



UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
Escuela de Economía Empresarial
MASTER EN FINANZAS

RELACIONES ENTRE DEFAULT SOBERANO Y
DEFAULT CORPORATIVO.

FERNANDO WALTER LOLO

TESIS DE GRADUACION
TUTOR: GUSTAVO JAKONIUK
JUNIO DE 2003

Índice.

	<i>Página</i>
Agradecimientos	2
1. Hipótesis e Introducción.	3
2. Países emergentes y crisis.	4
2.A Emergentes y crisis en deuda corporativa.	4
2.B Efecto contagio en algunos países de América Latina– 2002.	5
2.C Benchmark de indicadores de deuda entre algunos países de América Latina.	5
3. Relaciones e implicancias entre default corporativo y soberano.	7
3.A Aplicación del modelo Z"-Score (revised model) en Argentina.	16
3.B Argentina y default corporativo.	18
3.C Evolución de deuda corporativa en América Latina.	21
3.D Instrumentos financieros más utilizados en América Latina.	23
3.E Mercado de deuda High Yield en Estados Unidos: Características.	26
3.E.1 High Yield Covenants.	29
3.F Aplicación de modelo de riesgo/rentabilidad y estructura de capital al caso de Argentina.	30
Conclusión de Tesis.	32
Tablas y Anexos	35
Bibliografía.	74
Referencias.	78

Agradecimientos

Quisiera expresar mi profundo agradecimiento a muchas personas, tanto en Argentina como en Washington DC, que estuvieron a mi lado durante todo el desarrollo de mi tesis, como así también durante el curso del Master en Finanzas en 2001 a la fecha.

Muy en especial, mi más profundo Amor y Agradecimiento a mi Hijo Benjamín, mi Padre, mi Madre, Hermano, Abuela, Sobrinos, María Laura, Guillermina, Titi & Flia, Cecilia, Sebastián, Jackie, Magdalena & Flia, y toda mi Familia. Mi especial agradecimiento a mi Madre y a mi abuela María, quienes me han enseñado el noble concepto de ser constante en mis proyectos, como también la perseverancia de cumplir mis metas.

A su vez, mi gran agradecimiento a la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT), a sus directivos, a sus profesores y a todo el Equipo de la UTDT tanto pasados, presentes y futuros; mis más sinceros agradecimientos por abrirme las puertas a una de las más destacadas Casas de Estudios. Una Universidad en Mayúsculas. Durante y después de este proceso, me di cuenta que no había pasado por la UTDT, sino que la UTDT había pasado por mí. Mi profundo agradecimiento a Gustavo Jakoniuk, quien me ha guiado en el desarrollo de este trabajo con sus inteligentes y profundas observaciones y sugerencias. Siempre me ha brindado sus invalorable conocimientos académicos y compartido su exitosa experiencia profesional. Quiero agradecer también a Graciela Guzmán, Felicitas Gutiérrez y a Alex por todo el apoyo y organización que me dieron y que siempre brindan a estudiantes y graduados de la UTDT. A todas las Autoridades, Staff, Alumnos, y Alumni de la UTDT y en especial de la Maestría en Finanzas, tanto pasados, presentes, y futuros, mi más sincero agradecimiento.

Mi especial agradecimiento a mis colegas y amigos: Rodo, Bob, Analía - Carlos & Flias, mis Coaches & Amigos, Sy, Gina, Keith, Eugene, Laura, Loic, Sebastian, Thelma (CFO) & el Team, Ben & Raquel, Kundhavi, Heidi, Valerie, Oltac, Anil, Zeyad, Esteban, Raj, Alessandro, Carlitos (way), Lucio, Dani, Johnny, Valerie, Oltac & InfoDev, Marck & Suframa, Eugenio & Sarita Marta, Mohsen, Rajesh, Alexandrie, infoDev, FPD TF teams (y todos los fundraising que (pudimos) lograr o surfear), Heath, Petr, Praveen, Karene, Joelle, Georges, Gloria, Michael, Shirley, Paul-Andy & Flias, Masoga, Mariam, Timothy, Sidney, a los diferentes Equipos del Banco Mundial y del BID, al DA's Legal-Tax Teams, Don, Lucky, Brad & SGPT Team, a Ignacio (y el equipo de PWC), Aquiles, Antonio Blanco, Pablo (y el equipo de SMS), Rubén, Roberto, Mario, Nacho, Constanza & Flia, Sebastián, Enrique, Raúl, Paula, Carlos, Leo, Marce, Alicia, Fabián, Beatriz, Damián, Adrián, Belén, Sergio, Diego, Lorena, Tomasa, a todo Dequi & Nora C., Daniel(es), Fabian, a los equipos del ITBA, IAE, UNL, UBA, los Garces(es), Román, Gustavo & Flia, Fer, Yagui, Anibal, Ricky, Cintia, Claudia & Flia, Carlitos, Usama, Naldi & Hijos, Claudia & Hijos, Facu, Pablo, María Teresa y Alejandro & Equipo, Rama, TD, Euge, Jorge & Nicanor, Padres, Abuelo & Tio & sus Flias, los Amigos Tucumanos, al Gob. De Santa Fe, Bs.As., al Equipo del Mundial 2014, al Equipo del IAE, Silvia, Juan Martín & Equipo, Leo, Luis, Juan Pablo, James, Steve, y a todos los Emprendedores, al Equipo del G-20/FSB y del MECON/Finanzas, a mis Socios, a Cath & Flia. Y especialmente a mis dos Países, EEUU y Argentina, por todo lo vivido y aprendizajes obtenidos.

A todos, muchísimas gracias.

Fernando Walter Lolo

1. Hipótesis e introducción.

La hipótesis de trabajo planteada en esta investigación es que el *default* del sector corporativo tiene una fuerte correlación con el *default* soberano; siendo la causa directa el *credit crunch* que se produce en el mercado, y consecuentemente en la reestructuración de pasivos. Para comprobar esta hipótesis se realizó un estudio empírico especialmente del caso de Argentina (2001-2002), como así también se analizaron las crisis de México y Brasil.

Esta investigación fue planteada empezando con la descripción de aspectos en común de las crisis en países emergentes, efecto contagio de la crisis Argentina, *benchmark* de indicadores de deuda y descripción de la reestructuración de deuda soberana (ver también Anexos) en algunos países de América Latina. Luego se analizan las relaciones e implicancias entre *default* corporativo y soberano, exponiendo aspectos salientes en la reestructuración de pasivos y quiebra. Además, se aplicó el modelo *Z''-Score (revised model)* de Altman al caso de Argentina. Se describe la evolución de deuda corporativa en América Latina, como también en los instrumentos financieros más utilizados. Adicionalmente, se describe el mercado de deuda *high yield* de *EEUU* y sus relaciones con las emisiones corporativas en América Latina, y los *covenants* más utilizados en el mercado *high yield*.

La metodología empleada fue la utilización de herramientas estadísticas para correlacionar las variables que se describen a continuación (ver descripción detallada en el capítulo 3. *Relaciones e implicancias entre default corporativo y soberano*):

- Series de *EMBI Plus*, *Embi Plus Latin Aggregate*, *Embi Plus* de Argentina, Brasil y México, *Latin Eurobond Spreads (LEI)*, *LEI* para los países mencionados y el índice *LEI* de soberanos (*LEI Sovereign*) como de los *spreads* corporativos (*LEI Corporate*) para estos países. La muestra de los períodos analizados contemplan las crisis sufridas en estos países.
- Para el caso de Argentina, se relacionaron las cifras anuales desde 1992 a 2002 de las siguientes variables: *percentage of GDP growth*, *percentage of bankruptcy to number of firms*, *Latin Eurobond Spreads (LEI)* Argentina, tasas de interés a empresas de primera línea (préstamos en *US\$* a 30 días), *EMBI* y *EMBI Plus Argentina*. También se analizó la relación de las mismas variables mencionadas anteriormente, pero reemplazando el *percentage of bankruptcy to number of firms* por las cantidades anuales de concursos preventivos y quiebras procesados en los juzgados de Argentina durante el período 1992 a 2002.

Para analizar la predicción de quiebra en empresas no financieras en Argentina, se utilizó el modelo *Z''-Score (revised model)* de Altman, para una muestra de 57 empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Los estados financieros tomados en consideración fueron los pertenecientes a cierres trimestrales de 2002.

Asimismo, se calculó la curva de rendimientos para una muestra de emisiones de bonos corporativos al 17 de octubre de 2002. (Emisiones de entidades cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires).

Finalmente se describe la aplicación de un modelo conocido en la literatura de riesgo/rentabilidad y estructura de capital aplicado al caso de Argentina (2002).

2. Países emergentes y crisis.

La región de América Latina esta viviendo una etapa con una baja tasa de crecimiento, acusando crisis tales como la de Argentina, Brasil, Ecuador y Venezuela, enmarcadas en una recesión global. Todo esto contrastando con la década del 90, donde las reformas estructurales implementadas hicieron alcanzar un crecimiento del *GDP* entre el 1% al 3% en los países integrantes de la Región.

De las crisis más recientes, se pueden mencionar: la crisis Mexicana con la devaluación del Peso, donde hubo una ayuda bilateral muy grande por parte de los *EEUU* ya que los flujos de capitales huyeron del país pero después de la asistencia financiera vuelven. La crisis asiática (1997), donde hubo un crecimiento en la base monetaria, que sumado al ataque especulativo a la moneda de Tailandia, causó su devaluación, creando un efecto “dominó” sobre Indonesia, Malasia y Corea. En 1998 se produjo una moratoria en la deuda de Rusia, que sumado a la crisis en Brasil (1999) y Ecuador, anticipo el escenario de una recesión en los países emergentes.

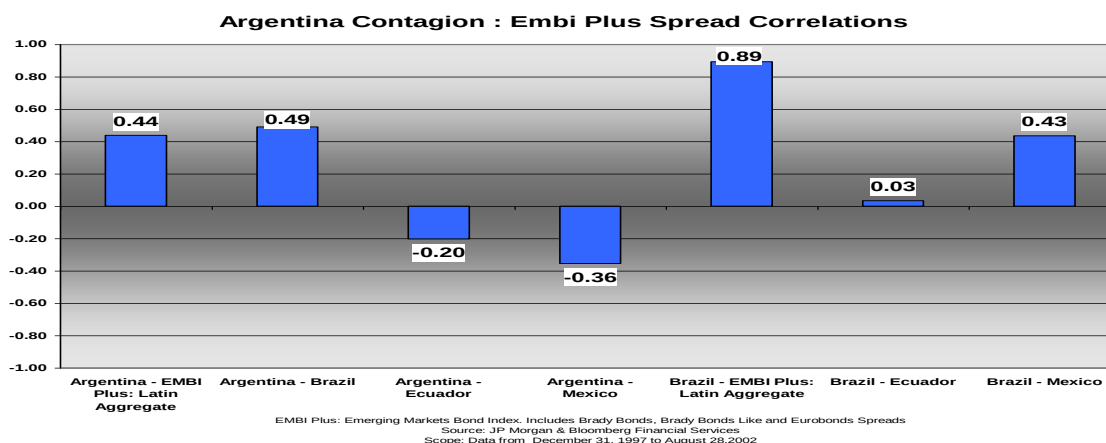
2.A Emergentes y crisis en deuda corporativa.

La estructura de financiamiento en los Mercados Emergentes presenta cierto riesgo, el cual, en general, está concentrado en el sector bancario. Durante los 90 los programas de reestructuración de deuda que se llevaron a cabo en América del Sur trataron de evitar el traslado de pérdidas al sistema financiero. Cuando hay problemas en los bancos y se produce un *credit crunch*, el sector corporativo no financiero tiene altas probabilidades de colapsar. También puede asociarse a esto que baje la calidad de los préstamos al sector corporativo no financiero, que también confluye a engrosar el riesgo al sector bancario. Se pueden observar cuatro variables de vulnerabilidadⁱⁱ en el sector corporativo:

1. Descalce en *maturity*. En muchos casos, la financiación de adquisiciones de activos fijos está relacionada con deuda a corto plazo. Cuando estas fuentes de financiamiento se cortan, las empresas tienen serias dificultades para honrar sus deudas.
2. Si las fuentes de financiamiento a corto plazo se mantienen, pero hay grandes incrementos en las tasas de interés y riesgo país, más una presión a la devaluación de la moneda, los efectos son devastadores.
3. Desfasaje de monedas. Cuando se produce la devaluación de la moneda local y las empresas se fondean en moneda extranjera, el efecto neto de este proceso produce serios problemas en las empresas, que cuando no pueden cubrir sus ingresos con exportaciones o con ajustes de precios, la situación las deja en muchos casos en desfasaje.
4. Vulnerabilidad en términos de comercio, poca diversificación e inestabilidad política.

2.B Efecto Contagio en algunos países de América Latina– 2002.

Para analizar el efecto contagio de la actual crisis Argentina en los mercados financieros, con respecto a ciertos países de América Latina, se tomó una muestra, con series diariasⁱⁱⁱ del EMBI Plus (Emerging Market Bond Index) elaborado por JP Morgan y se encontró que existe un fuerte efecto contagio entre Argentina y Brasil (Correlación 0.49) así como entre Argentina y el EMBI Plus – Latin Aggregate (Correlación 0.44). Con respecto a Argentina – Ecuador el índice de correlación es negativo (-0.20) así como Argentina – México (-0.36) mostrando signos de esterilización frente a la crisis Argentina. En relación con Brasil y EMBI Plus – Latin Aggregate el efecto contagio es notorio a la región de América Latina (correlación de 0.89), así como el efecto entre Brasil y México (0.43), manteniéndose Ecuador sin posible incidencia al efecto de una crisis en Brasil, de acuerdo a este análisis. El cuadro abajo expuesto resume lo mencionado anteriormente:



2.C Benchmark de indicadores de deuda entre algunos países de América Latina (Tabla 5 - Anexos).

En relación a solvencia, haciendo una comparación del *Debt to Export Ratio* (EDT / XGS %) y otros comparando el año 2000 con 1980, de la muestra seleccionada en las tablas abajo expuestas, Argentina y Brasil muestran un deterioro del ratio (381.2% contra 242.4% para el año 1980 en Argentina y 343.9% contra 306.6% para el año 1980 en Brasil). Con respecto a Ecuador y México se observa una real mejora (reducción en Ecuador de 201.6% a 183.5% y reducción de 232.4% a 77.9% en México). Esto muestra una clara integración por parte de estos últimos a la economía global. Con relación a Argentina y Brasil, se observa un claro apegamiento a los mercados regionales.

En cuanto al ratio de *Total Interest Payments to Exports* (INT / XGS %) entre 1980 y 2000, Argentina muestra un claro deterioro, con una importante mejora en Brasil y una buena performance en Ecuador y México.

Liquidity Indicators 1980-2000:

International Reserves to Total External Debt (RES / EDT %)

Short term Debt to Total External Debt (Short-term / EDT %), y otros.

Argentina muestra señales de debilidad en cuanto a la relación de estos ratios, que sumado a la posición de reservas internacionales de 2002 (US\$9.- billones aproximadamente), no incluida en la muestra, la hace más vulnerable a reclamos de acreedores externos, como esta pasando en este último año. Brasil muestra una mejora comparativa en relación a 1980. Ecuador, si bien muestra una reducción de la proporción de deuda a corto plazo, el ratio de reservas internacional se mantiene constante. México es una excepción en la muestra, mostrando indicadores de liquidez más sólidos.

Indicadores Macro 1980-2000

En cuanto a déficit fiscal, Argentina y Brasil tienen importantes avances a realizar. Ecuador ha realizado un gran progreso y México sobresale con una reducción del 10% en 1980 al 1% aproximado en 2000. Lo mismo puede decirse en relación al déficit en cuenta corriente.

En resumen, la crisis en deuda corporativa presenta las siguientes variables de vulnerabilidad: descalce en *maturity*, fuentes de financiamiento a corto plazo y altas tasas de interés, desfasaje de monedas ante una devaluación y escenarios de inestabilidad en términos de comercio y política. En cuanto al efecto contagio en los países emergentes, es muy fuerte la correlación entre Argentina y Brasil. El efecto contagio de una posible crisis en Brasil es notorio en la región de América Latina. Como conclusión del análisis de indicadores de deuda, México muestra una gran habilidad para manejar *shocks* de deuda externa, seguido por Ecuador. Brasil, y mucho más Argentina, están menos preparados para enfrentar *shocks* que en 1980.

En el *Anexo 1*, se exponen algunos de los sucesos macroeconómicos acontecidos en Argentina. También presentan gráficos que muestran algunos aspectos sobre el perfil de deuda de Argentina, desembolsos y pagos entre el año 1970 y 2000.

En el *Anexo 2*, se presenta un resumen de aspectos macroeconómicos de Brasil. También se resume la evolución de la historia de los acontecimientos macroeconómicos en Ecuador, incluyendo un gráfico ilustrando su crisis, reflejado en el EMBI.

En el *Anexo 3*, se describe la historia de reestructuraciones de deuda de Argentina, Brasil, Ecuador y México. En el *Anexo 9*, se describe la relación del *investment climate* y su relación con el sector privado de algunos países en Mercados Emergentes, considerando algunos aspectos de la inversión extranjera directa en países de América Latina.

3. Relaciones e implicancias entre default corporativo y soberano.

Teniendo en cuenta lo analizado anteriormente, se realizó un ejercicio para comprobar la hipótesis de la fuerte correlación entre el *default* soberano y el *default* corporativo. Para esto se dividió el análisis en dos tipos de estudios:

1. Se tomaron series de *EMBI Plus*, *Embi Plus Latin Aggregate*, *Embi Plus* de Argentina, Brasil y México, *Latin Eurobond Spreads* (LEI), LEI para los países mencionados; y el índice LEI de soberanos (*LEI Sovereign*) como de los *spreads* corporativos (*LEI Corporate*) para estos países. La muestra de los períodos analizados contemplan las crisis sufridas en estos países (Argentina - *Tabla 1*: se tomaron series desde el 31 de diciembre de 1997 al 28 de agosto de 2002; Brasil - *Tabla 2*: en este caso se analizaron las series desde el 31 de diciembre de 2001 al 28 de octubre de 2002, abarcando el período preelectoral y elecciones presidenciales, donde fue muy acentuada la incertidumbre del mercado ante un posible cambio de régimen económico en este país; México - *Tabla 3*: en este caso se analizaron dos períodos: uno desde el 31 de diciembre de 1993 al 28 de octubre de 2002, abarcando la crisis de diciembre de 1995 ("*Tequila Crisis*") y el otro período desde el 31 de diciembre de 1997 al 28 de agosto de 2002, para abarcar las distintas crisis en Brasil y Argentina y su repercusión en México.
2. Para el caso de Argentina, se relacionaron las cifras anuales al 31 de diciembre desde 1992 a 2002 de las siguientes variables: *percentage of GDP growth*, *percentage of bankruptcy to number of firms*, *Latin Eurobond Spreads* (LEI) Argentina, tasas de interés a empresas de primera línea (préstamos en US\$ a 30 días), *EMBI* y *EMBI Plus Argentina* (*Tabla 4-a*). También se analizó la relación de las mismas variables mencionadas anteriormente, pero reemplazando el *percentage of bankruptcy to number of firms* por las cantidades anuales de concursos preventivos y quiebras procesados en los juzgados de Argentina durante el período 1992 a 2002 (*Tabla 4-b*).

