

DEUDA EXTERNA ARGENTINA: CREENCIAS Y DECISIONES

Sergio Pernice, UCEMA, 16/07/2014

El Sistema de creencias influencia las decisiones fundamentales

2

- MBA: Estrategia y Diseño Organizacional
 - ▣ Los líderes de organizaciones basan sus decisiones fundamentales en NO en grandes modelos sino en intuiciones que los mismos tienen acerca de “cómo funciona el mundo” relevante para sus negocios.
 - ▣ Componentes generales y específicas en esas intuiciones.
 - ▣ Objetivo: ayudar a la intuición de los líderes brindando una visión del mundo que yo interpreto como “realista”.

El Sistema de creencias influencia las decisiones fundamentales

3

- Ejemplos de cómo la visión del mundo del líder influencia sus decisiones:
 - ▣ Guerra de las Malvinas.
 - Rol de EEUU.
 - ▣ Explicaciones Conspirativas.
 - La decisión honorable frente a explicaciones conspirativas.
 - Pre Copernicano.
 - Atractivo de la explicación conspirativa.

Estructura de la Presentación

4

- Aspectos generales de “cómo funciona el mundo”
- Aspectos específicos del contrato de deuda:
 - ▣ Deuda Doméstica
 - ▣ Deuda Soberana
 - ▣ Deuda Soberana Argentina

Aspectos generales de cómo funciona el mundo

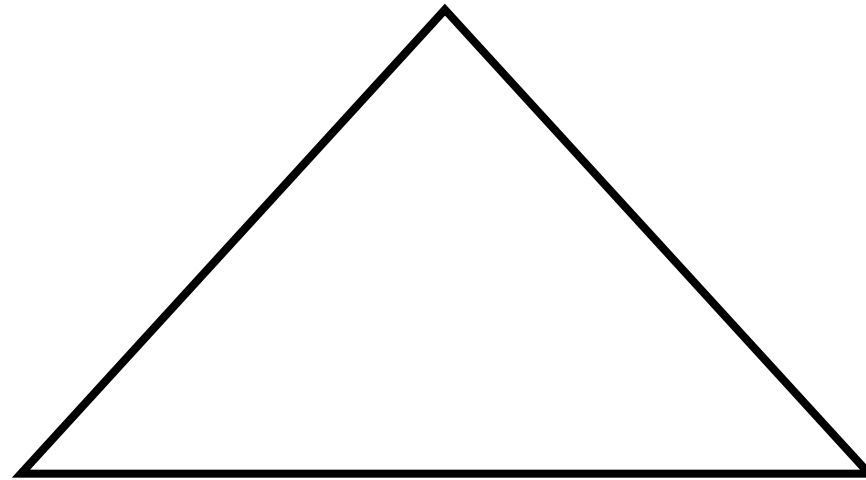
5

- Cooperar:
 - ▣ Real Academia Española:
 - Obrar juntamente con otro u otros para un mismo fin.
 - ▣ Merriam-Webster Dictionary:
 - To associate with another or others for mutual benefit.
- Dada nuestra estructura de toma de decisiones, lo esperable a priori es que haya conflictos de intereses entre las partes.
- Las partes se benefician mutuamente si encuentran maneras de reducir esos conflictos.

Aspectos generales de cómo funciona el mundo: ¿Cómo logramos cooperar?. Contratos

6

Autoridad para tomar decisiones:
¿Qué (quién) se va a hacer?



¿Cómo vamos a saber
que se hizo lo pactado?
Monitoreo

¿Qué va a recibir la gente
por hacer lo pactado?
Compensación

Aspectos generales de cómo funciona el mundo: ¿Cómo logramos cooperar?. Contratos

7

- ¿Qué es un buen contrato?
- El que maximiza el “tamaño de la torta”.
- A ambas partes le conviene “firmar” un buen contrato:
 - si la torta es más grande se puede partir de modo tal que a ambas partes le corresponda más que bajo el contrato alternativo.
- En general un buen contrato no asegura que la otra parte va a cumplir.
 - El costo de asegurar tiende a ser muy grande.

