto de juicios, fondos buitres, calificadoras de riesgo y corridas especulativas.

---

**Bibliografía**

- 10 REASONS WHY NML v. ARGENTINA MATTERS TO ALL “Embassy of Argentina U.S.”
  - Alessi, C.; Wolverson R. and Aly Sergie, M, “The Credit Rating Controversy”, October 2012
  - Anderson, P.R.D., A. C. Silva, and A. Velandia-Rubiano, 2010, “Public Debt Management In Emerging Market Economies,” World Bank Policy Research Working Paper 5399.
  - Arslanalp S. and Tsuda T., “Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt”, IMF Working Paper, December 2012
  - Arslanalp S. y Tsuda T., “Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt”, IMF Working Paper, March 2014
  - BRIEF FOR THE UNITED STATES OF AMERICA AS AMICUS CURIAE IN SUPPORT OF THE REPUBLIC OF ARGENTINA’S PETITION FOR PANEL REHEARING AND REHEARING EN BANC, NML vs. Republic of Argentina, United States Court of Appeals for the Second Circuit, December, 28, 2012
  - Council on Foreign Relations <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>
  - Csonto, B. and Ivaschenko, I. “Determinants of Sovereign Bond Spreads in Emerging Markets: Local Fundamentals and Global Factors vs. Ever-Changing Misalignments”, IMF Working Paper, July 2013
  - Daniel L., “Foreign investors’ participation in emerging market economies’ domestic bond markets”, Banque de France Bulletin Digest, No. 173, May-June 2008
  - Ebeke, C. and Lu Y., “Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings in the Post-Lehman Period—a Fortune or Misfortune?”, IMF Working Paper, February 2014
  - Fulghieri, P.; Strobl, G. and Xia, H., “The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings”, October 2011
  - <http://www.project-syndicate.org/commentary/anne-krueger-examines-the-fallout-from-the-us-supreme-court-s-recent-ruling-in-favor-of-bondholders#voQK7Gt0q60IKkp9.99>
  - International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 2013
  - Jeanne, O. and Guscina, A. “Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set”, IMF Working Paper, April 2006
  - Kupelian R. y Rivas M., “Fondos Buitre. El juicio contra la Argentina y la dificultad que representa en la economía mundial”. Revista Derecho Público, Año III, N. 7. Ediciones Infojus, p. 225, Marzo 2014
  - Panizza Ugo, “Domestic and External Public Debt in Developing Countries”, UNCTAD, N. 188, March 2008
  - Ryan, J “The negative impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulations”, Working Paper, Research Division of EU Integration, January 2012
  - Tichy, G., “Did Rating Agencies Boost the Financial Crisis?”, Intereconomics, May 2011
-

## Anexo 1: Tabla de Deuda Soberana Emergente

Table C1 - Gross External Debt Position

Data are in billions	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
Countries								
1 Argentina	143,5	143,8	142,6	141,9	140,5	139,1	138,4	137,6
2 Armenia	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,9	8,8	8,7
3 Belarus	33,7	33,1	33,0	33,8	34,0	35,2	37,1	39,1
4 Brazil	414,4	417,7	428,4	440,6	466,5	476,6	471,8	482,8
5 Bulgaria	49,8	47,5	49,4	50,6	49,4	50,2	51,5	52,4
6 Chile	99,2	101,2	108,4	117,6	118,8	119,3	124,0	130,7
7 Colombia	76,8	76,4	80,1	78,8	81,7	83,7	90,1	91,9
8 Costa Rica	11,2	11,4	12,3	14,5	14,6	15,9	16,0	..
9 Croatia	62,0	59,4	59,6	59,7	58,0	60,6	61,2	63,4
10 Cyprus	111,2	105,3	108,5	104,9	89,5	80,3	79,0	79,2
11 Ecuador	14,9	15,1	15,5	15,9	17,6	18,1	18,2	18,4
12 Egypt, Arab Rep.	33,4	34,4	34,7	38,8	38,4	43,2	47,0	45,8
13 El Salvador	12,0	12,1	12,4	13,4	13,4	13,6	13,6	13,9
14 Estonia	21,0	20,2	21,1	21,9	20,7	21,6	21,4	22,2
15 Georgia	11,7	12,1	13,4	13,5	13,5	13,4	13,3	13,6
16 Hong Kong, China	1.018,3	1.028,2	991,5	1.030,6	1.034,2	1.067,2	1.109,6	1.166,4
17 Hungary	215,5	206,3	204,6	203,5	197,9	204,2	196,8	195,7
18 Iceland	108,7	105,5	106,7	101,9	101,9	101,1	102,8	106,4
19 India	345,5	349,1	366,0	394,1	404,9	402,8	402,4	426,0
20 Indonesia	228,8	238,9	243,6	252,4	254,3	258,0	260,6	264,1
21 Jordan	18,0	17,7	18,7	18,9	21,1	21,5	22,7	23,9
22 Kazakhstan	129,2	132,5	134,4	136,9	139,6	145,4	147,9	148,8
23 Korea, Rep.	411,7	415,8	419,4	409,4	407,6	407,4	411,0	416,6
24 Kyrgyz Republic	..	..	..	..	..	..	..	..
25 Macedonia, FYR	6,6	6,2	6,6	6,8	7,0	7,3	7,5	7,2
26 Malaysia	93,3	97,3	98,9	98,6	101,2	109,8	119,0	117,1
27 Mexico	309,9	314,9	334,5	351,2	367,6	362,4	373,8	399,7
28 Moldova	5,6	5,5	5,6	6,0	6,0	6,1	6,3	6,6
29 Morocco	30,6	30,1	31,5	34,0	34,4	36,7	37,6	39,8
30 Peru	47,7	49,1	52,1	53,3	56,5	55,9	55,4	55,6
31 Philippines	61,6	61,2	61,7	60,3	59,0	58,0	59,1	58,5
32 Russian Federation	557,5	574,8	598,9	636,4	691,6	707,6	715,9	727,1
33 South Africa	120,7	121,7	136,5	142,3	140,6	130,4	136,6	137,1
34 State of Palestine	..	..	..	..	0,0	1,6	1,7	1,7
35 Thailand	117,2	119,7	123,8	130,7	138,6	141,2	139,8	139,9
36 Tunisia	23,1	23,0	24,2	25,3	23,9	24,4	25,3	26,6
37 Turkey	316,8	321,8	326,8	338,3	351,8	367,4	373,1	388,2
38 Ukraine	126,9	129,0	132,4	135,1	136,3	134,4	137,7	142,5
39 Uruguay	14,6	18,8	19,7	21,1	20,6	21,3	22,2	22,9
Total	5.409,7	5.464,1	5.564,9	5.740,7	5.860,9	5.950,5	6.056,1	6.218,1

Source: Table 1 of the Quarterly External Debt Database.

Fuente: World Bank debtor reporting system

Las cifras están en miles de millones (billion en inglés) de USD corrientes. Comprende solamente la Deuda Bruta Soberana a nivel Nacional emitida en moneda extranjera. Se excluyen expresamente, deudas de entidades estatales, para-estatales, Estados Provinciales o Federales, Municipios, etc.

Fueron excluidos todos los países miembro de la Eurozona, por entender que negocian sus deudas dentro del ámbito del Banco Central Europeo y otras instituciones de dicha región.