Teniendo en cuenta el primer análisis y los *sovereign spreads* alcanzados por estos países en el período analizado (donde muchos pasaron los 1000 b.p.), llegamos a las siguientes conclusiones:

- a. Argentina - *Tabla 1*: se encontró una fuerte correlación entre *LEI Corporate Argentina* y los siguientes índices: con el *EMBI Plus: Latin Aggregate* (0,43); con *EMBI Plus: Argentina* (0,96); con *LEI* (0,58); con *LEI Argentina Sovereign* (0,97); y con *LEI Argentina* (0,98). La correlación entre *LEI Argentina* y *EMBI Plus: Latin Aggregate* resultó en 0,44. En este sentido hay que tener en cuenta que el *EMBI Plus Argentina* sobrepasó los 5000 b.p. en el año 2001 y 2002.
- b. Brasil - *Tabla 2*: se encontró también una fuerte correlación entre *LEI Corporate Brasil* y los siguientes índices: con el *EMBI Plus: Latin Aggregate* (0,97); con *EMBI Plus: Brasil* (0,98); con *LEI* (0,95); con *LEI Brasil Sovereign*

(0,97); y con *LEI Brasil* (0,98). La correlación entre *LEI Brasil* y *EMBI Plus: Latin Aggregate* resultó en 0,99.

c. México - *Tabla 3*:

1er análisis (período: 31 de diciembre de 1993 al 28 de octubre de 200): la correlación entre *LEI Corporate México* y *LEI* resultó en 0,91; con relación a *LEI Corporate México* y *LEI México* alcanza a 0,81; y 0,72 entre *LEI México Corporate* y *LEI México Sovereign*.

2do análisis (período: 31 de diciembre de 1997 al 28 de agosto de 2002): en este ejercicio, la correlación entre *LEI Corporate México* y los siguientes índices resultaron: con el *EMBI Plus: Latin Aggregate* (0,85); con *EMBI Plus: México* (0,34); con *LEI* (0,88); con *LEI México Sovereign* (0,49); y con *LEI México* (0,63). La correlación entre *LEI México* y *EMBI Plus: Latin Aggregate* resultó en 0,62.

De este primer análisis se concluye que las emisiones corporativas se ven contagiadas en una buena medida por el riesgo soberano, mostrando en la mayoría de los casos una fuerte correlación entre los índices soberanos y los corporativos. En estos casos y períodos analizados, los países sobrepasaron los 1000 bp, llegando Argentina a pasar los 5000 bp. Cuando un país incurre en *default*, este efecto contagio hacia los corporativos se ve reflejado en buena medida en términos de elevadas tasas de interés e imposibilidad de acceso al crédito tanto local como extranjero, haciendo que las emisiones de bonos corporativos sean escasas, y si las hubiere, con rendimientos elevados para hacer posible la colocación. En estos períodos de *default* soberano, estas colocaciones generalmente corresponden a refinanciaciones o reestructuraciones de deuda corporativa.

Con respecto al segundo análisis en Argentina, (*Tabla 4-a y 4-b*), se comprobó que a medida que los *spreads* de los índices *EMBI*, *EMBI Plus Argentina* y *LEI Argentina* aumentan, impactan negativamente en las tasas de interés, que inevitablemente afectan el crédito reflejándose negativamente en el sector corporativo, y a su vez, en el crecimiento del *GDP*. Las empresas, ante este escenario y muchas veces ante elevados cargos financieros, se ven obligadas a reestructurar su deuda, o en muchos casos, llegan a la quiebra. Los resultados del análisis muestran una fuerte correlación entre estas variables. La correlación entre *Percentage of Bankruptcy to Number of Firms* con: a) las tasas de interés a empresas de primera línea es de 0,72; b) *LEI: Argentina* es 0,75; c) con *EMBI Plus Argentina* es 0,61; y con el *GDP Growth* es -0,76, reflejando que a mayor caída del *GDP* aumenta el número de quiebras. La correlación entre el *GDP Growth* con: d) *LEI Argentina* es de -0,76; e) las tasas de interés de empresas de primera línea es de -0,69; f) *EMBI Plus Argentina* es de -0,76. A su vez, la correlación entre las tasas de interés de empresas de primera línea y: g) *LEI Argentina* es de 0,94; h) el *EMBI Plus Argentina* 0,87.

En cuanto al coeficiente de correlación de la cantidad de concursos preventivos y quiebras, procesados en los juzgados durante el período 1992 a 2002 (*Tabla 4-b*), con: a) el *GDP Growth* es de -0,44; b) *LEI Argentina* es de 0,16; c) las tasas de interés a

empresas de primera línea es de 0.33; d) *EMBI* es de 0.11; e) *EMBI Plus Argentina* es de 0.10.

Como puede apreciarse, las variables expuestas están fuertemente correlacionadas, demostrando la gran relación entre el *default* soberano y el *default* corporativo. Este hecho, en muchas ocasiones, comienza con el primero, desencadenando la falta de acceso a financiamiento, previo escenario de elevado riesgo soberano, fuga de capitales, elevadas tasas de interés, *credit crunch* y colapso de los fondos prestables. Esto genera una difícil situación financiera en la administración de las compañías que inevitablemente caen en *default*, como ocurrió en Argentina durante 2001 y 2002, no teniendo otra alternativa que reestructurar sus pasivos, esperando medidas económicas que reestablezcan el crédito, y así financiar sus operaciones. En estas situaciones las garantías de crédito podrían ser útiles para reactivar la actividad crediticia.

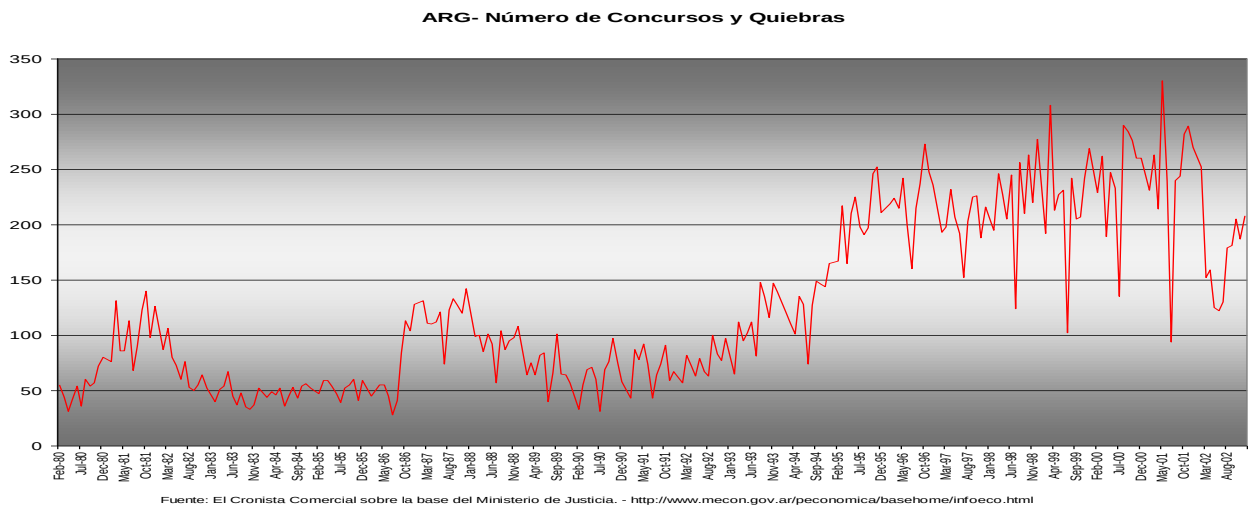
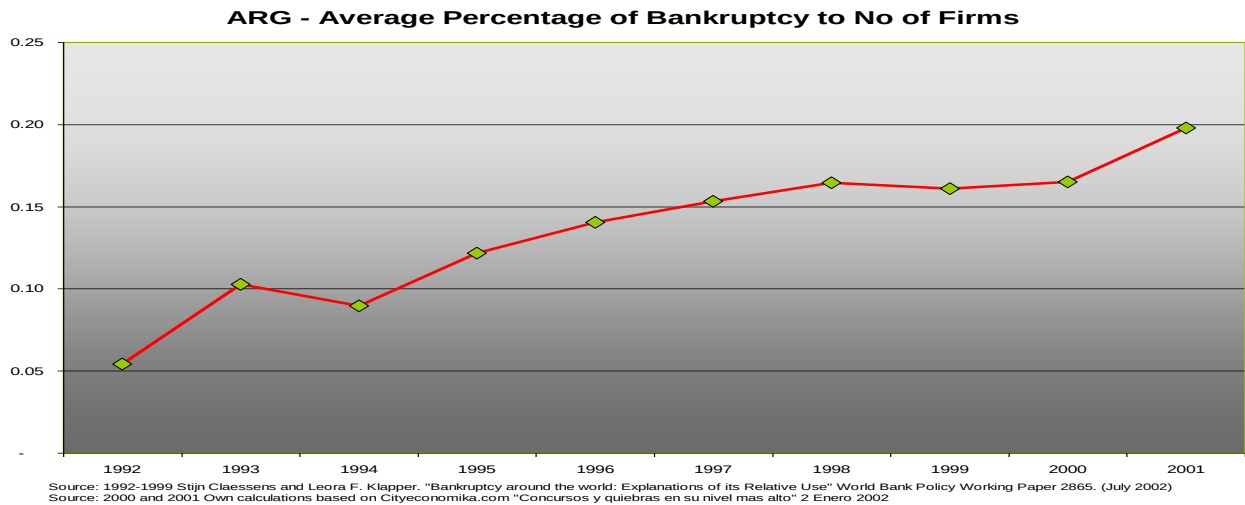
En relación a los países de la muestra, en todos los casos este ejercicio refleja una fuerte correlación entre las variables analizadas. Una diferencia importante, es que sólo Argentina incurrió en cesación de pagos en 2001, pero no lo hizo Brasil en 1999 ni México en 1995. Las políticas económicas seguidas por estos países difieren entre sí, incluyendo la política seguida por sus Bancos Centrales, como así también la política de tipo de cambio utilizado en éstos después de las crisis. Un punto muy discutido es el hecho de que Argentina haya mantenido durante un prolongado período de tiempo un tipo de cambio fijo, mientras otros países optaron por la flotación de su moneda. Un punto en común, es que cuando se produjeron estas crisis, el *EMBI*+ de cada país era elevado e impactó fuertemente en el mercado de tasas de interés, en muchos casos (sólo en Argentina y Brasil) se impusieron controles de capitales (ver también más adelante la descripción de la incidencia de controles de capitales en los países de la muestra seleccionada). En este sentido, los Bancos Centrales en todos los casos tuvieron una fuerte participación, por ejemplo, en Argentina, el Gobierno, haciendo operaciones de mercado abierto e interviniendo en el mercado de divisas, además de las regulaciones que impedían la transferencia de divisas al exterior. También hay que considerar en Argentina que ante el escenario de iliquidez presentado, muchas provincias emitieron sus propios bonos (cuasi-monedas) que servían de circulante y engrosaban la base monetaria. En la crisis de Brasil en 1999 se impusieron controles a la fuga de capitales, las tasas de interés estaban muy altas y el Gobierno intervino realizando operaciones de mercado abierto. En México también las tasas eran muy altas y el crédito era nulo. Con la ayuda bilateral de los *EEUU* se reestructuró el sector financiero a través del FOBAPROA (Fondo Bancario de Protección al Ahorro) dejando el tipo de cambio en flotación.

En relación al rol de los Gobiernos con respecto a la reestructuración de pasivos corporativos durante las crisis se deberían tener en cuenta los siguientes factores:

- Implementar un marco macroeconómico, legal y tributario apropiado, brindando un régimen (ó ley) de solvencia para permitir que las empresas deudoras sigan operando, pero bajo la supervisión de un órgano de contralor independiente.

- Reestructurar el sistema financiero y mantener funcionando el sistema de pagos.
- Dar incentivos temporarios en materia impositiva a las empresas en cesación de pagos, bajo un estricto régimen de control.
- Establecer un esquema de reestructuración de pasivos.
- Desagregar la lista de empresas viables de las no viables.
- Establecer un marco de ingeniería financiera que incluya una reducción de deuda y un esquema de *debt-equity swap*.
- Reforma de las leyes de reestructuración de pasivos y quiebras.
- Reforma del sistema judicial.

En los gráficos expuestos abajo se muestra la evolución ascendente de la relación porcentaje de quiebras y del número de firmas en Argentina, en el período 1992 a 2001, y la evolución de concursos y quiebras desde 1980 hasta diciembre de 2002.



Como puede observarse, el período 2000 y 2001, fue donde los índices alcanzan los picos más elevados, pero la tendencia crece claramente a partir de 1995, pasando de

0.11% aproximadamente a alrededor del 0.20% en 2001 en el primer gráfico, como así también la cantidad de concursos y quiebras en el segundo.

Según datos de Veraz^{iv}, se presentaron 3.670 causas de quiebras en 2002 en Argentina, cifra inferior a años anteriores. De acuerdo a este artículo, la causa es atribuida a la suspensión en la ejecución de sentencias que dispuso la Ley 25.563, modificatoria de la Ley de Concursos y Quiebras, paralizando las mismas y también el ingreso de nuevas causas. También se señala que muchas controversias se resolvieron extrajudicialmente, en acuerdos privados entre acreedores y deudores, enmarcadas en estructuras menos rígidas que en los juzgados.

En un estudio, Claessens y Klapper^v, encontraron que el número de *bankruptcy* es mayor en países que se ajustan al “*Common Law*” y con sistemas financieros “*market oriented*”. Asimismo encontraron que la combinación de mayor protección a acreedores y mayor eficiencia judicial lleva a menores usos de los procesos de quiebra. Según los autores, estas conclusiones sugieren que hay importantes efectos ex – ante en los sistemas de reestructuración de deuda, incluyendo la promoción de “conductas” menos riesgosas y más acuerdos extrajudiciales. También sostienen que la eficiencia en los mecanismos judiciales puede ayudar a que las empresas resuelvan más rápido su situación de *distress* financiero en estos procesos. La presencia en las leyes de la prioridad de los acreedores (primero cobran los *seniors*, luego los *juniors* y el remanente los accionistas) puede frenar las conductas riesgosas y reducir el estado de *distress* financiero. En este sentido, un aspecto importante que resaltan los autores es en el ejercicio del derecho de los acreedores, que depende directamente de la eficiencia del sistema judicial. La ausencia del concepto “*stay on assets*” puede ser de mucha utilidad a acreedores cuando el sistema judicial es débil, conduciendo a éstos a arreglos extrajudiciales. En sistemas más fuertes la ausencia de este concepto puede beneficiarlos preservando “la empresa en marcha” en la reestructuración de pasivos, evitando la quiebra.

En relación a las pequeñas y medianas empresas (PyMES ó *SME-Small Medium Enterprises*), éstas pueden utilizar menos el sistema judicial inclinándose por arreglos extrajudiciales, debido al costo que implica sobrellevar los procedimientos administrativos y a que tienen una menor cantidad de acreedores.

Según señalan Claessens y Klapper, en las *bank oriented economies*, las empresas dependen de las entidades bancarias como única fuente de financiamiento, que puede incluir deuda y *equity*. En las *market oriented economies*, las compañías tienen generalmente múltiples fuentes de financiamiento y parte de sus acciones cotizan públicamente. Esto sugiere que en las segundas, los acreedores se benefician mejor de las leyes de concursos y quiebras para sobrellevar acciones colectivas y conflictos entre estos. En las primeras, como los bancos participan como única fuente de financiamiento, cuando hay problemas de *distress* financiero, el sistema judicial se utilizaría en menor medida inclinándose por alcanzar arreglos extrajudiciales (ya que la entidad bancaria juega un rol de acreedor y accionista). Esto llevaría a mayores

conflictos de intereses y a utilizar la quiebra para resolver el *distress* financiero, como sucedió en la crisis asiática.

Según Mark R. Stone^{vi}, uno de los temas a tener en cuenta en las reestructuraciones de pasivos en gran escala es distinguir las empresas “viables” de las “no viables”. Las primeras estarían representadas por las que su valor como empresa en marcha es mayor a su valor de liquidación. También menciona que el cierre de las “no viables” evitaría la absorción de créditos y pérdidas a los bancos. El rol del gobierno es crucial a la hora de establecer un marco legal, reglamentando la disposición de activos liquidados y estableciendo reglas transparentes en estos procesos. Generalmente las reestructuraciones de pasivos envuelven un *debt to equity swap* y los acreedores minoritarios usualmente generan demoras en el proceso, tratando de forzar a los otros acreedores la compra de su porción en mejores condiciones. En este punto, el autor sugiere reglas y mayor transparencia en los procesos para disminuir la unanimidad de un acreedor en la aprobación del plan de reestructuración, que muchas veces atenta contra el concepto de “empresa en marcha”. Asimismo estipula que las reestructuraciones de deuda corporativa a gran escala toman un promedio de 5 años en completarse y deben integrarse con la reestructuración del sector financiero. Sostiene además, que estos procesos siguen una secuencia: primero el Estado debe proporcionar un marco legal que reglamente una reestructuración exitosa; después de esto, sugiere, que la reestructuración financiera debe empezar por establecer incentivos a las entidades financieras para tomar un lugar en este proceso y así reactivar el crédito; en ese momento, la reestructuración de deuda corporativa puede comenzar, reestructurando las empresas “viables” y liquidando las “no viables”. El autor manifiesta que una vez pasadas estas etapas la intervención del gobierno debe reducirse.

En el caso argentino (2002-2003), Alfonso Prat-Grey^{vii} menciona que uno de los desafíos de la política económica es asistir al sector privado, con problemas de liquidez en empresas viables, minimizado el costo potencial para los contribuyentes, logrando una estructura de incentivos adecuada.

En el caso de Ecuador (1998 - 1999)^{viii}, el país no tenía una estructura legal eficiente para proteger los derechos de los acreedores en el caso de reestructuración de pasivos. Con la crisis económica, el sistema financiero intervenido (12 bancos privados cerraron y el gobierno intervino cuatro instituciones financieras) tenía la calidad del *portafolio* de préstamos deteriorada. Cuando se produce la reestructuración de la deuda corporativa, se realiza un análisis, caso por caso, para establecer las condiciones de reestructuración de acuerdo a la capacidad de repago de cada deudor y la situación de las industrias dónde se desempeñaban. Las empresas que pasaron la reestructuración presentaron las siguientes características: *EBITDA*^{ix} positivo; acuerdos de pago en dinero, bienes raíces u otros activos; reprogramación de pasivos con *maturity* de cero a doce años, con un período de gracia de cero a cuatro a años y reprogramación de intereses de cero a 4 años; mejoras en las garantías, y la tasa de interés aplicable estaba representada en aproximadamente por un 70% por la tasa activa flotante del Banco Central de Ecuador. Por el contrario, las características de las

empresas que no pudieron reestructurar sus pasivos eran: negocios no viables; sin capital de trabajo; con *free cash flow* negativo o inferior al servicio de deuda para garantizar el repago; con falta de claridad y desacuerdos con los acreedores en el monto adeudado. Según Ecofin International, el enfoque fue basado caso por caso enmarcado en una estructura legal débil para resolver la reestructuración.