Aspectos generales de cómo funciona el mundo: ¿Cómo logramos cooperar?. Contratos

8

- Costo de los contratos.
 - ▣ ¿Cómo se hacen cumplir?
- Contratos implícitos:
 - ▣ Reputación y confianza (Trust).
- Diferencia entre cooperación en grupos pequeños y grandes.
 - ▣ El significado de la RAE es en la práctica equivalente al otro para grupos pequeños en los que el monitoreo es trivial, pero para grupos grandes o en los que el monitoreo no sea simple el de Webster es más apropiado.

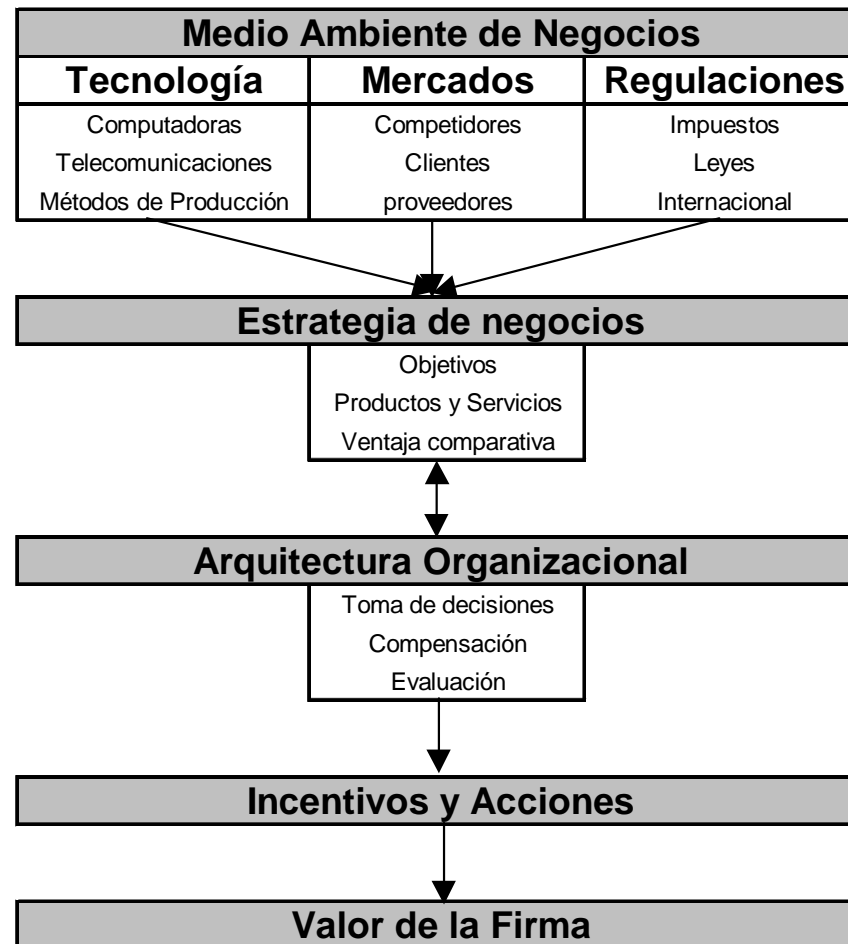
Aspectos generales de cómo funciona el mundo: Cooperación en una Democracia Capitalista con Libre Mercado

9

- Derechos de propiedad.
- El gobierno provee un sistema de leyes e instituciones que definen y hacen cumplir los derechos de propiedad.
- La Justicia independiente como plataforma para facilitar el uso de contratos y reducir el costo de hacer cumplir los mismos. La justicia establece el sistema de compensaciones de última instancia.
- Con derechos de propiedad bien definidos la producción de bienes y servicios es eficiente (fallas de mercado, etc.).
- Notar la importancia de que el estado tenga la posibilidad de imponer costos en quienes no cumplen con sus contratos.
- Contratos firmados voluntariamente entre adultos que no violen una ley tienen jerarquía de ley para las partes involucradas.

Aspectos generales de cómo funciona el mundo: medio ambiente de “negocios” y noción Darwiniana de eficiencia.

10



Aspectos generales de cómo funciona el mundo: medio ambiente de “negocios” y noción Darwiniana de eficiencia.