David Scott^x sostiene que la participación del gobierno en la reestructuración corporativa de pasivos a gran escala es crucial, debiendo proveer un marco legal, regulatorio y asistencia a los bancos para evitar costos excesivos en las crisis. En su trabajo, menciona las opciones básicas de una reestructuración de deuda que son las siguientes:

- Reprogramar el vencimiento del principal e intereses: aplicable para empresas con problemas temporarios, resolviendo problemas de flujo de fondos en el corto plazo. Este método no generaría pérdidas económicas en los bancos.
- Reducir las tasas de interés: aplicable para empresas “viables” que se ven imposibilitadas de cumplir con el servicio de su deuda, reduciendo la misma e incrementando el patrimonio neto. En este caso, los bancos reconocen una pérdida económica.
- Quita de una porción de la deuda (*debt write-downs*): aplicable a empresas que se ven imposibilitadas de cumplir con el servicio de su deuda, reduciendo la misma e incrementando el patrimonio neto. Los bancos reconocen una pérdida económica inmediatamente, sin posibilidad de recupero.
- Aceptar activos en parte de pago: aplicable a empresas “no viables”, reduciendo el servicio de deuda y pudiendo incrementar el patrimonio neto. Expone a los bancos a los riesgos de disponer y / o administrar estos activos.
- Aceptar acciones en parte de pago: aplicable para empresas “viables” con posibilidad de recuperación, reduciendo el servicio de deuda e incrementando el patrimonio neto. Hay cambios en la estructura de propiedad. Los bancos tienen que administrar estos activos y reconocen una pérdida económica potencial inmediatamente cuando esta participación se registra contablemente de acuerdo a las normas contables (en general a un valor reducido). Incrementa la participación de los bancos en las decisiones corporativas como en la recuperación de la empresa.

Muchas veces en la reestructuración de pasivos, la participación de los gobiernos va acompañada de la imposición de controles de capitales, ya sean éstos directos o indirectos, dependiendo su implementación en la política económica seguida y del estado de la crisis en la que se encuentra cada país:

a) controles directos: prohibición de realizar pagos y transferencias al exterior, limitación de procedimientos administrativos, aprobación de transacciones, etc. Éstos, en general, se implementan a través el sector financiero para poder controlar los flujos de capitales.

b) controles indirectos: en general, basados en el mercado; por ejemplo, sistema de tipo de cambio dual o múltiple (dónde hay varias tasas de interés para ciertas transacciones, regulando los flujos especulativos), impuestos directos o indirectos, impactando en la inversión; requisitos de depósitos / reservas a bancos comerciales por parte del Banco Central, etc.

Abajo se describe la utilización o no de controles de capitales por parte del gobierno para la muestra de países seleccionada.

Argentina (2001-2002): Algunos sucesos y medidas (*ver resumen en Anexo 1 y 5*) adoptadas fueron las siguientes:

- Caída abrupta de depósitos;
- Eventos económicos y políticos (cambios en el Ministerio de Economía, Factor de convergencia, Ley de déficit cero, Ley de disponibilidad de depósitos, “corralito”, “*Megaswap*”, cambios en la Presidencia del País, devaluación, reprogramación de depósitos y pesificación asimétrica a diferentes tasas de cambio (descreencia en *FX* de equilibrio de US\$ 1 = AR\$ 1.4), introducción de instrumentos de deuda (CEDROs, BODENs), emisión de quasi-monedas (Patacón, Lecop, Federal, etc.), pérdida del nivel de confianza en el sector bancario, en la moneda y en el gobierno, causas de amparo de retiro de depósitos en su moneda de origen;
- la intervención en la autonomía del Banco central cambiando el nivel de composición de los requerimientos de reservas. Insolvencia *ad-hoc* de los bancos, dado que en sus balances se cambio su composición, los activos del sector privado habían sido reemplazados por títulos de deuda del Estado (\$76 MM del sector público contra \$43 MM del sector privado en junio de 2002). Todo esto acompañado por un incremento en el riesgo país (mayor a los 6000 puntos básicos).

En adición, no había instrumentos de deuda para tener margen de maniobra para implementar una política monetaria y realizar operaciones de mercado abierto. Dando una solución intermedia, el Banco Central trato de reducir la corrida bancaria, asistiendo a varios bancos desarrollando instrumentos de esterilización que compitieran con la huída al mercado en busca de dólares. Estos instrumentos ofrecían tasas de retorno de alrededor del 140% (LEBAC en pesos y dólares). Se necesitaba prevenir el riesgo de una hiper-devaluación y gran depreciación del peso. De este modo, la utilización de reservas para intervenir el mercado de dinero fue atemperando en cierta forma estas variables. La resolución de la crisis bancaria y la reestructuración de pasivos corporativos todavía siguen pendientes al 2002.

En el caso de Argentina se utilizaron los dos tipos de controles de capitales en distintas fechas (*ver detalle en Anexo 5 – Leyes y Regulaciones en Argentina 2002-2003*).

Brasil (1999): Con respecto a este año, se implantaron restricciones a la fuga de capitales, como por ejemplo, la imposición del gobierno a los fondos de inversión locales para incrementar las tenencias de títulos públicos de Brasil (del 60% al 80% aproximadamente), reduciendo así el porcentaje de tenencia en títulos públicos

extranjeros. (Controles directos e indirectos). En octubre de 2002, se implementaron ciertas defensas del Real mediante la regulación de capitales, requisitos de liquidez y suba de tasas (Selic alrededor del 21%), siguiendo el Banco Central una política de metas de inflación (*ver el resumen de aspectos macroeconómicos en Anexo 2*).

México (1995): En este año se produce flotación libre del Peso mexicano frente al US\$. El sector exportador se fortaleció especialmente en los sectores de productos transables. Si bien en ese periodo hubo una gran volatilidad en los mercados financieros tanto local como su impacto en los demás emergentes, la ayuda bilateral por parte de los *EEUU* permitió una salida fuerte y relativamente rápida de la crisis, evitando el *default*. En esta crisis, no se implementaron políticas de control de capitales. Con la ayuda bilateral y el hecho de formar parte del NAFTA (Tratado de Libre Comercio de América del Norte) se pudo resolver la crisis en el país y en especial la crisis bancaria. Así también la gran inversión recibida (tanto en mercados de capitales como en inversión directa) logró mejorar la difícil situación. Después de la crisis, se logró mantener el crecimiento y mantener una balanza comercial negativa, sustentado sobre bases de política económica con mantenimiento del crecimiento del producto bruto hasta la actualidad basada en un déficit fiscal manejable, disciplina fiscal y gran cantidad de reservas internacionales acumuladas.

Un estudio de Standard & Poors^{xi} concluye que el riesgo soberano afecta en menor medida los *ratings* de las emisiones corporativas en ciertas economías dolarizadas. Menciona el caso de Panamá, con una economía totalmente dolarizada, donde a pesar de incurrir el soberano en cesación de pagos, el gobierno no interfirió en el acceso del sector privado a los mercados extranjeros. En Panamá, se pudo observar diferentes *ratings* para el soberano y para corporativos. Esto implicaría, en estas economías, una cierta independencia entre el *default* corporativo y el soberano, salvo cuando se imponen controles de capitales. No obstante de ello, es un tema muy debatible y con opiniones divergentes.

De acuerdo a la muestra seleccionada, la imposición de controles de capitales puede tener varias connotaciones en relación al *default*:

- a. el *default* soberano, de acuerdo a la política e instrumentación económica seguida, induce a que los gobiernos impongan formalmente controles de capitales. El sector corporativo, imposibilitado de honrar sus deudas, cae en cesación de pagos; ó
- b. el sector corporativo induce indirectamente a los gobiernos a imponer controles de capitales, evitando una crisis sistémica. El soberano y el corporativo caen en *default*. A raíz de esto, en el sector corporativo hay variantes de corporaciones que se escudan en estas barreras evitando pagar y reestructurar sus pasivos, y hay corporaciones que pueden y desean honrar sus deudas pero se ven imposibilitados formalmente; ó
- c. una mezcla de las variantes analizadas anteriormente.

Independientemente de las variantes expuestas, todo este proceso tiene connotaciones de riesgo moral a ser resueltas.

En resumen, las variables analizadas en las muestras seleccionadas están fuertemente correlacionadas, demostrando la gran relación entre el *default* soberano y el *default* corporativo. Las emisiones corporativas se ven contagiadas en buena medida por el riesgo soberano. Cuando un país incurre en *default*, este efecto contagio hacia los corporativos se ve reflejado en términos de elevadas tasas de interés y imposibilidad de acceso al crédito tanto local como extranjero, haciendo que las emisiones de bonos corporativos sean escasas y si las hubiere, con retornos elevados para hacer posible la colocación. En estos períodos de *default* soberano, estas colocaciones generalmente corresponden a refinanciaciones o reestructuraciones de deuda corporativa. Las empresas, ante este escenario y muchas veces ante elevados cargos financieros, se ven obligados a reestructurar su deuda o en muchos casos llegan a la quiebra. El rol del Gobierno es crucial en la reestructuración de pasivos corporativos, debiendo implementar un esquema ordenado en este proceso, y realizando grandes reformas para reducir los costos en la economía. La imposición de controles de capitales puede tener varias implicancias en relación a reestructuraciones de deuda, debiéndose tener en consideración el factor de riesgo moral.

3.A Aplicación del modelo Z''-Score (revised model) en Argentina.

Para analizar la predicción de Bankruptcy en empresas no financieras se utilizó el modelo Z''-Score (revised model) de Altman^{xii}, para una muestra de 57 empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Este modelo se basa en clasificar dos grupos de observaciones, en este caso bankrupt y nonbankrupt, dónde los componentes de la función son:

$$Z = V_1 X_1 + V_2 X_2 + \dots + V_n X_n \quad (3)$$

Donde:

$V_1, V_2, \dots, V_n$ = coeficientes discriminantes

$X_1, X_2, \dots, X_n$ = variables independientes

Las variables a tomar en cuenta están representados por los siguientes ratios financieros:

X_1 = Working capital / Total Assets

X_2 = Retained Earnings / Total Assets

X_3 = EBIT / Total Assets

X_4 = Net Worth (Book Value) / Total Liabilities

La función esta formada de la siguiente manera:

$$Z'' = 6.56 (X_1) + 3.26 (X_2) + 6.72 (X_3) + 1.05 (X_4) \quad (4)$$

Los parámetros de este modelo son los siguientes:

- $Z'' < 1.10$ significaría que no habría errores en la clasificación de *bankrupt*;
- $Z'' > 2.60$ significaría que no habría errores en la clasificación de *nonbankrupt*;
- $1.10 < Z'' < 2.60$ representa una zona gris.

Este modelo es generalmente utilizado cuando el tipo de financiación de los activos difiere mucho entre los sectores o industrias en análisis y puede ser de mucha utilidad para predecir la quiebra mucho antes de que la misma suceda (según el autor se puede predecir la quiebra con una anticipación de hasta 2 ejercicios en que se publican los Estados Financieros).

Para realizar este análisis^{xiii} se clasificó a las empresas en estos grupos, expuesto en el Anexo 7. De acuerdo a esto, las empresas que cumplieron con sus obligaciones en la moneda pactada y en los plazos acordados fueron incluidas como *nonbankrupt*. Las que no lo hicieron o que lo hicieron en distintas monedas o en distintos plazos fueron clasificadas como *bankrupt*. Los Estados Financieros tomados en consideración fueron los pertenecientes a cierres trimestrales de 2002^{xiv}.

Se encontró que de las 57 empresas, 22 firmas pueden incurrir en *bankruptcy* (39%) mientras que 35 (61%) de ellas estaban bien clasificadas como *nonbankrupt*, es decir tienen menos probabilidad de incurrir en quiebra.

Para la muestra y clasificación seleccionadas se encontraron los siguientes resultados para el *Z''-Score (Revised Model)*:

Variable	Bankrupt Group (Mean)	Nonbankrupt Group (Mean)
X ₁ = Working capital / Total Assets	-0.12838	0.00669
X ₂ = Retained Earnings / Total Assets	0.06883	0.07290
X ₃ = EBIT / Total Assets	0.00603	0.00562
X ₄ = Net Worth (Book Value) / Total Liabilities	0.53371	2.44898
Z''-Score (Revised Model)	-0.02	2.89

Para el grupo *Bankrupt* se obtuvo un resultado de -0.02, menor a 1.10, con lo que la clasificación no contendría errores. Para el grupo *Nonbankrupt* el *Z''-Score* resulta 2.89, mayor al límite de 2.60, demostrando que también la clasificación no contiene errores.

Como conclusión de este análisis, este modelo aplicado a Argentina refleja que el 39% de las empresas seleccionadas en la muestra tienen alta probabilidad de incurrir en quiebra. Asimismo, se demuestra, una vez más, que un *default* soberano (sumado a devaluación) impacta negativamente en el sector corporativo, dejándolo expuesto a la falta de financiamiento por el *credit crunch* que se produce en el mercado. En este contexto, las compañías que no tienen una forma de “cobertura financiera por exportaciones” o posibilidad de ajustar sus ingresos, quedan expuestas a la reestructuración de sus deudas y / o a grandes probabilidades de quiebra.

3.B Argentina y default corporativo.

Según un estudio de la Fundación Capital^{xv}, los ratios comparativos entre 2001 y 2002 en relación a la deuda pública y corporativa se detallan en la siguiente tabla:

	2001	2002
Deuda Pública / PBI	54%	135%
Deuda Pública / Recaudación	309%	943%
Deuda Corporativa / Activos Totales	21%	56%
Deuda Corporativa / Ventas	72%	128%

Como se puede apreciar, la falta disponibilidad de depósitos bancarios, *default* soberano, devaluación y desdolarización sumado al colapso del sistema financiero y la crisis de confianza cortó los canales de crédito produciéndose un *credit crunch*. Esto repercutió instantáneamente en el sector corporativo quedando sin ningún tipo de financiamiento. Las compañías quedaron con un “descalce” entre ingresos en Pesos Argentinos y con grandes reducciones debido a la escasa demanda interna y deudas en *US dollars*. El cierre de los mercados de deuda internos y externos dejó al sector privado y público sin financiamiento. Este escenario obliga indefectiblemente a la reestructuración de deuda.

Según este estudio, el mercado de deuda corporativa, en especial el de las obligaciones negociables, alcanzó cifras de emisiones semejantes a los de 1996. También resalta que del total colocado (US\$3.8 billones), US\$1.6 billones (42%) fueron reestructuraciones de deuda o canjes, US\$930 millones fueron refinanciaciones o *roll-overs* y US\$1.3 (34%) billones fueron emisiones genuinas. Menciona también que para 2003 existen vencimientos de capital e intereses por US\$4.9 billones. El cuadro siguiente detalla el estado de situación de la deuda corporativa argentina analizado por este estudio en una muestra de 88 empresas:

	Número de firmas	%
Pagan en términos originales	22	25.0%
Recompran	5	5.7%
Default		
Impagos	35	39.8%
Impago de intereses	27	30.7%
Impago de capital	22	25.0%
Pesificó	15	17.0%
Reducción en la tasa de interés	1	1.1%
En concurso preventivo	8	9.1%
Incumplimientos	49	55.7%
Reestructuraciones		
Dispensa de contratos	4	4.5%
Extensión de plazos	14	15.9%
Canjes de deuda	21	23.9%
Finalizados	12	13.6%
Aun en proceso	9	10.2%

Muestra sobre un total de 88 empresas.
Fuente: Fundación Capital.

En el *Anexo 5* se detallan los sucesos políticos, leyes y regulaciones que se produjeron desde Marzo de 2002. De todos estos acontecimientos y regulaciones, entre los que se encuentra el acuerdo entre el FMI y el Gobierno de Argentina en enero de 2003, se puede contemplar desde la óptica corporativa “las reglas de juego” de la transferencia de divisas al exterior, mencionado anteriormente. En este punto, el Banco Central de la República Argentina (en adelante BCRA), en septiembre de 2002 autorizó a las compañías a efectuar pagos sin la necesidad de solicitar autorización al BCRA si cumplían ciertos requisitos. Éstos se pueden resumir de la siguiente manera^{xvi}:

- a) La deuda financiera de la empresa debía haberse reestructurado y homologado judicialmente.
- b) Se tenía que haber obtenido una extensión de al menos cuatro años en la *duration* de la deuda y un período de gracia en el pago del principal de al menos dos años.
- c) La deuda refinanciada debía haberse esquematizado con LIBOR+3%.
- d) La quita a obtenerse en el acuerdo debía ser del 40% o del 60% si se capitalizaba la deuda.
- e) Se debían obtener las autorizaciones y registros necesarios para proceder a la reestructuración.

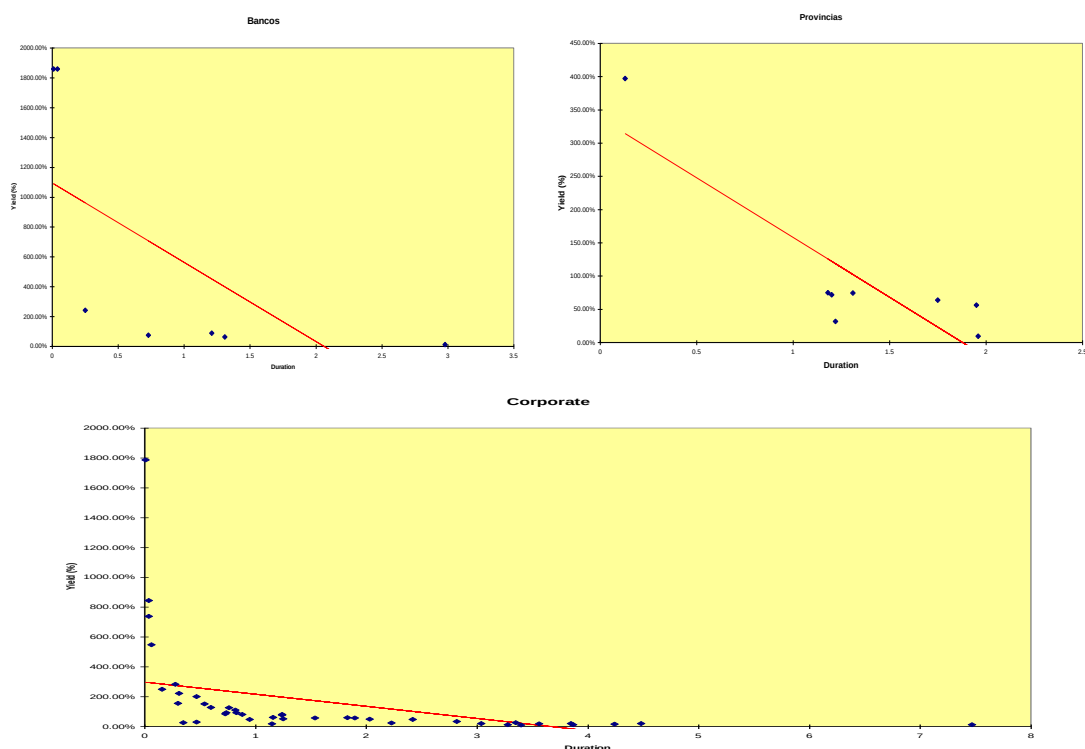
Estos requisitos, en muchos casos difíciles de alcanzar, actuaron como un impedimento a la transferencia de divisas, en los cuales muchos emisores se vieron imposibilitados a cumplir. Un acreedor del exterior podía esperar nuevas regulaciones o seguir los requisitos impuestos de refinanciación y consecuentemente asumir pérdidas. Es por eso que en este proceso, la disponibilidad de reservas *offshore* representó una fuente importante de liquidez y uno de los mecanismos utilizados por algunas empresas para realizar pagos al exterior.

En relación a la industria, los sectores más afectados fueron las *utilities* y energía (electricidad, distribución de gas, agua y transportes, entre otros). El principal punto de discusión en 2002 ha sido el tema tarifario, tratando de renegociar mecanismos de compensación de ingresos, para mejorar la generación de flujo de fondos y posibilitar el desarrollo operativo como el pago de deuda en moneda extranjera.

En un estudio del Banco Río^{xvii}, se tomó una muestra de 99 empresas emisoras de deuda (cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, al 24 de Octubre de 2002) para analizar la proporción de incumplimientos y otras variantes, con los siguientes resultados: 36 casos incumplieron en los pagos y 63 casos honraron su deuda. De estos 63 casos que cumplieron, sólo 21 casos lo hicieron en su moneda pactada y en los plazos acordados originalmente y el resto (42 casos) los hicieron en otros plazos o en otras monedas distintas a las originalmente pactadas. De estos 42 casos, 32 renegociaron su deuda y plazo y en 10 casos se pesificaron los pagos sin dar a conocer un proceso previo de renegociación.

Como se puede apreciar en el grafico abajo expuesto la curva de rendimientos, de algunas emisiones de bonos al 17 de octubre de 2002, está invertida^{xviii} y la tasa interna

de retorno para la mayoría de los papeles muestra, evidentemente, claros signos de *default* en el corto plazo, hecho que se refleja en los *ratings* (ver Anexo 6). Este hecho evidencia lo expresado más adelante sobre el mercado *High Yield* en América Latina.



En el sector bancario, las emisiones Galicia 03, BHN 03 y BHN 05 son títulos que presentan un alto riesgo. Banco Galicia anunció en junio de 2002 la reprogramación de su deuda postergando sus pagos. En agosto de 2002 suspendió los pagos de los servicios de capital e intereses e inicia la reestructuración de su deuda. En relación a títulos provinciales, las emisiones de la Provincia de Buenos Aires muestran un *spread* de alto riesgo, reflejándose en el hecho de que en agosto anunció el diferimiento en el servicio de su deuda.

En el sector corporativo, la mayoría de las emisiones presentan rendimientos de *default*, salvo YPF, Perez Companc, CEI y Disco que presentan *ratings* entre B y AAA (Ver detalle en Anexo 6). Como se explicó anteriormente, durante 2002 hubo muchas reestructuraciones de deuda y reprogramaciones de pago tanto de capital como de intereses. Asimismo, también muchas transacciones fueron pesificadas y reguladas por el BCRA y muchas compañías, con pasivos en dólares y acreedores del exterior, se vieron imposibilitadas de hacer transferencias al exterior y honrar su deuda en su moneda de origen.

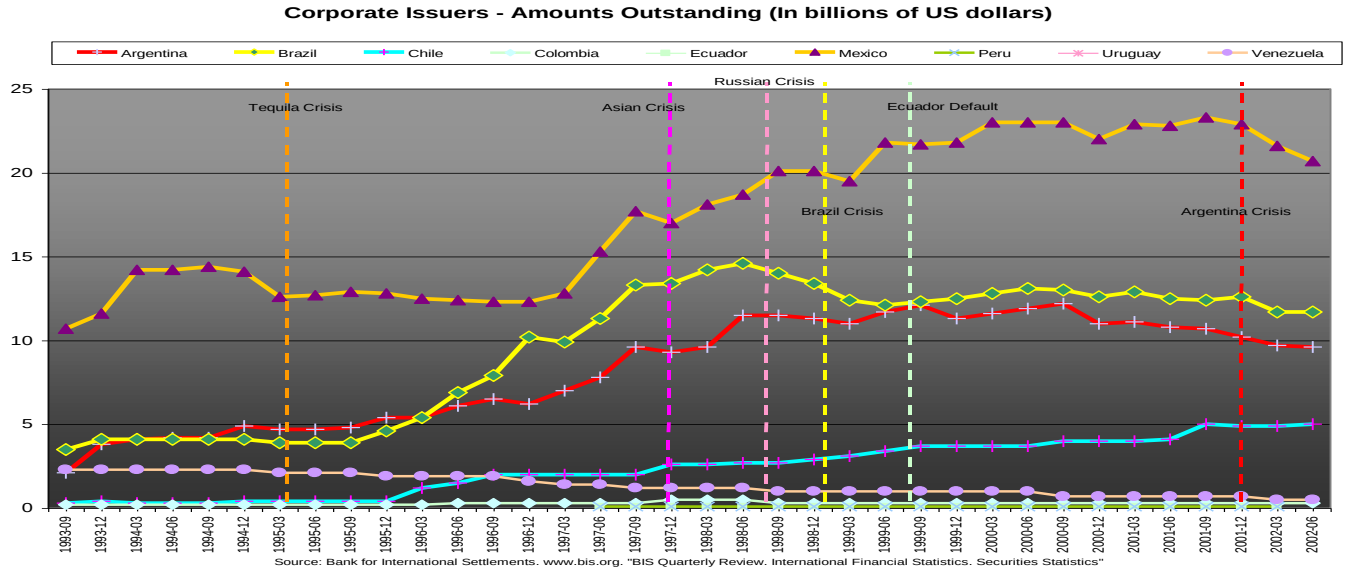
Con respecto al sector exportador, éste se encuentra en mejor posición financiera que otros jugadores que se focalizan en el mercado doméstico. Es así, que a pesar de los impuestos a exportaciones de hidrocarburos, el sector petrolero se ve en mejores condiciones como es el caso de YPF y Perez Companc, entre otros.

Las *utilities* enfrentan una lucha progresiva por el incremento de tarifas, que muchos analistas predicen que se van a estructurar en forma escalonada, mientras tienen que cubrir costos operativos y de mantenimiento que van incrementándose. Al mismo tiempo muchas tienen que reestructurar su deuda sin contar con un plan viable debido al hecho de la incertidumbre en el frente tarifario. Este sector, a raíz de la pesificación y a pesar de los temas a resolver mencionados anteriormente, sufrió alrededor del 5%^{xix} de reducción en la demanda, resultando en menores ingresos. Desde el punto de vista operativo, si se continúa en este escenario puede resultar en un deterioro en la calidad de los servicios, empezando por las empresas de distribución. Desde el punto de vista de generación, la baja en la demanda y la disponibilidad de equipos viejos podrían prevenir un escenario de escasez.

En conclusión, la curva de rendimientos, de algunas emisiones de bonos está invertida y la tasa interna de retorno para la mayoría de los papeles muestra evidentemente claros signos de *default* en el corto plazo. Las compañías están focalizadas exclusivamente en mantener la integridad operativa del negocio y en intentar revitalizar su deteriorado flujo de fondos libre, enmarcadas en un agudo gerenciamiento del “día a día” de la crisis y esperando medidas que reestablezcan el crédito tanto local como extranjero. El impacto de la crisis en el sistema financiero, dejó a éste en una posición de incapacidad de financiar el capital de trabajo y/o drefinanciar pasivos a las compañías. El *credit crunch* que se produjo fue uno de los determinantes de los casos de *default* y de reestructuraciones de pasivos ocurridos en el sector corporativo.

3.C Evolución de deuda corporativa en América Latina.

El gráfico abajo expuesto muestra la evolución de deuda de las emisiones corporativas en algunos países de América Latina desde 1993 a 2002, teniendo en cuenta distintas crisis. Cabe destacar la gran emisión corporativa que tuvieron México, Brasil y Argentina desde 1993 a 1998. Durante el período 1999 – 2001 las emisiones de México y Chile se incrementaron, quedando Argentina y Brasil con una exposición en deuda pendiente del orden de US\$11,- y US\$13,- billones respectivamente. A partir de 2002, durante la crisis en Argentina, la tendencia de emisiones baja, salvo en Chile que alcanza los US\$5,- billones en su deuda pendiente de pago (las emisiones corporativas netas de Argentina, Brasil y México se describen en el Anexo 8).



Después del *default*^{xx} del sector privado en préstamos bancarios durante los 80s, el mercado de emisión de deuda corporativa de América Latina empezó a emerger desde inicios de 1990, cuando el mercado de deuda *High Yield* de *EEUU* empezó a tener preponderancia. A partir de 1993, América Latina empieza a ganar volumen en la emisiones de deuda corporativa, destacándose los sectores de petróleo y gas, telecomunicaciones, *utilities* y consumo masivo. Los instrumentos financieros más utilizados fueron las *securizaciones*, otros tipos de fideicomisos y obligaciones negociables.

En América Latina^{xxi}, durante el período 1990-2000, 27 empresas emisoras de deuda (con 46 tramos) incurrieron en *default* con un *face amount* de aproximadamente US\$4,5 billones. Por otro lado, el total de emisiones corporativas de América Latina fue de aproximadamente US\$180 billones (600 empresas emisoras y 2000 tramos). Una característica de estas emisiones, que incurrieron en *default*, es que sus calificaciones al inicio, no superaban el techo de la calificación para deuda soberana del país de origen, y además muchas no fueron calificadas.

Durante 1990-2000, aproximadamente 4,5% de las emisiones internacionales de América Latina cayeron en *default*, que medido en dólares representa el 2,5%. La tasa promedio de *default* en el mercado de deuda *High Yield* de *EEUU* alcanzó el 4,7% durante el mismo período.

Durante el período 1990-2000^{xxii}, la composición de las emisiones corporativas en US dollars por país en América Latina era la siguiente: Brasil (28%), México (25%), Argentina (22%), Perú (12%), Chile (4%), Venezuela (4%), Panamá (3%), Colombia (1%) y otros países (1%). Como se puede observar el grupo de Brasil, México y Argentina representa el 75% del total de emisiones de la región. Relacionando esto con el número de *defaults* de las emisiones corporativas por país, México abarca el 41%,

Argentina el 40%, Brasil el 15% y Ecuador el 4% del total de *defaults* (1990-2000). En relación al volumen de *defaults* en dólares para el mismo período, México alcanza el 47% (US\$1,960 MM), Argentina 35% (US\$1,430 MM) Brasil 15% (810 MM) y Ecuador 3% (US\$125 MM). A partir del año 1999 y siguientes, el número de *defaults* se incrementa considerablemente, especialmente en Argentina (2001-2002).

Otra característica de las emisiones de deuda corporativa que incurrieron en cesación de pagos de América Latina es que al inicio fueron calificadas en el rango BBB a CCC^{xxiii}. Realizando una comparación con el mercado de deuda *High Yield* de EEUU, un estudio de Fitch para la categoría BB, en América Latina, muestra una tasa de *default* acumulada a 5 años del orden del 12%, marcando una clara diferencia comparada con el 3,9%^{xxiv} acumulado a 5 años del mercado de deuda *High Yield* de EEUU para la misma categoría (ver también Título 3.E Mercado de deuda *High Yield* en EEUU: Características). En el Anexo 4 se pueden encontrar algunas emisiones internacionales de empresas que incurrieron en *default* en América Latina en el período 1990-2000.

Como conclusión, entre los sectores que más incurrieron en cesación de pagos en la región se encuentran: consumo, construcción, telecomunicaciones, financiero y energía, entre otros. Hay ciertos aspectos que caracterizaron el proceso de incremento de *defaults*, que pueden resumirse de la siguiente manera:

- Distintas crisis en la región, donde hubo devaluación de la moneda. En este proceso, los sectores que tenían sus ingresos en moneda local (o con escasa proporción de exportaciones) y sin posibilidad de ajustarlos, se encontraron con un desfasaje financiero cuando tenían emisiones en *US dollars*, que los exponía a una desventaja comparativa.
- El aumento del riesgo soberano produjo en muchos casos la contracción del crédito y el aumento de las tasas de interés.
- El elevado grado de apalancamiento que caracterizaba a algunos sectores, que sumado a lo antes señalado, ponía a algunas empresas en desventaja comparativa en el segmento donde operaban, que muchas veces se tornaba más competitivo y dinámico.
- Muchas empresas no pudieron ajustar sus costos operativos cuando los precios de *commodities* estaban bajos.

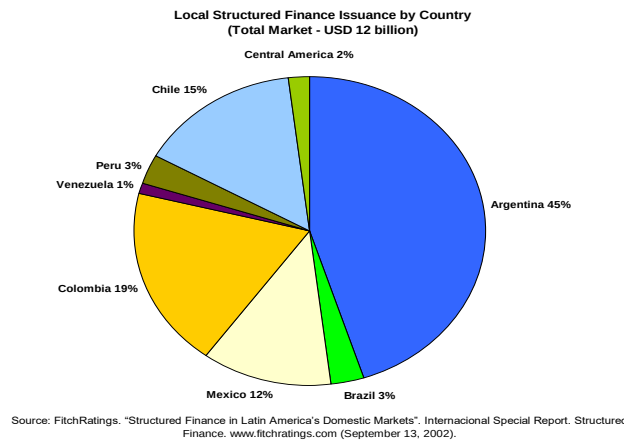
3.D Instrumentos financieros más utilizados en América Latina.

En relación a los instrumentos financieros más utilizados en los mercados domésticos en América Latina se encuentran:

- *Traditional asset-backed securities (ABS)* (generalmente utilizados para préstamos de consumo, autos y tarjetas de crédito);
- *Mortgage-backed securities & securitizations*;
- Diferentes tipos de *collateralized debt obligations (CDOs)*;
- *Cash flow securitizations*;
- *Residencial mortgaged –backed securities (RMBS)*;
- *Real estate investment trusts (REIT)*;

- *Comercial mortgage-backed securities(CMBS);*
- *Co-participation;*
- *Concessions;*
- *Project finance;*
- *Corporate bonds, entre otros.*

El gráfico abajo expuesto^{xxv} muestra la participación, medido en emisiones en US\$, de algunos países de América Latina con respecto al uso de productos estructurados en los mercados. Como se puede apreciar en el mismo, Argentina tiene un *leverage* del 45% de un total del mercado de US\$12,- billones. Debido a la crisis Argentina, se puede esperar una redistribución del *leverage* de las inversiones en la región.



En Argentina, desde 1996 a 2001, el mercado de *structured finance* experimentó un gran crecimiento y las notas colateralizadas por activos fueron los instrumentos financieros más utilizados, que sirvieron de fondeo a muchas entidades financieras y a compañías. En la tabla siguiente se exponen los instrumentos más usados en Argentina divididos por tipo de activo entre 1996-2001. Como se puede apreciar ABS, MBS, *Future Flows* y *Coparticipation Loans* fueron los instrumentos más utilizados a la hora de elegir la manera de fondeo.

Structured Finance Deals in Argentina by Asset, 1996-2001				
Total Market				
	Amounts (US\$ Mil.)	Deals	Amounts (%)	Délas (%)
ABS	1.898,-	85	35	62
MBS	974,-	20	18	14
Real Estate Project Finance	217,-	11	4	8
Future Flows	840,-	14	16	10
Coparticipation Loans	1.118,-	5	21	4
CLO/CBO	313,-	3	6	2
Total	5.360,-	138	100	100
Structured Notes (Public Debt)	4.557,-	39	NA	NA
Corporate Notes	2.210,-	16	NA	NA

ABS – Asset-Backed securities. MBS – Mortgage-backed securities. CLO/CBO – Collateralized loan obligations/collateralized bond obligations. Coparticipation Loans are based on loans to Argentine provinces originated by banks that are guaranteed by the tax collection transferences from the central government to the provinces. Future Flow transactions are those where the collateral assets are future sales to be made by a company. NA – Not applicable.

Source: FitchRatings. "Structured Finance in Latin America's Domestic Markets". International Special Report. Structured Finance. www.fitchratings.com (September 13, 2002).

Desde que se instrumentó el mercado argentino para este tipo de instrumentos en 1996, el número y volumen de transacciones se fue incrementando sostenidamente hasta 2001. En este último año, se produjo un gran incremento en las emisiones del gobierno (*government-backed structured notes*). Al elevarse las tasas de interés, debido a elevadas primas de riesgo país, este último instrumento sirvió como parte de fondeo para suplir las necesidades de financiamiento de las finanzas públicas. Así, los efectos fueron bastante claros en el mercado: a) financiamiento de proyectos riesgosos con altas tasas de retorno en contra del fondeo de proyectos más seguros; b) el “consumo” de estas transacciones estructuradas por parte de bonos del gobierno por encima de lo permitido por ley, creó una vía de fondeo y liquidez a este último, y produjo un “*crowding out*” de fondos disponibles para financiar otras oportunidades de negocios en el mercado.

Cuando se produce las crisis hacia fines de 2001, se produjeron muchos cambios políticos, se reglamentó una nueva ley de Concursos y Quiebras y se restringió la transferencia de divisas al exterior. Mediante el Decreto 214, se pesificaron algunas deudas como las hipotecarias, prendarias y préstamos de consumo. En este escenario, los *ABS* y *MBS* se vieron afectados, porque sus activos estaban en pesos argentinos (paridad 1:1) y sus deudas en *US dollars*. Si bien algunos casos permitieron el repago de obligaciones, este decreto establecía que todas las deudas denominadas en *US dollars* alcanzadas por la ley Argentina, serían objeto de pesificación con paridad 1:1, en la cual muchos inversores tuvieron una pérdida directa en sus posiciones.

El continuo deterioro de la situación política y la falta de acuerdo con los organismos multilaterales, afectaron directamente este tipo de transacciones, especialmente las estructuraciones con bonos del gobierno nacional y de los gobiernos provinciales colateralizados por pagos coparticipables. En estos *coparticipation loans*, el colateral consistía en préstamos bancarios a las provincias y municipios, aseguradas con participación en los impuestos; la ley garantizaba un monto mínimo a ser transferido a las provincias independientemente de la recaudación impositiva. Al reducirse el monto transferido a las provincias por parte del gobierno nacional, éstas entraron en un *debt-swap*. En febrero de 2002, se firma un nuevo pacto fiscal y el monto mínimo de transferencia fue eliminado, asumiendo el gobierno nacional las deudas provinciales (pesificadas con la paridad $US\$1 = AR\1.4) emitiendo un bono a 16 años. Con todo esto, el mercado se muestra reconsiderando este tipo de transacciones apareciendo como alternativa los *future flows* relacionadas con sectores exportadores (especialmente considerando notas o instrumentos de corto plazo entre 6 y 9 meses) denominados en *US dollars*. Los inversores potenciales de estos últimos instrumentos pueden ser fondos de pensiones y aseguradoras, que debido a las regulaciones, serían posibles tenedores de estos activos. Estas estructuras *future flows* relacionados con sectores exportadores podrían mitigar en cierta medida el riesgo soberano. Esta estructura, hace que los compradores de productos exportados transfieran *US dollars* a una *trustee-controlled offshore collection account*, que permite eludir la devaluación de la moneda y reglamentaciones de transferencias de divisas, haciendo posible el repago del principal e intereses al exterior.