11

- Proceso Darwiniano entre formas de cooperar.
- Oportunidades de renta extraordinaria y arbitraje dado un medio ambiente de negocios.
- EEUU se concibe a sí mismo como una Democracia Capitalista con Libre Mercado y su sistema legal es coherente con esta concepción.
- Hay otras formas de organizar sociedades (China, etc.).
- El tiempo dirá cual el la más eficiente.

Aspectos específicos de la forma de cooperar llamada “Deuda”

12

- ¿La deuda es una forma de cooperación?
- Diferencia entre una deuda con un banco y emitir un bono en los mercados.
- Cuanto más líquido el mercado secundario menor la tasa implícita (para deudas grandes).
 - El poder sacarse eventualmente el riesgo de encima tiene valor, que se refleja en una menor tasa.
- La menor tasa del bono está reflejando la mejor distribución de riesgos.

Aspectos específicos: problema fundamental que la legislación de deudas trata de resolver

13

- Recordemos que lo fundamental para cooperar es asegurar los derechos de propiedad.
- A nivel corporativo, los tribunales nacionales aseguran los derechos de los acreedores, dándoles a estos derechos de apoderarse del colateral, de hacer quebrar, o en general de sancionar a la compañía que defaultee.

Aspectos específicos: problema fundamental que la legislación de deudas trata de resolver

14

- Con un solo acreedor esto es en general eficiente.
- Con muchos acreedores (mercado secundario) esto puede generar un equilibrio de Nash ineficiente:
 - Asumiendo que los demás acreedores llegan a un acuerdo con el deudor, a cada acreedor individual le conviene no acordar. Cada acreedor quiere ser un “free rider”.

Aspectos específicos: problema fundamental que la legislación de deudas trata de resolver

15

- Este “free rider problem”, fuente estándar de conflictos de interés, en el contexto de deudas se conoce como “holdout problem”.
- Recordemos que un buen contrato es aquel que “maximiza el tamaño de la torta”, y esto no siempre coincide con forzar al otro a cumplir.
- En general la empresa en funcionamiento vale más que la suma de las partes, que es lo que se obtendría en una quiebra.
- Los acreedores tienen un interés colectivo en evitar el problema del free rider.

Aspectos específicos: problema fundamental que la legislación de deudas trata de resolver

16

- Legislación de quiebras que impone una reorganización bajo supervisión judicial de la empresa intenta maximizar el valor de la empresa evitando el problema del free-rider.
- Esto es posible porque el estado tiene el poder de decidir sobre los derechos de propiedad.

Aspectos Específicos: Deuda Soberana*

17

- Inmunidad Soberana:
 - ▣ Estados soberanos no pueden ser demandados en tribunales extranjeros sin su consentimiento.
- Se deriva de la igualdad de las naciones soberanas ante la ley internacional
 - ▣ Personas jurídicas de igual jerarquía no pueden resolver sus conflictos en los tribunales de uno de ellos.
- Además en la práctica es muy difícil obligar a un país a pagar ya que la mayoría de sus activos están en el país.

* Una fuente importante de esta parte es el libro: "Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises", Federico Sturzenegger, Jeromin Zettelmeyer, MIT Press, 2006.

Aspectos Específicos: Deuda Soberana

18

- Los mecanismos que hacen eficiente el contrato de deuda doméstica no existían en el plano de deudas soberanas.
 - ▣ No hay manera práctica de hacer cumplir los contratos.
- Esto es ineficiente tanto para acreedores como para deudores:
 - ▣ Menos transacciones.
 - ▣ Intereses más altos.

Aspectos Específicos: Deuda Soberana

19

- Pero el “medio ambiente de negocios” no es estático.
 - ▣ Desde los 1980s, con el surgimiento de mercados secundarios de deuda soberana la inmunidad soberana fue perdiendo paulatinamente su valor.
 - ▣ Varias naciones deudoras, viendo las ventajas de emitir deuda en otras jurisdicciones, voluntariamente renunciaron a su inmunidad soberana.
 - ▣ Sin embargo en la práctica, dado un default, seguía siendo difícil recuperar extraer algún colateral de un país que no quisiera darlo.
 - ▣ Un mercado que no esta en equilibrio genera incentivos a la aparición de arbitadores.