3.E Mercado de deuda High Yield en Estados Unidos: Características.

Desde 1994-2000 se produjo un incremento en las *high yield default rates* (2% a 12% aproximadamente). En un estudio realizado por Fridson y Gao^{xxvi}, sobre el mercado de deuda *high yield* de EEUU (1980-1992), se encontró que las inversiones en esta clase de instrumentos arroja una tasa de retorno promedio ponderada del orden del 28,31% en la clase *senior (secured and unsecured)*. En contraste a esto, la deuda subordinada reflejaba un retorno de sólo el 0,20%, generando menores retornos que la deuda menos riesgosa. El cuadro abajo expuesto resume las tasas internas de retorno en bonos en *default* divididos por clase:

Seniority Class	Observations	Mean Price at Default	Mean Payoff on Emergence	Internal Rate of Return
1980 -1992				
Total Senior	91	51,93	83,96	28,31% (b)
Total Subordinated	111	28,56 (c)	27,88 (c)	0,20% (b)
Grand Total	202	39,35 (c)	53,78 (c)	12,87%(b)
1992-2000				
Total Senior	51	66,01	73,19	11,33% (b)
Total Subordinated	64	52,12	56,35	8,32% (c)
Grand Total	115	58,28	63,82	9,66% (b)

(a) Assumed interval between default and emergence: 1.97 years (1980-1992) and 0.96 years (1992-2000)

(b) Weighted by number of issues.

(c) Excludes non-cash pay issues.

Sources: Altman and Eberhart (1994), Merrill Lynch High Yield Strategy computations

Una de las posibles explicaciones que manifiestan los autores son las siguientes:

- Sobrevaluación de activos en *distress*, pero no en *bankruptcy*, por parte de los inversores. (1980-1992)
- Estrategias de "*Holdouts*"^{xxvii} equivocadas para ganar porciones mayores de *equity control*. (1980-1992)

En relación al período 1992-2000, el *spread* de tasas de retorno se achica entre deuda senior y subordinada (11,33% y 8,32% respectivamente), debido a una alta resolución en las reestructuraciones de deuda (ya sea ésta mediante preacuerdos antes de la reestructuración o fusiones y adquisiciones). El *mean payoff on emergence*^{xxviii} crece de 53,78 (1980-1992) y 63,82 (1992-2000), con una reducción en la tasa interna de retorno (generalmente concesiones de deuda senior a subordinada). Un aspecto importante en esto último, es que el *payoff on emergence* depende directamente del tiempo que una empresa esta bajo reestructuración.

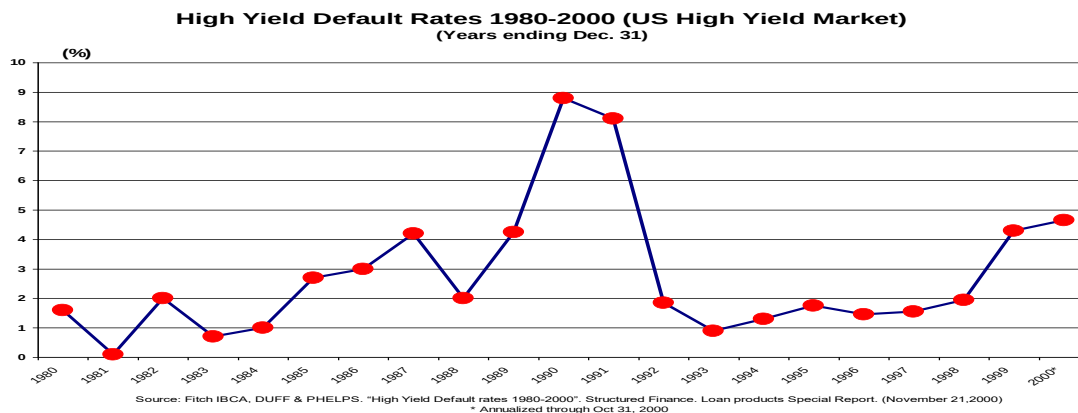
De acuerdo a un estudio de Fitch^{xxix}, la tasa promedio anual de *default* era del 0,43%^{xxx} para el período 1990-2000. Para emisiones *investment grade*, la tasa anual promedio de *default* era del 0,05% y 2,5% para las denominadas emisiones *high yield*. Durante 1990-1991 la tasa promedio anual de *default* era entre 1,7% y 1,9%, reduciéndose en gran medida a partir de 1991 hasta 1993. Desde 1993 a 1997, la tasa se mantuvo entre 0% y 0,2%. A partir de 1998, la tasa promedio anual de *default* se incrementa debido al

hecho conocido de la crisis asiática y rusa. Según la calificadora, este estudio sostiene la teoría que las emisiones que sufrieron una disminución en su calificación o nota, se mantienen más vulnerables a incurrir en cesación de pagos, mostrando tasas de *default* más elevadas. Como se muestra en el siguiente cuadro, el único *outlier* corresponde a la categoría B, que muestra una tasa de riesgo de *default* menor a la categoría BB. Fitch menciona que esto puede deberse a que en su muestra no incluyeron emisiones *high yield* que no calificaron a principios de 1990, cuando muchas compañías incurrieron en cesación de pagos. En relación con las categorías CCC a C, la tasa empieza con 26,26% en el año 1 y termina con una tasa acumulada del 45,65% en el quinto año. Las tasas de riesgo de *default* de las emisiones *investment grade* se incrementan a medida que la calidad de crédito se reduce. Esto último, muestra que el riesgo de cesación de pagos se incrementa mientras se reduce la calidad de crédito.

Average Cumulative Default Rates	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.06	0.15
A	0.02	0.11	0.13	0.12	0.15
BBB	0.17	0.54	1.00	1.42	1.58
BB	1.61	3.79	5.34	4.88	4.55
B	0.47	2.01	2.55	2.33	2.37
CCC to C	26.26	34.62	37.29	39.62	45.65
Investment Grade	0.05	0.17	0.28	0.38	0.44
High Yield	2.95	5.32	6.56	6.73	7.34
All Corporates	0.43	0.82	1.03	1.09	1.19

Source: Fitch Corporate Bond Study. www.fitchratings.com (November 8, 2001)

En otro estudio de deuda *high yield* para el período 1980-2000, Fitch^{xxxii} analiza tanto deuda corporativa como los productos estructurados en *EEUU*, incluyendo en la muestra la deuda calificada como la no calificada, compilando 1.300 emisiones en *default*^{xxxiii} representando US\$127,- billones. En este período analizado, y teniendo en cuenta los componentes de la muestra, las tasas de cesación de pagos para el mercado americano muestran la siguiente tendencia:



Según los datos del gráfico arriba expuesto, Fitch calculó una tasa promedio anual de *default* para 1980-2000 de aproximadamente 3,3%, con un volumen de US\$127 billones, de los cuales 70% proviene del período 1991-2000. Este estudio revela que las industrias más afectadas por este fenómeno fueron: energía, bancos y finanzas, supermercados y *drugstores* y consumo masivo. Esto sugiere que algunas industrias son más propensas a incurrir en *default* y el hecho de mantener y gerenciar un saludable riesgo crediticio es un factor crítico. Para el año 2001^{xxxiii}, la tasa tiene un gran incremento, alcanzando un 12,9%, superando el período 1989-1991, totalizando US\$78,2 billones. Según la calificadora, esto marcó drásticamente un deterioro en la calidad del crédito. Si se incluyera al año 2001 en el período 1980-2000 analizado anteriormente, el 2001 representaría alrededor del 39% del total de *defaults*, siendo el sector de telecomunicaciones y los llamados *Fallen Angels* (Ej.: Enron Corp, Comdisco Inc., etc) los más afectados. La calificación al momento de la emisión es un factor clave, no sólo en términos de predecir un posible y futuro *default*, sino también en anticipar el tiempo en que se puede incurrir en cesación de pagos. Es sabido que la probabilidad de *default* crece a medida que se reducen las calificaciones, pero también se acelera la velocidad en que se producen estas reducciones de las calificaciones en los *ratings*. En general^{xxxiv}, bonos con una calificación B, al momento de emisión, incurren en *default* a los 3 años promedio después de la misma, los calificados BB a los 4 años, y los BBB a los 7 años aproximadamente.

Con respecto a las tasas de recupero (*recovery rates*), este estudio refleja que para 2001 la tasa promedio ponderada (excluyendo *Fallen Angels defaults*^{xxxv}) era de alrededor de US\$0,15 centavos, con una pérdida del orden del 85% del valor a la par. El cuadro abajo expuesto muestra las tasas de recupero promedio ponderada por industria en 2001 en el mercado de deuda *High Yield* de EEUU:

Industry	Weighted Average Recovery Rate (%)	% of Defaulted Par Value Priced
Cable	53.4	80
Building and Materials	33.3	100
Food, Beverage, and Tobacco	30.9	100
Transportation	30.6	90
Chemicals	29.6	100
Consumer Products	24.7	100
Broadcasting and Media	22.3	100
Health Care and Pharmaceutical	18.6	100
Industrial / Manufacturing	16.2	95
Gaming, Lodging, and Restaurants	15.8	75
Automotive	12.0	90
Metals and Minino	11.6	94
Telecommunications	11.5	99
Textiles and Furniture	11.3	87
Leisure and Entertainment	11.0	89
Paper and Forest Products	8.6	57

Source: Fitch Ratings. "High Yield Defaults. Spectacular Records in 2001, Recovery Projected for 2002". Corporate Finance. Credit market Research. www.fitchratings.com. (February 8, 2002). Basados en precios 1 mes después del *default*.

En *EEUU*, el período 1989-1990 fue caracterizado por una recesión económica, combinado con exceso de endeudamiento (con muchas transacciones *leverage buyouts*). El año 2001, en este contexto, tuvo la característica de una reducción en la inversión, sumada a la caída de varios *Fallen Angels*, siendo el sector de telecomunicaciones como uno de los más afectados.

En conclusión, es recomendable seguir la evolución del mercado de deuda *high yield* en los *EEUU* y relacionarlo con las emisiones corporativas de América Latina, debido a que puede representar una importante herramienta para estimar la vida promedio de las emisiones antes de llegar al *default*.

3.E.1 High Yield Covenants. ^{xxxvi}

En muchas ocasiones, los *covenants* utilizados en el mercado de deuda *high yield* han sido cuestionados debido a su deterioro a expensas de la protección de los tenedores de este tipo de deuda. Muchas veces, los inversores *high yield* buscan en estas cláusulas “*early warnings signals*” más que “*maintenance-based loan covenants*”. Los *covenants* más significativos en este mercado son las limitaciones a los emisores a endeudarse, restricción de pagos y ventas de activos, y derivaciones de estos. Los *covenants* muy restrictivos no pueden mejorar la calificación de un “mal” crédito. En muy pocos casos y en situaciones límite, la calidad y eficacia de la instrumentación de un *covenant* puede levantar el *rating*. Así también un paquete de *covenants* mal instrumentado puede llevar a bajar la calificación de las emisiones.

Se puede establecer que el alcance de los *high yield covenants* se encuentra entre la deuda *senior* y el *equity*, brindando un nivel de protección menor que a los acreedores *senior*, pero mayor que a los accionistas.

La gran diferencia entre un *high yield covenant* y un *loan covenant* radica en que los primeros son caracterizados como *incurrence based*. Esto representa el hecho de que los emisores pueden llevar a cabo ciertas acciones, como endeudarse o vender activos, sólo si pasan ciertos *tests* financieros (e.j. *debt/total capitalization*, *Debt/EBITDA ratio*, *EBITDA/Interest ratio*, etc). No obstante de ello, si el emisor no toma estas acciones y los *tests* no son muy favorables, no implicaría *default* a pesar de que haya deterioro del crédito. En estos casos, muchos emisores de este tipo de deuda podrían tener ratios negativos por muchos años y los *covenants* serían poco significativos. Por otro lado, los *loan covenants* tienen la característica de ser *maintenance-based*, que sirven como un indicador de alarma para los prestamistas de que el crédito está deteriorándose. Como resultado, el tomador de fondos puede incurrir en *default*, porque uno de los *tests* ha sido desfavorable. Estos *covenants* pueden ser muy costosos para el tomador de fondos, a pesar de proveer mayores protecciones a acreedores *senior*, debido al poco margen de maniobra que posee el *management*. Los *maintenance based covenants* son poco frecuentes en el *high yield market*. Sin embargo cuando se imponen, los *maintenance-based covenants* son muy restrictivos en los préstamos bancarios y pueden impactar negativamente en los precios de las emisiones *high yield* en el mercado.

En este punto se puede apreciar que, en muchas ocasiones, las preferencias de los inversores se ha inclinado más al “*yield vs. safety*”. En adición, muchos estudios sugieren que los bonos con *covenants* más restrictivos están “*priceados*” con menor *yield* que los bonos con *covenants* menos restrictivos.

Según un estudio de Fitch^{xxxvii}, se mencionan los *covenants* más utilizados en el mercado *High Yield*, destacándose los 5 primeros de la siguiente tabla como los que proveen mayor protección a los tenedores de estos tipos de activos.

Typical Covenants Contained in High Yield Identures	
1. Limitation on Indebtedness	
2. Limitation on Subsidiary Indebtedness	
3. Limitation on Restricted Payments	
4. Limitation on Dividend and other Payment Restrictions	
5. Limitation on Sales of Assets	
6. Limitation on Sales and Leaseback	
7. Limitation on the Creation of Liens	
8. Change of Control	
9. Provisions Regarding Mergers and Consolidation	
10. Limitation on Layering	
11. Limitation on Transactions with Affiliates	
12. Cross Default	
13. Provision of Information	

3.F Aplicación de modelo de riesgo/rentabilidad y estructura de capital al caso de Argentina.

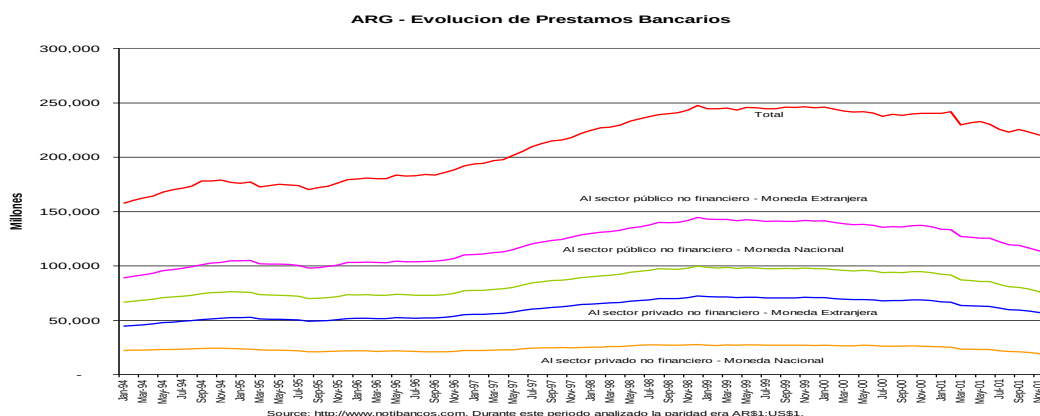
Al considerar la situación de *distress*, se debe analizar también el nivel de endeudamiento óptimo. Según Brealey-Myers^{xxxviii}, el valor de la firma depende del *trade off* entre el valor presente de los *tax shields* y los costos de insolvencia. Con respecto a los *tax shields*, se debería contemplar si estos se pueden aprovechar en el futuro y si realmente generan valor. Bein^{xxxix} desarrollo un modelo de riesgo/rentabilidad y estructura de capital, en el que sugiere parámetros del ratio D/E (*Debt/Equity*) para el sector corporativo, de acuerdo a ciertas variables como se muestra en las siguientes tablas:

Apertura de la economía al mercado internacional de capitales		Grado de desarrollo del sector financiero	
		Bajo	Alto
	Abierta	D/E moderado Deuda externa	D/E alto Deuda externa Deuda interna
	Cerrada	D/E $\approx$ 0 Sin deuda	D/E moderado Deuda interna
Track record, Antigüedad, Accionistas, Reserva de mercado (monopolio, monopsonio)		Deuda del País	
		Alta	Baja
	Bajo	D/E Bajo	D/E moderado
	Alto	D/E moderado	D/E alto
Nivel de rentabilidad		Nivel de riesgo de la actividad	
		Bajo	Alto
	Bajo	D/E moderado	D/E bajo
	Alto	D/E alto	D/E moderado

Aplicando estos parámetros a Argentina en el año 2002 nos encontramos que el país pasa de una economía abierta a una, en cierto sentido, “cerrada”, tomando como parámetro restricciones al flujo de capitales. En este escenario, el país se encuentra con un sistema financiero débil, con crisis de crédito interno y *credit crunch*. Según este modelo, se sugiere que las empresas posean un ratio D/E moderado y fondearse con deuda en el mercado doméstico. No obstante, por haber estado por mucho tiempo en una economía abierta y con gran desarrollo del sector financiero, las compañías tomaron mucha deuda en el exterior en moneda extranjera, así como también en el mercado interno.

Al estar el país muy endeudado, sólo las empresas con alto *track record* acceden a financiamiento en el mercado de deuda y deben contemplar un D/E moderado, mientras que las de bajo *track record* deberían considerar un D/E bajo o “controlable”. En relación a rentabilidad / riesgo, los sectores con alto riesgo permiten ratios de endeudamiento bajo a moderado. Cuando se produce la devaluación del peso, las empresas abocadas al mercado interno sin gran exposición a exportaciones y con deuda en el exterior en moneda extranjera presentan un “descalce” financiero, como el caso que se refleja en las *utilities* en Argentina en 2002.

El gráfico a continuación muestra la evolución de los préstamos bancarios al sector privado y público no financiero en Argentina, tanto en moneda extranjera como en pesos argentinos.



Como puede observarse, los montos de préstamos al sector público no financiero es mayor que al sector privado no financiero. También, se puede apreciar que la tendencia de montos prestados muestra un aumento durante 1997 a 2000 en moneda extranjera como en pesos argentinos, salvo los préstamos en moneda nacional al sector privado no financiero que se mantienen relativamente constantes. A su vez, puede observarse como el sector público no financiero fue absorbiendo mayor cantidad de fondos prestables que el sector privado no financiero. El ratio D/E de gran parte del sector corporativo fue incrementándose, mezclando deuda en moneda extranjera en el mercado doméstico como en el exterior.

En el *Anexo 10* se describen aspectos a considerar en la valuación de empresas en *distress*.

Conclusión.

En este trabajo, se concluye que las emisiones corporativas se ven contagiadas en buena medida por el riesgo soberano, mostrando en los casos analizados una fuerte correlación entre los índices soberanos y los corporativos. En estos casos y en los períodos analizados, los países sobrepasaron los 1000 puntos básicos, llegando Argentina a pasar los 5000 puntos básicos. Cuando un país incurre en *default*, el efecto contagio hacia los corporativos se ve reflejado, en buena medida, en términos de elevadas tasas de interés e imposibilidad de acceso al crédito, tanto local como extranjero, haciendo que las emisiones de bonos corporativos sean escasas, y si las hubiere, con retornos elevados para hacer posible la colocación. En estos períodos de *default* soberano, estas colocaciones generalmente corresponden a refinanciaciones o reestructuraciones de deuda corporativa.

Con respecto a Argentina, se comprobó que a medida que los *spreads* de los índices *EMBI*, *EMBI Plus Argentina* y *LEI Argentina* aumentan, impactan negativamente en las tasas de interés, que inevitablemente afectan el crédito, reflejándose negativamente en el sector corporativo, y a su vez, en el crecimiento del *GDP*. Las empresas, ante este escenario y muchas veces ante elevados cargos financieros, se ven obligadas a reestructurar su deuda, o en muchos casos, llegan a la quiebra.

Las variables analizadas en las muestras seleccionadas están fuertemente correlacionadas, demostrando la gran relación entre el *default* soberano y el *default* corporativo. Este hecho, en muchas ocasiones, comienza con el primero desencadenando la falta de acceso a financiamiento, previo escenario de elevado riesgo soberano, fuga de capitales, elevadas tasas de interés, *credit crunch* y colapso de los fondos prestables. Esto genera una difícil situación financiera en la administración de las compañías, que inevitablemente caen en cesación de pagos, como ocurrió en Argentina durante 2001 y 2002, no teniendo otra alternativa que reestructurar sus pasivos, esperando medidas económicas que reestablezcan el crédito, y así financiar sus operaciones.

En relación a los países de la muestra, este ejercicio refleja en todos los casos una fuerte correlación entre las variables analizadas. Una diferencia importante, es que sólo Argentina incurrió en cesación de pagos en 2001, pero no lo hizo Brasil en 1999 ni México en 1995. Las políticas económicas seguidas por estos países difieren entre sí, incluyendo la política seguida por sus Bancos Centrales, como así también la política de tipo de cambio utilizada en estos después de las crisis. Un punto muy discutido es el hecho de que Argentina haya mantenido durante un prolongado período de tiempo un tipo de cambio fijo, mientras que otros países optaron por la flotación libre. Un punto en común, es que cuando se produjeron estas crisis, el *EMBI+* de cada país era elevado e impactó fuertemente en el mercado de tasas de interés, y en algunos casos, sólo en Argentina y Brasil, se impusieron controles de capitales. En este sentido, los Bancos Centrales en todos los casos tuvieron una fuerte participación.

Como se describió anteriormente, el rol del gobierno es crucial en la reestructuración de pasivos corporativos, debiendo implementar un esquema ordenado en este proceso,

y realizando grandes reformas para reducir los costos en la economía. La imposición de controles de capitales puede tener varias implicancias en relación a las reestructuraciones de deuda, debiéndose tener en consideración el factor de riesgo moral.

Cuando hay problemas en los bancos y se produce un *credit crunch*, el sector corporativo no financiero tiene altas probabilidades de colapsar. También puede asociarse a esto que baje la calidad de los préstamos al sector corporativo no financiero, que también confluye a engrosar el riesgo al sector bancario. Ante este escenario, el sector corporativo se encuentra vulnerable destacándose las siguientes características: descalce en *maturity*; escenarios de grandes incrementos en las tasas de interés y riesgo país, sumado a una presión de devaluación de la moneda; devaluación de la moneda local y empresas fondeadas en moneda extranjera, produciendo serios problemas en las mismas, que cuando no pueden cubrir sus ingresos con exportaciones o con ajustes de precios, la situación las deja en muchos casos en desfase; elevado grado de apalancamiento, característico en algunos sectores, que posiciona a algunas empresas en desventaja comparativa en el segmento donde operan, que muchas veces se torna más competitivo y dinámico; y finalmente escenarios de inestabilidad política y vulnerabilidad en términos comerciales.

La curva de rendimiento, de algunas emisiones de bonos al 17 de octubre de 2002, está invertida^{xl} y la tasa interna de retorno para la mayoría de los papeles muestra, evidentemente, signos claros de *default* en el corto plazo, hecho que se refleja en los *ratings*. Las emisiones del sector bancario son las más afectadas. En el sector corporativo, la mayoría de las emisiones presentan rendimientos de *default*, salvo YPF, Perez Companc, CEI y Disco que presentan *ratings* entre B y AAA. Durante 2002, hubo muchas reestructuraciones de deuda y reprogramaciones de pago tanto de capital como de intereses. Asimismo también, muchas transacciones fueron pesificadas y reguladas por el BCRA y muchas compañías, con pasivos en dólares y acreedores del exterior, se vieron imposibilitadas a hacer transferencias al exterior y a honrar su deuda en la moneda de origen. Con respecto al sector exportador, éste se encuentra en mejor posición financiera que otros jugadores que se focalizan en el mercado doméstico. Las *utilities* enfrentan una progresiva lucha por el incremento de tarifas y al mismo tiempo que muchas tienen que reestructurar su deuda sin contar con un plan viable debido al hecho de la incertidumbre en el frente tarifario.

Con respecto al análisis en base al *Z''-Score (Revised Model)* en Argentina, para la muestra y clasificación seleccionadas de empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, se encontraron los siguientes resultados: de las 57 empresas de la muestra, 22 firmas pueden incurrir en *bankruptcy* (39%) mientras que 35 (61%) de ellas estaban bien clasificadas como *nonbankrupt*, es decir tienen menos probabilidad de incurrir en quiebra.

Con lo expuesto en este trabajo, se demuestra que el *default* del sector corporativo está fuertemente correlacionado con el *default* soberano (sumado a la devaluación de

la moneda). El segundo impacta negativamente en el sector privado, dejándolo expuesto a la falta de financiamiento por el *credit crunch* que se produce en el mercado. En este contexto, las compañías que no tienen una forma de “*cobertura financiera por exportaciones*” o la posibilidad de ajustar sus ingresos, quedan expuestas a la reestructuración de su deuda y / o a grandes probabilidades de quiebra.

Fernando Walter Lolo

Tabla 1: Correlaciones de *Spreads* en Argentina.

<i>Argentina</i>	EMBI Plus	EMBI Plus: Latin Aggregate	EMBI Plus: Argentina	LEI	LEI Argentina	LEI Argentina Corporate	LEI Argentina Sovereign
EMBI Plus	1.00						
EMBI Plus: Latin Aggregate	0.75	1.00					
EMBI Plus: Argentina	-0.12	0.44	1.00				
LEI	0.49	0.91	0.55	1.00			
LEI Argentina	-0.13	0.44	0.99	0.58	1.00		
LEI Argentina Corporate	-0.11	0.43	0.96	0.58	0.98	1.00	
LEI Argentina Sovereign	-0.13	0.43	0.99	0.56	1.00	0.97	1.00

Acrónimos:

LEI: Latin Eurobond Spreads

LEI Sovereign: Sovereign Latin Euro Bond Spreads

LEI Corporate: Corporate Latin Eurobond Spreads

EMBI Plus: Emerging Markets Bond Index. Includes Brady Bonds, Brady Bonds Like and Eurobonds Spreads

Fuente: JP Morgan & Bloomberg Financial Services

Muestra: Datos desde Diciembre 31, 1997 a Agosto 28,2002

Tabla 2: Correlaciones de *Spreads* en Brasil.

<i>Brasil</i>	EMBI Plus	EMBI Plus: Latin Aggregate	EMBI Plus: Brasil	LEI	LEI Brasil	LEI Brasil Corporate	LEI Brasil Sovereign
EMBI Plus	1.00						
EMBI Plus: Latin Aggregate	0.98	1.00					
EMBI Plus: Brasil	0.97	0.99	1.00				
LEI	0.99	0.98	0.97	1.00			
LEI Brasil	0.97	0.99	1.00	0.97	1.00		
LEI Brasil Corporate	0.95	0.97	0.98	0.95	0.98	1.00	
LEI Brasil Sovereign	0.97	0.99	1.00	0.97	1.00	0.97	1.00

Acrónimos:

LEI: Latin Eurobond Spreads

LEI Sovereign: Sovereign Latin Euro Bond Spreads

LEI Corporate: Corporate Latin Eurobond Spreads

EMBI Plus: Emerging Markets Bond Index. Includes Brady Bonds, Brady Bonds Like and Eurobonds Spreads

Fuente: JP Morgan & Bloomberg Financial Services

Muestra: Datos desde Diciembre 31, 2001 a Octubre 28,2002

Tabla 3: Correlaciones de *Spreads* en México.

<i>México</i>	LEI	LEI: México	LEI: México Corporate	LEI: México Sovereign
LEI	1.00			
LEI: México	0.57	1.00		
LEI: México Corporate	0.91	0.81	1.00	
LEI: México Sovereign	0.48	0.98	0.72	1.00

Muestra: Datos desde Diciembre 31, 1993 a Octubre 28,2002

<i>México</i>	EMBI Plus	EMBI Plus: Latin Aggregate	EMBI Plus: México	LEI	LEI: México	LEI: México Corporate	LEI: México Sovereign
EMBI Plus	1.00						
EMBI Plus: Latin Aggregate	0.75	1.00					
EMBI Plus: México	0.80	0.43	1.00				
LEI	0.49	0.91	0.13	1.00			
LEI: México	0.82	0.62	0.90	0.43	1.00		
LEI: México Corporate	0.58	0.85	0.34	0.88	0.63	1.00	
LEI: México Sovereign	0.79	0.51	0.94	0.29	0.98	0.49	1.00

Muestra: Datos desde Diciembre 31, 1997 a Agosto 28,2002

Acrónimos:

LEI: Latin Eurobond Spreads

LEI Sovereign: Sovereign Latin Euro Bond Spreads

LEI Corporate: Corporate Latin Eurobond Spreads

EMBI Plus: Emerging Markets Bond Index. Includes Brady Bonds, Brady Bonds Like and Eurobonds Spreads

Fuente: JP Morgan & Bloomberg Financial Services

Tabla 4-a: Correlaciones de *spreads* y otras variables corporativas en Argentina.

	GDP growth (annual %) Nota A	Percentage of Bankruptcy to No of Firms Nota B	LEI: Argentina Nota C	Interest Rate (%) - Prime Companies Nota D	EMBI Nota E	EMBI Plus Argentina Nota F
GDP growth (annual %) Nota A	1.00					
Percentage of Bankruptcy to No of Firms Nota B	-0.76	1.00				
LEI: Argentina Nota C	-0.76	0.75	1.00			
Interest Rate (%) - Prime Companies Nota D	-0.69	0.72	0.94	1.00		
EMBI Nota E	-0.52	0.23	0.39	0.34	1.00	
EMBI Plus Argentina Nota F	-0.76	0.61	0.98	0.87	0.43	1.00

Muestra: Datos correspondientes al último día del año (Desde 1992 a 2002)

Nota A

Fuente: Global development Finance (GDF) & World Development Indicators (WDI) August 2002. The World Bank Group

Fuente: 2002 Forecast Deutsche Bank. Global Markets Research. "Emerging Markets Monthly". (September 5, 2002)

Nota B

Fuente: 1992-1999 Stijn Claessens and Leora F. Klapper. "Bankruptcy around the world: Explanations of its Relative Use".

World Bank Policy Working Paper 2865. (July 2002)

Fuente: 2000 and 2001 Own calculations based on Cityeconomika.com "Concursos y quiebras en su nivel mas alto" (2 Enero 2002) and Stijn Claessens - Leora F. Klapper. (July 2002).

Fuente: 2002: Due to the fact of changes in the Argentina's Bankruptcy Law, it was assumed the same rate of 2001 for fiscal year 2002

Nota C

Fuente: JP Morgan and Bloomberg

Nota D

Fuente: Banco Central de la Republica Argentina. www.bcra.gov.ar

Interest rates Arithmetic Mean - Loans in US Dollars at a 30 day term

Interest rates established on credits granted to prime companies by a group of 15 institutions or by all financial institutions located on Capital Federal and Gran Buenos Aires.

2002: Data available as of February 2002. For the purpose of this analysis, it is assumed that this variable remains constant for 2002.

Nota E

Fuente: JP Morgan and Bloomberg

Nota F

Fuente: JP Morgan and Bloomberg

1992 - 1994: EMBI Argentina

1995 - 2002: EMBI+ Argentina

Tabla 4-b: Argentina. Correlaciones - Cantidad de concursos preventivos y quiebras.

	Concursos y Quiebras - Quantity per Year - Nota A	GDP growth (annual %) Nota B	LEI: Argentina (Basis Points) Nota C	Interest Rate (%) - Prime Companies Nota D	EMBI (Basis Points) Nota E	EMBI Plus Argentina (Basis Points) Nota F
Concursos y Quiebras - Quantity per Year - Nota A	1					
GDP growth (annual %) Nota B	-0.44	1				
LEI: Argentina (Basis Points) Nota C	0.16	-0.76	1			
Interest Rate (%) - Prime Companies Nota D	0.33	-0.69	0.94	1		
EMBI (Basis Points) Nota E	0.11	-0.52	0.39	0.34	1	
EMBI + Argentina (Basis Points) Nota F	0.10	-0.76	0.98	0.87	0.43	1

Muestra: Data as of the last day of each year (From 1992 to 2002)

Nota A

Fuente: *El Cronista Comercial* sobre la base del Ministerio de Justicia. Argentina.

<http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html>

Debido al hecho que en Enero de cada año hay feria judicial y la cantidad de causas es cero, no se considero este mes en este análisis.

Nota B

Fuente: Global development Finance (GDF) & World Development Indicators (WDI) August 2002. The World Bank Group

Fuente: 2002 Forecast Deutsche Bank. Global Markets Research. "Emerging Markets Monthly". (September 5, 2002).

Nota C and E

Fuente: JP Morgan and Bloomberg

Nota D

Fuente: Banco Central de la Republica Argentina. www.bcra.gov.ar

Interest rates Arithmetic Mean - Loans in US Dollars at a 30 day term. Interest rates established on credits granted to prime companies by a group of 15 institutions or by all financial institutions located on Capital Federal and Gran Buenos Aires.

2002: Data available as of February 2002. For the purpose of this analysis, it is assumed that this variable remains constant for 2002.

Nota F

Fuente: JP Morgan and Bloomberg

1992 - 1994: EMBI Argentina

1995 - 2002: EMBI+ Argentina

Tabla 5: Benchmark de indicadores de deuda entre algunos países de América Latina^{xli}:

ARGENTINA	1970	1980	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EDT / XGS (%)		242.4	373.7	328.4	336.8	339.8	353.1	380.4	429	381.2
EDT / GNI (%)	19.1	35.6	46.1	29.6	39	41.7	44.8	48.5	52.6	52.6
TDS / XGS (%)		37.3	37	25.2	30.3	39.5	50.1	57.7	75.8	71.3
INT / XGS (%)		20.8	16.3	16.9	18.2	18.9	20.2	24	30.2	30.3
INT / GNI (%)	1.1	3.1	2	1.5	2.1	2.3	2.6	3.1	3.7	4.2
RES / EDT (%)	11.7	34.2	10	21.3	16.2	17.7	17.5	17.6	18.1	17.2
RES / MGS (months)		7	5.7	5.6	5.5	5.9	5.5	5.7	6.8	6.3
Short-term / EDT (%)	11	38.2	16.8	9.5	21.6	21.1	24.9	21.9	20.3	19.4
Concessional / EDT (%)	2.9	1.3	0.9	3	2.8	2.2	1.8	1.6	1.4	1.2
Multilateral / EDT (%)	4.8	4	8.1	10.3	9.5	8.8	8	9.4	10.6	11.1

BRASIL	1970	1980	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EDT / XGS (%)		306.6	325.5	287.4	272.1	303.6	300.7	372.8	403.9	343.9
EDT / GNI (%)	13.7	31.5	26.5	28.4	23.2	23.8	25	31.4	47.8	41.8
TDS / XGS (%)		63.3	22.2	30.1	36.6	42.2	62.7	74.8	112.8	90.7
INT / XGS (%)		33.9	6.1	11.7	17.8	17.5	18.5	19.3	24.4	21.8
INT / GNI (%)	0.5	3.5	0.5	1.2	1.5	1.4	1.5	1.6	2.9	2.6
RES / EDT (%)	20.8	9.6	7.7	25.3	32.1	32.9	26.1	18.2	14.7	13.9
RES / MGS (months)		2.3	2.7	8.4	7.9	8.6	6.4	5.3	5	4.2
Short-term / EDT (%)	12.5	18.9	19.8	21.1	19.5	19.8	17.6	12.4	12	13
Concessional / EDT (%)	22.9	2.5	2.5	4	3.8	2.9	2.3	1.8	1.9	0.9
Multilateral / EDT (%)	6.6	4.3	9.5	6.2	5.8	5.2	5.1	6.8	7.6	7.7

ECUADOR	1970	1980	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EDT / XGS (%)		201.6	362.8	318.1	255	238.2	233.7	265.7	239.3	183.5
EDT / GNI (%)	22.2	53.8	124.2	97.6	82.3	81.4	81.8	84.6	89.2	107.3
TDS / XGS (%)		33.9	32.5	21.1	25.8	21.7	28.7	29.9	26.6	17.6
INT / XGS (%)		15.9	14.2	10.4	12.1	11.1	12.5	15.7	14.1	8.4
INT / GNI (%)	0.6	4.2	4.9	3.2	3.9	3.8	4.4	5	5.3	4.9
RES / EDT (%)	20.8	21	8.3	13.3	12.8	13.9	14.4	11.1	11.5	8.9
RES / MGS (months)		4.1	3.2	4.4	3.4	4	3.6	2.6	3.9	2.3
Short-term / EDT (%)	29.1	26.3	15	27.2	9.4	10.9	13.4	14.5	8.1	7.4
Concessional / EDT (%)	23.2	4.8	7.6	11.1	12.9	12.9	11.6	12.4	13.4	15.3
Multilateral / EDT (%)	13.9	5.4	17.6	17.1	21.6	20.3	18.6	20.2	21.9	26.1

MÉXICO	1970	1980	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EDT / XGS (%)		232.4	191.4	179.7	172.6	136.8	113.4	115.2	105.8	77.9
EDT / GNI (%)	19.9	26.4	41.1	34.4	61.2	49.5	38.3	40	36	26.9
TDS / XGS (%)		44.4	20.7	28.1	27.8	35.6	33.2	20	25.1	30.2
INT / XGS (%)		24.6	13.4	11.8	11.6	10.4	8.5	8.2	7.7	7.1
INT / GNI (%)	0.8	2.8	2.9	2.3	4.1	3.8	2.9	2.8	2.6	2.5
RES / EDT (%)	10.9	7.3	9.8	4.6	10.2	12.4	19.4	19.7	19	23.7
RES / MGS (months)		1.4	1.9	0.7	2.1	2	2.5	2.5	2.2	2
Short-term / EDT (%)	14.4	28.2	15.4	28.1	22.4	19	18.7	16.3	14.4	12.6
Concessional / EDT (%)	2.8	0.6	0.8	1.2	0.9	1	0.9	0.9	0.8	0.8
Multilateral / EDT (%)	10.7	5.6	13.7	12.2	11.2	11.3	11.1	10.6	10	11.5

EDT/XGS is total external debt to exports of goods and services (including workers' remittances)

EDT/GNP is total external debt to gross national product

TDS/XGS (Debt to service ratio) is total debt service to exports of goods and services (including workers' remittances)

INT/XGS (Interest service ratio) is total interest payments to exports of goods and services (including workers' remittances)

INT/GNP is total interest payments to gross national product

RES/EDT is international reserves to total external debt

RES/MGS is international reserves to imports of goods and services

Short-term/EDT is short term debt to total external debt

Concessional/EDT is concessional debt to total external debt

Multilateral/EDT is multilateral debt to total external debt

Anexo 1. Argentina - Algunos aspectos macroeconómicos. Perfil de deuda, desembolsos y pagos entre el año 1970 y 2000.