Aspectos Específicos: Deuda Soberana

20

- Muchísimos casos de default. Algunos ejemplos especiales:
 - CIBC Bank and Trust Co. (Dart Family, luego Elliott) (Cayman) Ltd. v. Banco Central do Brazil. (comienzos de los 1990s)
 - Brasil no invoca la inmunidad soberana en su defensa.
 - Sí invoca la “law of Champerty” (prohíbe litigar sobre un activo comprado específicamente para litigar) pero es rechazada.
 - Lógica: si emitís bonos que sabes que van a cotizar en el mercado secundario porque eso trae ventajas en términos de menor tasa, después no podés quejarte por la existencia del mercado secundario. Además: cómo probas que la compraron para litigar?

Aspectos Específicos: Deuda Soberana

21

- Muchísimos casos de default. Algunos ejemplos especiales:
 - Elliott Associates v. Banco de la Nación (Perú) (1999).
 - E.A. adquiere bonos defaulteados a un gran descuento en el mercado secundario que estaban garantizados por el gobierno de Perú antes de la reestructuración Brady.
 - Eventualmente la corte de NY prohíbe el pago de intereses a los bonos Brady a menos que Perú pague los bonos a E.A.

Aspectos Específicos: Deuda Soberana

22

- El caso Elliott Associates v. Banco de la Nación (Perú), aunque pequeño en magnitud, generó un gran revuelo porque por primera vez la corte le había dado a los hold outs una manera potente de hacer valer sus derechos.

Aspectos Específicos: Deuda Soberana

23

- Los bonos tienen cláusulas, las relevantes para nosotros son los “covenants” o promesas que el deudor le hace al acreedor.
- Covenant relevante: pari passu
 - ▣ Prohíbe al deudor subordinar a un acreedor, es decir, reducir sus derechos a recibir pagos relativo a otros acreedores.
- ¿Cómo se interpreta el pari passu?
 - ▣ ¿Igual pago a cada uno?
 - ▣ ¿Si pagás un porcentaje de un bono pagás el mismo porcentaje de otro bono?

Aspectos Específicos: Deuda Soberana

24

- En el caso Elliott Associates vs. Banco de la Nación (Perú), la Corte de NY lo interpretó de la segunda manera.
- ¿Es la manera “más justa” de interpreta el pari passu?
 - No sé, pero interpretado de esa manera la corte de NY estaba generando el equivalente del derecho de propiedad para acreedores de bonos soberanos.
 - Este, recuerden, es uno de los ingredientes del contrato de deuda doméstica.
- Igual en la práctica los deudores tenían manera de evitar aún esta interpretación del pari passu.

Aspectos Específicos: Deuda Soberana Argentina

25

- El juez Griesa demora el juicio casi 10 años dando tiempo a Argentina a hacer sus canjes.
- Cuando va a dictaminar le pide a la Argentina una oferta de pago. (2012).
- Argentina dice que no va pagar nada y no va a cumplir el fallo.
- Griesa dictamina la misma interpretación del pari passu que en el caso peruano.
- Argentina apela primero y después a 2da instancia. Pierde en ambas.
- Argentina apela a la corte con dos argumentos: que la interpretación del pari passu estaba mal y que esto tenía consecuencias sistémicas.
- El papa le pide ayuda a Obama.
- Viaje de diputados a Washington.
- La corte no toma el caso.

Aspectos Específicos: Deuda Soberana Argentina

26

- Complicación: los bonos reestructurados tienen la cláusula RUFO!
- ¿Qué significa una oferta voluntaria?
 - ▣ Si te fuerza un juez no es voluntario.
 - ▣ Voluntario “ab-initio”.

Aspectos Específicos: Deuda Soberana Argentina

27

1. ¿Es la interpretación del pari passu un primer paso de la justicia de NY para que los contratos de deuda soberana evolucionen de modo de imitar lo más posible la deuda doméstica y crear un mercado más eficiente?
2. ¿Cómo evitar el “hold-out” o “free rider problem”?
¿Cláusulas de super-mayoría?
3. No es obvio qué es lo que más le conviene a la Argentina.
 - ▣ La interpretación que hagan de la cláusula RUFO depende mucho de la respuesta a la pregunta 1 porque esa pregunta refleja el medio ambiente (legal) en el que nos estamos moviendo (recuerden la eficiencia Darwiniana relativa al medio ambiente).