En 1989 en Argentina, cuando la inflación alcanzaba 80%, se introdujo el Plan Bonex. Alrededor de 3.5 billones de dólares, que representaban la mitad de los depósitos bancarios a corto plazo, fueron canjeados por deuda externa. Cabe mencionar que estos depósitos eran usados para fondear las necesidades fiscales del gobierno, a través de altos índices de requisitos de liquidez (55% del total de activos). El plan Bonex consistía en papeles a la par a 10 años con un cupón semi anual referenciado con *LIBOR* a 6 meses y con un período de gracia de 3 años. Después de cuatro meses del anuncio de reestructuración, se intercambiaron US\$2.4 billones de depósitos de los US\$3.5 billones anunciados. En la reestructuración, los bancos que tenían menos depósitos que activos en el Banco Central, compraron Bonex con *cash* o financiados con un redescuento de hasta 20 meses. El intercambio con *cash* fue el instrumento más elegido debido a que tomaba un tipo de cambio más fuerte. Los bancos que estaban “*long*” en depósitos podían canjear Bonex por Bocones (Bonos de Consolidación Económica) en el Banco Central. También se utilizaron los BICs (Bonos de Inversión y Crecimiento) a 10 años con 35 cuotas pagaderas después de 18 meses. Este proceso le permitió al gobierno argentino reducir el déficit fiscal de 7.5% del GDP en 1989 al 2% del GDP en 1990. No obstante la devaluación del Austral hizo crecer rápidamente la inflación, hasta llegar a parámetros de hiperinflación. En este sentido se manejaban varias variables de fracaso, entre las que se destacan el bajo nivel de reservas, haciendo al Banco Central un gran demandante de dólares para honrar la deuda externa, denominada en esa moneda. Otra variable fue el hecho de que el saldo primario no era suficientemente fuerte y las tarifas del sector público tenían que ser incrementadas para reducir el déficit, creado por las empresas del estado. La actividad económica se contrajo, seguida por hiperinflación, hasta la llegada del plan de convertibilidad.

En Argentina, en el período 1990-1995 la convertibilidad venció la inflación y con las reformas implementadas (comercio, privatizaciones, etc.) condujeron a un aumento del *GDP* y de la productividad. Después de 1995, el tema político contrajo el progreso en ciertas reformas y la productividad se detuvo. El estado mostraba una debilidad en sus cuantías fiscales y un creciente gasto.

Antes de la devaluación, muchos cambios fueron implementados en los cuales el sistema financiero paso a debilitarse, incluyendo títulos de deuda pública en su cartera financiando al Estado, que mostraba graves problemas fiscales y bajos signos de sustentabilidad de deuda. El nivel de confianza se iba deteriorando y el nivel de actividad real iba cayendo, afectado por un proceso deflacionario. Los ingresos por impuestos del Estado se reducían (llegando a alcanzar a solo un 15% del *GDP* aproximadamente en el 2do Trimestre de 2002). El tipo de cambio flexible adoptado por Brazil, mientras que Argentina continuaba con un tipo de cambio fijo, empeoró para este último la implementación de ajustes y manteniendo una alta exposición del sistema de tipo de cambio a posibles shocks mientras que el peso se iba

sobrevaluando frente al dólar (sobrevaluación del tipo de cambio real del 40% aproximadamente en 2000) y una gran volatilidad en su mercado financiero.

En el siguiente cuadro se pueden apreciar algunos indicadores de deuda en algunos países emergentes de América Latina.

País	<i>Public Debt Interest / GDP</i>	<i>Public Debt Interest / Tax Revenues</i>	<i>Public Debt Interest / Public Debt</i>	<i>Public Debt / GDP</i>
Argentina	4.6 %	21.6 %	8.7 %	55.9 %
Brasil	9.5 %	33.8 %	15.5 %	65.0 %
Colombia	5.0 %	25.3 %	9.8 %	50.8 %
México	2.6 %	25.7 %	9.4 %	27.7 %

Fuente: Presentation by Guillermo Perry (Chief Economist LAC, World Bank). "Argentina: What went wrong?". IDB Annual Meetings. Fortaleza, Brazil. (March 2002). Basado en fuente: Goldman Sachs

Si bien estos ratios pueden considerarse no excesivos, el déficit fiscal que viene acarreado especialmente Argentina y Brasil, sumado al horizonte de amortizaciones de deuda pública, impactan fuertemente en la situación de crisis que especialmente Argentina esta enfrentando.

En Argentina el problema de déficit fiscal relacionado a la sobrevaluación del tipo de cambio real, muestra claras dificultades en la sustentabilidad de las cuenta fiscales, como se muestra en el siguiente cuadro:

<i>Argentina: Fiscal sustainability and the exchange rate</i>	<i>Equilibrium RER Index</i>	<i>Debt Output Ratio %</i>	<i>Debt Output Ratio Adjusted for RER Overvaluation %</i>	<i>Sustainable Balance adjusted for RER Overvaluation (% of GDP)</i>	<i>Sustainable Balance (av. Growth rate based on last 3 year observation (% of GDP)</i>
1996	1.02	0.37	0.37	0.9	0.9
1997	1.14	0.38	0.43	1.0	1.0
1998	1.22	0.41	0.50	0.5	0.4
1999	1.34	0.47	0.64	2.4	2.0
2000	1.34	0.51	0.68	5.52	4.1
2001	1.45	0.54	0.78	7.12	5.3

Fuente: Presentation by Guillermo Perry (Chief Economist LAC, World Bank). "Argentina: GAT went wrong?". IDB Annual Meetings. Fortaleza, Brazil. (March 2002).

En relación a la Cuenta Corriente, como porcentaje del *GDP*, Argentina mostró signos negativos durante un prolongado período (1996-2001) que inevitablemente daban señales de problemas de liquidez en el mediano plazo. (Median Trade Balance cercana a -2% del *GDP* desde 1995-1999)^{xlii}.

El marco de una economía "dolarizada" con *original sin* y emisiones de deuda en dólares tanto soberana como corporativa, bajo un razonable crecimiento podría haber sido una variable aceptable para mantener una hipótesis de sustentabilidad de deuda, salvo en el caso de una sobrevaluación del tipo de cambio. No obstante, una devaluación llevó inevitablemente a una crisis de solvencia con gran exposición al dólar, donde el sector bancario tiene un desfase en sus posiciones por la gran cantidad de títulos públicos en cartera y soportando una corrida bancaria prolongada

(los depósitos del sector privado bajaron, desde Marzo de 2001, de US\$85 billones aproximadamente a cerca de US\$15 billones al final de Julio 2002). Todo esto desata un problema de equilibrios múltiples, donde el flujo de capitales cae abruptamente a partir de 2001. La necesidad de ajustar el tipo de cambio mas la frágil situación fiscal acarreada a partir de 1996, tuvo varios escenarios visibles: un ajuste deflacionario, que la economía real no soportaría ni los inversores financiarían, o la devaluación, *default*, crisis bancaria y *credit crunch*.

La crisis argentina podría dividirse en una crisis bancaria y una crisis de tipo de cambio, mutuamente relacionadas. Con respecto al primer concepto se fueron dando varios sucesos:

- la caída abrupta de depósitos
- eventos económicos y políticos (cambios en el Ministerio de Economía, Factor de convergencia, Ley de déficit cero, Ley de disponibilidad de depósitos, “corralito”, “Megaswap”, Cambios en la Presidencia del País, devaluación, reprogramación de depósitos y pesificación asimétrica a diferentes tasas de cambio (descreencia en *FX* de equilibrio de US\$ 1 = AR\$ 1.4), introducción de instrumentos de deuda (CEDROs, BODENs), emisión de quasi-monedas (Patacón, Lecop, Federal, etc), una pérdida del nivel de confianza en el sector bancario, en el peso y en el gobierno, causas de amparo de retiro de depósitos en su moneda de origen.
- la intervención en la autonomía del Banco central cambiando el nivel de composición de los requerimientos de reservas. Insolvencia *ad-hoc* de los bancos, dado que en sus balances se cambio su composición, los activos del sector privado habían sido reemplazados por títulos de deuda del Estado (\$76 MM del sector público contra \$43 MM del sector privado en Junio 2002). Todo esto acompañado por un incremento en el riesgo país (mayor a los 6000 puntos básicos)

Analizando una estimación aproximada del balance consolidado del sistema financiero argentino (Agosto 2002)^{xliii}, nos encontramos que los préstamos al sector público representan un 57% frente a un 17% al sector corporativo, un 15% de prestamos a individuos y un nivel de reservas del 6% sobre el total de activos. Por parte del pasivo los pasivos extranjeros ascienden al 29%, los depósitos privados un 21%, CEDROs 16%, resdescuentos por iliquidez 11%, resdescuentos por BODENs y CB 8% y los depósitos del sector público un 4%. Haciendo un *mark to market* del 57% de los préstamos al sector público del activo nos encontramos en un desfasaje de muy difícil manejo.

En adición a esto, no había instrumentos de deuda para tener margen de maniobra para implementar una política monetaria y realizar operaciones de mercado abierto. Dando una solución intermedia el Banco Central trató de reducir la corrida bancaria, asistiendo a varios bancos y se desarrollaron instrumentos de esterilización que compitieran con la huída al mercado en busca de dólares. Estos instrumentos ofrecían tasas de retorno de alrededor del 140% (unas de las primeras subastas de LEBAC en Pesos y Dólares, con *maturity* de 7 días) que fue moderándose hasta la actualidad con emisiones con mayor *maturity* (En octubre 2002 se introdujeron LEBACs a 84 y 180 días) y menor tasa de retorno (entre 36% y 50 % en septiembre – octubre 2002). Se

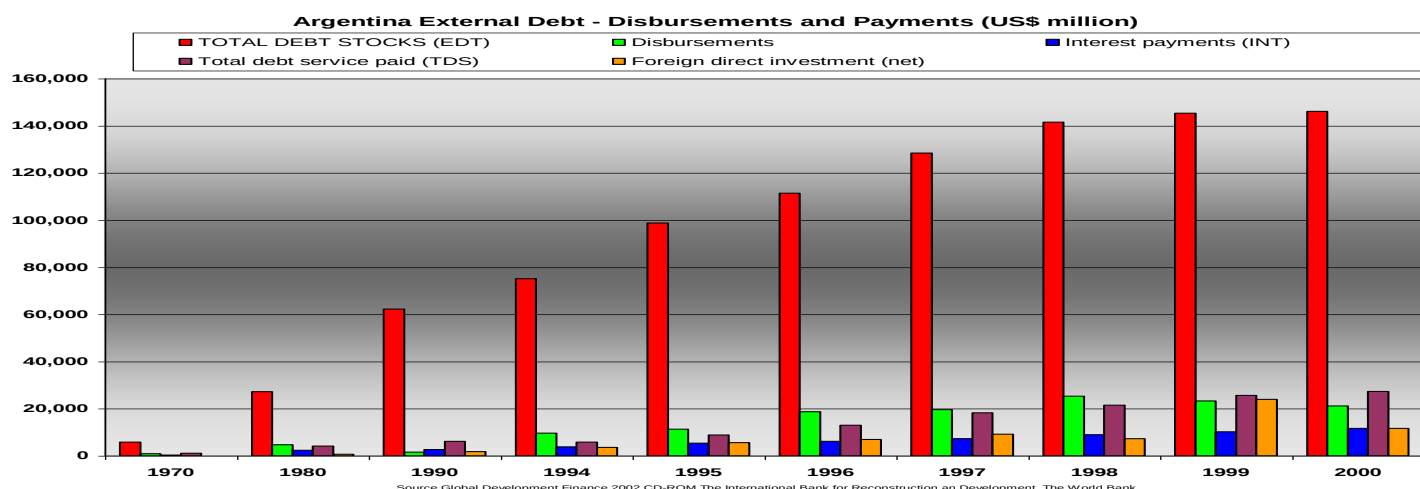
necesitaba prevenir el riesgo de una hiper-devaluación y gran depreciación del peso. De este modo la utilización de reservas para intervenir el mercado de dinero fue atemperando en cierto modo estas variables.

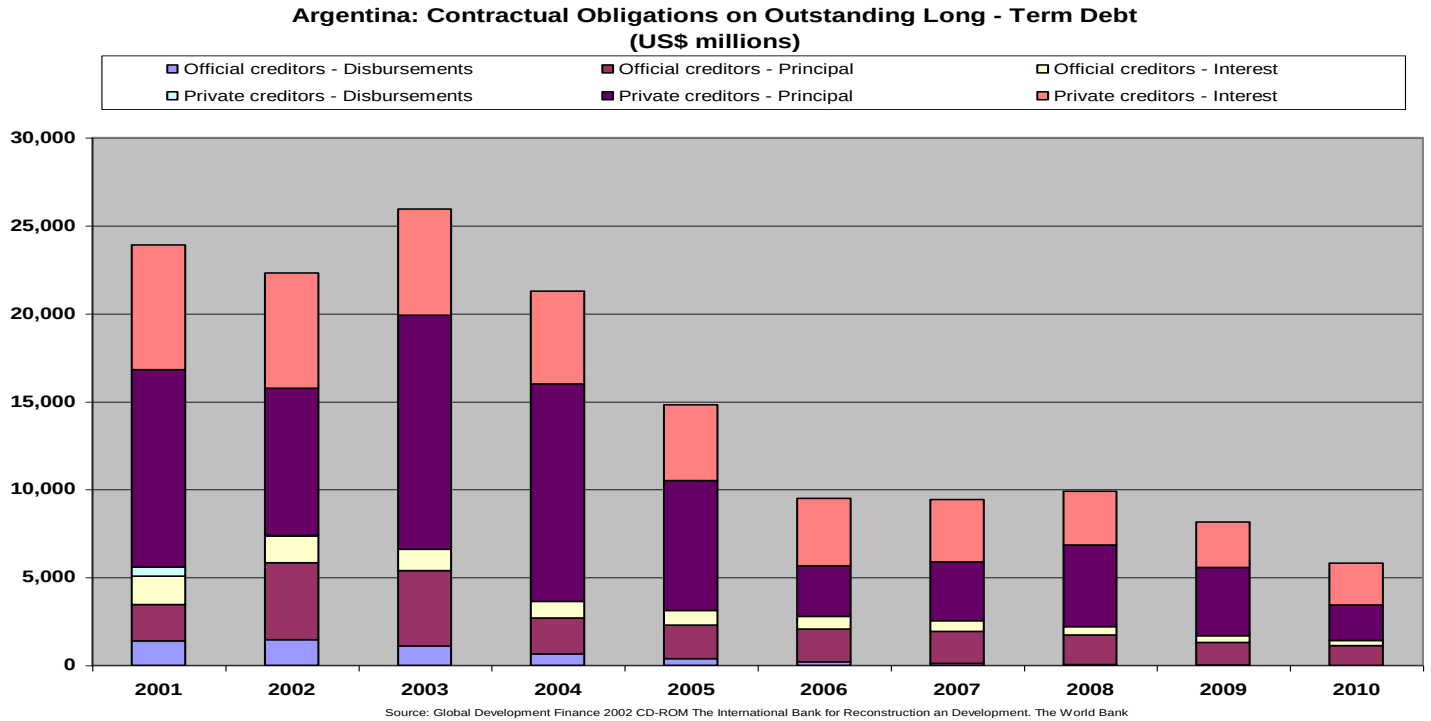
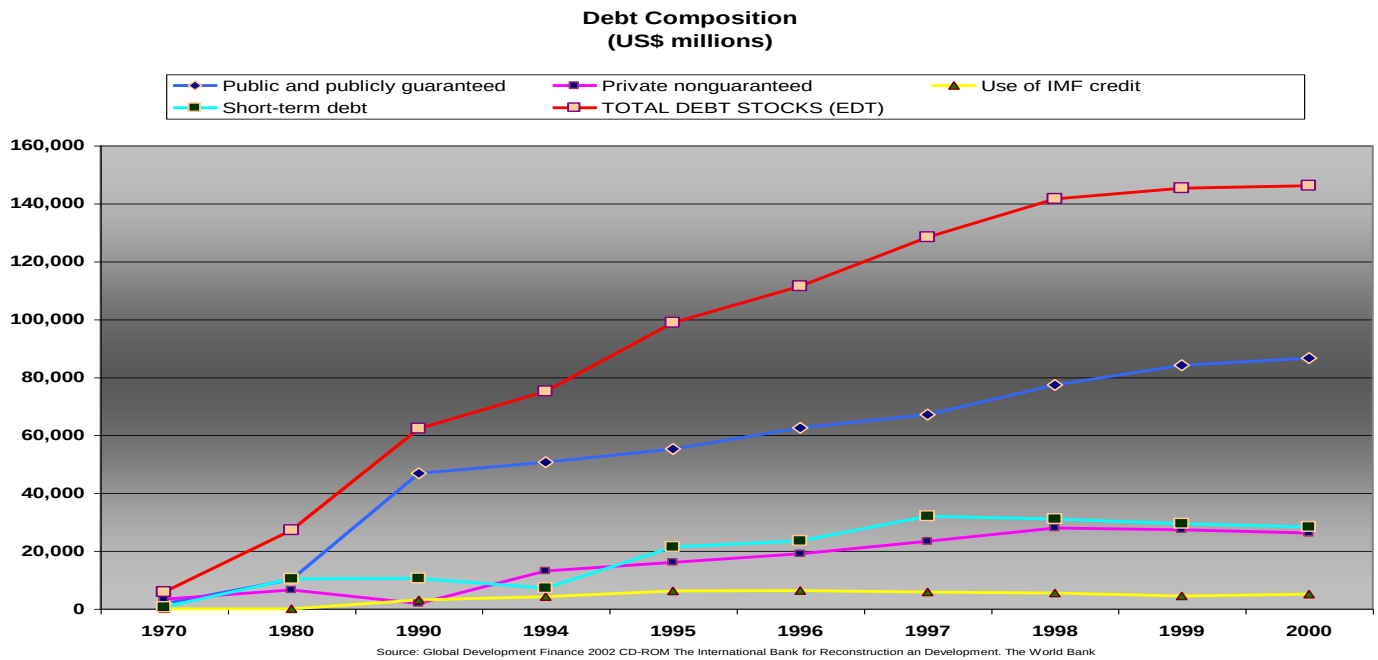
El cuadro abajo expuesto describe los montos de asistencia financiera por parte del Banco Central a algunos bancos en el período agosto de 2001 - agosto 2002:

Algunos Bancos asistidos por el Banco Central Argentino	Monto en millones de Pesos
Banco Galicia	4.554,1
Banco Nación	3.753,3
Bapro	3.569,0
Banco Francés	1.423,0
Sudameris	403,3
Nuevo Banco Bisel	390,2
Banco Río	377,0
Banco Provincia de Córdoba	327,1
Banco Hipotecario	314,4
HSBC Bank	294,7

Source: BCRA. Banco Central República Argentina.

En cuanto a la estimación de la actividad económica para el 2002^{xliiv}, el *Real GDP* arroja una cifra de -14.2 %, con una gran incidencia negativa en las inversiones (-23 %) y reducción abrupta de importaciones (-24.6 %). Las exportaciones para este período fiscal (1,1 %) se van recuperando suavemente, dando leves signos de convergencia de los sectores no-transables a los transables. La variación mensual acumulada en porcentaje del IPC de enero – septiembre 2002 arroja una cifra del orden del 34.2%, alcanzando un 10.4% en abril de 2002, a partir del cual se nota una tendencia bajista hasta septiembre de 2002. No obstante de ello, existe una falta de crédito en la economía, altos índices de desempleo y pobreza, una necesidad evidente de reestructuración del sector financiero e inicio de una reforma institucional y legal al amparo de los derechos de propiedad y problemas contractuales.





Anexo 2. Brasil - Algunos aspectos macroeconómicos.

En Marzo de 1990, Brasil tenía hiperinflación^{xlv}. El gobierno de Brasil introdujo un plan de estabilización que incluía la reestructuración del sector público y de las deudas del sistema bancario. Los precios y los salarios fueron “congelados” y se introdujo una nueva moneda (Cruzeiro). El 80% de los depósitos fueron “congelados” por un período de 18 meses. El monto máximo de retiro de las cajas de ahorro y cuentas corrientes se fijó en US\$1.000,-. El Cruzeiro se introdujo para diferenciar entre los depósitos congelados (Cruzados) y los que se podían retirar (Cruzeiros). Se produjo un *credit crunch* impactando fuertemente en la actividad económica, que forzó al gobierno a proveer liquidez al mercado. La débil situación fiscal, en la que se implementó el plan, hizo introducir medidas como el incremento del 50% en las tarifas del estado para poder alcanzar un superávit del 1-2% del *GDP*, para salir del déficit del 8% del *GDP*. La inflación siguió creciendo hasta 1994.

Después de 1994, se introduce el Plan Real con el sistema de *crawling peg*. Las crisis mexicana, asiática y rusa dejaron al descubierto la vulnerabilidad de Brasil a ataques especulativos en contra del Real. Sumado a esto, desde la implementación del Real, las cuentas fiscales mostraban déficit influenciado por la elevada carga de intereses. La volatilidad que existía en ese momento en los mercados emergentes, específicamente en Brasil, obligó a la moneda brasileña a devaluarse en 1999, que acusaba en el mercado una sobrevaluación. En ese momento^{xlvi}, la devaluación de aproximadamente 40% (*overshooting* del Real frente al Dólar) mostró una debilidad en el gobierno frente a las expectativas de inflación, que el mercado estaba acusando. De este modo, el proceso deflacionario, que venía ocurriendo en el país, fue reemplazado por uno inflacionario con una frágil situación fiscal y con un alto costo para el Estado de honrar su deuda externa indexada al dólar. Si bien el déficit primario podría mejorarse o ser algo controlable, el componente de intereses abultaría el déficit total. En este sentido, el impacto de la devaluación en las cuentas fiscales, analizado para varios escenarios de tipos de cambio mostraba las siguientes conclusiones:

Brazil Devaluation and her impact on the fiscal accounts	US\$ Billon (A)	Real Billions (A)														
FX Rate (Real / US Dollar)	1.00	1.21	1.70	1.75	1.80	1.85	1.90	1.95	2.00	2.50	2.75	3.00	3.25	3.50	3.60	3.75
External public debt	86.0	104.1	146.2	150.5	154.8	159.1	163.4	167.7	172.0	215.0	236.5	258.0	279.5	301.0	309.6	322.5
Dollar - indexed domestic debt	55.0	66.6	93.5	96.3	99.0	101.8	104.5	107.3	110.0	137.5	151.3	165.0	178.8	192.5	198.0	206.3
Forward exchange commitments	13.0	15.7	22.1	22.8	23.4	24.1	24.7	25.4	26.0	32.5	35.8	39.0	42.3	45.5	46.8	48.8
Less: Net international reserves	-28.0	-33.9	-47.6	-49.0	-50.4	-51.8	-53.2	-54.6	-56.0	-70.0	-77.0	-84.0	-91.0	-98.0	-100.8	-105.0
Net dollar and dollar - indexed debt	126.0	152.5	214.2	220.5	226.8	233.1	239.4	245.7	252.0	315.0	346.5	378.0	409.5	441.0	453.6	472.5

(A) Source: Own calculations based on Warburg Dillon Read. Latin American Research Note. As of January 25, 1999

Assumed GDP (Real billons)	1,052.5															
Change (% of GDP)		0.0%	5.9%	6.5%	7.1%	7.7%	8.3%	8.9%	9.5%	15.4%	18.4%	21.4%	24.4%	27.4%	28.6%	30.4%

Hubo varios factores que caracterizaron la crisis de Brasil: la devaluación incrementó el costo de intereses en moneda local para honrar el total de deuda en dólares y la deuda en reales indexada a dólares. La inflación tendió a mejorar el superávit primario (o reducir el déficit primario), debido a la indexación de los ingresos con el nivel de precios. Asimismo, el incremento sostenido en la tasa de interés real impactó en la posición fiscal total, teniendo en cuenta el stock de deuda.

En ese momento^{xlvii}, la gran proporción de deuda a corto plazo puso en duda a inversores en cuanto a la falta de un programa que asegurara estabilidad, mientras las altas tasas moderarían temporariamente la presión contra el Real e impactaban negativamente en la actividad económica. La posibilidad de reducción del gasto público era una alternativa lejana, al mismo tiempo que la inversión pública había sido reducida al mínimo. Brasil enfrentaba dos riesgos en la reestructuración de deuda:

- 2) La mayor parte de la deuda estaba en manos de los Brasileños. El *portafolio* de los bancos era de alrededor del 40%. El proceso de reestructuración ponía en riesgo al sistema financiero y afectaría a la actividad económica en el largo plazo. A diciembre de 1998 el sistema financiero tenía alrededor de US\$90 billones en títulos de deuda doméstica, aproximadamente igual al total de depósitos del sistema. Por lo tanto, un proceso de reestructuración eliminaba la posibilidad futura de financiamiento del Estado con esas fuentes con el riesgo de una hiperinflación.
- 3) Un ajuste fiscal, manteniendo un objetivo de superávit primario del orden del 2.6% del *GDP*, que requería un gran esfuerzo por parte del gobierno. Este superávit primario eliminaría las necesidades de financiamiento, después del intercambio del stock total de deuda.

Asimismo, la reestructuración presentaba lo siguiente, como alternativas visibles en base a instrumentos financieros:

- 1) *Securitizar* los depósitos bancarios, emitiendo deuda a mas largo plazo con mayor retorno y a su vez cancelando la deuda a corto plazo. Pero el riesgo era trasladado a los bancos, cuyos depósitos cubrían la deuda doméstica, y no la totalidad del stock de deuda.
- 2) Realizar un intercambio de deuda con los fondos de pensiones, fondos mutuos e implementar mecanismos de requisitos de reservas en los bancos. Esto representaba un 45% del stock de deuda, pero necesitando mecanismos claros de implementación.
- 3) Introducir un intercambio de deuda ayudado con reservas internacionales de los organismos multilaterales. Éste reduciría el riesgo a los bancos, y las nuevas emisiones incluirían de 1 a 2 años de gracia en el pago de intereses, para fondear el escenario de iliquidez para apoyar a los bancos, ayudado por el superávit primario, necesitando una política muy activa por parte del Banco Central para proveer liquidez en el sistema financiero. Éste hecho podría reestablecer lentamente la confianza en el mercado, siendo una recesión el costo a pagar.

En octubre de 2002, se implementaron ciertas defensas del Real mediante la regulación de capitales, requisitos de liquidez, y suba de tasas (Selic alrededor del 21%). Teniendo en cuenta el gran proceso de emisión de deuda por el que atravesó Brasil, el perfil de amortización muestra un esquema desigual (muchos de sus títulos públicos eran *bullet* y con *maturities* entre 2006-2013). A raíz de esto, se puede observar una necesidad de suavizar el flujo de repago de su deuda. El problema de la vulnerabilidad del sector público está en la deuda doméstica (que presenta un alto grado de dolarización) y la necesidad de aumentar la confianza en los inversores locales y extranjeros, luego de las elecciones presidenciales de 2002.

Ecuador - Algunos aspectos macroeconómicos y evolución de los hechos reflejados en el EMBI durante 1998 y 2002.

xlvi xlix Desde 1995, Ecuador se mantuvo con un sistema de *crawling peg*, flotando en una banda. Durante 1999, después de la devaluación de Brasil, el Sucre estuvo bajo mucha presión a depreciarse, expandiéndose luego la banda de flotación, cuya defensa resultó en una pérdida de reservas internacionales, llegando a alcanzar US\$1.4 billones, cifra igual a menos de 4 meses de importaciones.

Durante este proceso, se produjeron cambios políticos en Ecuador y se abandona el sistema de *crawling peg* pasando el Sucre a una flotación más aguda. Quedaban todavía problemas de déficit fiscal y reformas estructurales a resolver. El presupuesto de 1999 estimaba un objetivo de reducción de déficit fiscal de 5.9% del *GDP* (final de 1998) a 2.5% para el año 1999. En ese momento, se congelaron los precios de combustible diesel, una fuente importante de ingresos del Estado, y se paralizó un pago de servicio de deuda de US\$250 millones. La falta de implementación en la reforma tributaria (reemplazo del impuesto a las ganancias por un impuesto a transacciones financieras) y en el incremento del impuesto al valor agregado en 1998, más la renuncia del Presidente Jaramillo, amenazaban un posible acuerdo por un préstamo de US\$500 millones a US\$1 billón con el FMI, alejando las posibilidades del país para renegociar con acreedores del Club de París. Las tasas de interés se elevaron a cerca de 100% en febrero de 1999, que impactó claramente en las perspectivas de crecimiento, inversión y consumo. Desde noviembre de 1998 a enero de 1999 los *Ecuador Bradys* acusaron una pérdida en su precio del 25% aproximado. Ecuador mostraba una debilidad macroeconómica, bajas reservas internacionales y un gran déficit fiscal y en cuenta corriente del orden del 9.6% del *GDP* a fines de 1998, con un proyectado de mantenerse elevado para el año 1999. Así es que el Banco Central tenía poco margen de maniobra para defender al Sucre, y solo poder utilizar la tasa de interés, que era muy elevada desde la crisis de Brasil. Pero las elevadas tasas de interés, que no podían ser mantenidas por largos períodos de tiempo, junto con un sector financiero débil y los subsecuentes problemas de liquidez, llevaban irremediablemente a una crisis bancaria. Los inversores internacionales perdieron credibilidad en el sistema de *crawling peg*, debido a la imposibilidad de Ecuador de enfrentar *shocks* externos no sólo de tipo financiero, sino aunado a las contingencias meteorológicas como El Niño / La Niña.

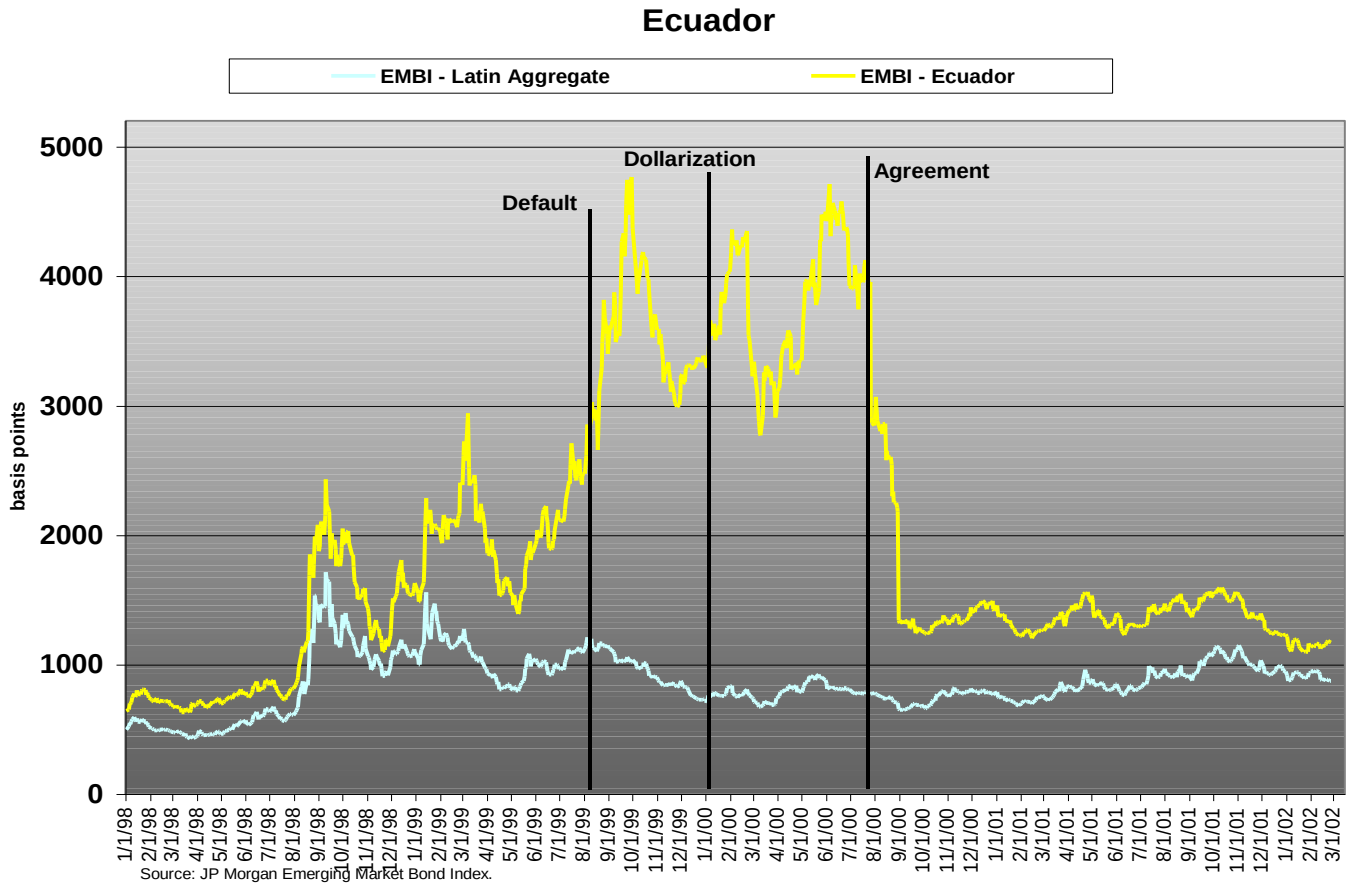
Durante el año 1999ⁱ el *GDP* se contrajo en un 7.3%, con una inflación del orden de 60% y con un incremento de la base monetaria de aproximadamente 152%. La huída de capitales, junto con un stock de reservas internacionales de sólo US\$1.28 billones, agravó la situación del país. En ese año, el Sucre sumaba una depreciación real del orden del 65%. En el sector financiero, los depósitos fueron congelados y la Agencia de Garantías de Depósitos del país había tomado el control de 15 bancos, de los cuales 9 habían dejado de operar, controlando el 72,2% en activos.

En septiembre de 1999, Ecuador cae en *default* en sus *Brady bonds*. Este hecho fue seguido por un rechazo de los acreedores para acordar una suspensión voluntaria del servicio de deuda externa, que rondaba en US\$6.5 billones.

En enero de 2000, se anuncia la dolarización de la economía, fijando una paridad de 25.000 sucres por cada dólar. La ley de dolarizaciónⁱⁱ prohibía la emisión de sucres y fijaba una tasa fija de interés del 9.35% para depósitos y 16.82% para préstamos, estipulando un déficit fiscal del orden del 2.5% del *GDP*. Una de las cláusulas de la misma estipulaba la cobertura del 100% de los depósitos por el término de 3 años por parte de la Agencia de Garantías, cubriendo hacia el quinto año hasta US\$ 8.000,- En el orden de cambios estructurales, dejaba claro la apertura del sector eléctrico, de telecomunicaciones y de petróleo a la inversión privada. Así también se trataba de flexibilizar el mercado laboral. La aprobación de esta ley apuntaba a la obtención de un préstamo multilateral y a destrabar las renegociaciones con el FMI y con los tenedores de *Brady bonds* y *Eurobonds*. En abril de 2000, se aprueba una línea de crédito con el FMI de US\$304 millones condicionando a Ecuador a renegociar los títulos *Bradys* y los *Eurobonds*, que fueron seguidos por otros acuerdos de préstamos con el Banco Mundial y el Banco Inter-americano de Desarrollo.

En agosto de 2000ⁱⁱⁱ, los tenedores aceptan un *swap* de US\$ 6.65 billones a cambio de bonos globales a 30 años, con una quita del 40% aproximadamente en el principal. En noviembre de 2000ⁱⁱⁱⁱ, se veían signos positivos de la dolarización, con aproximadamente 98% de los sucres sacados de circulación. El *GDP* crecía al 2.9% en los primeros cinco meses, la inflación mensual alcanzaba el 2.7% mensual y los depósitos bancarios se habían incrementado en un 57% en los primeros 8 meses del 2000. La tasa de desempleo había bajado del 14.3% en enero al 10.9% en noviembre.

Los índices del *GDP*^{liv} para el año 2001 mostraban un crecimiento de 5.6% aproximadamente, el más alto de la región latinoamericana. El índice de precios había pasado de 22% en el 2001 a 10% en 2002. No obstante en julio de 2002, todavía faltaban asegurar acuerdos con organismos multilaterales y mantener el repago de su deuda externa, como así también alcanzar las metas del FMI de mantener un déficit fiscal primario del 6.4% del *GDP*, que implicaba reducir el gasto o incrementar los ingresos fiscales en el orden de los US\$300,- millones. En el siguiente gráfico se resume la evolución de la historia de lo contemplado anteriormente reflejado en el EMBI.



Anexo 3. Debt – History (Reproducción literal).

Argentina ^{lv}– Commercial Debt Restructuring (Multilateral Debt Relief Agreements with Commercial Banks)

Date of Agreement	Consolidation Period		Amount Restructured (millions of US dollars)		Other Assistance (millions of US dollars)		Repayment terms (consolidation portion only)		
	Start Date	Length	Deferment	Rescheduling	New long – term money	Short – term credit maintenance	Maturity (years / months)	Grace (years / months)	Interest (margin)
January 1983	1 January 1983	12			1.300		½	0/7	1 ¼
August 1983					500		4/6	3/0	2 ¼
August 1985	1 January 1982	48		9.777	3.593	3.100	10/0	3/0	1 3/8
August 1987	See Notes			24.286	1.253	3.500	19/0	7/0	13/16
April 1993	DDSR agreement (see Notes)								
September 1997	Voluntary debt Swap (See Notes)								
Mar / Sep 1998	Debt buyback (See Notes)								
March 1999	Voluntary debt swap and debt buyback (See Notes)								
Feb / June 2000	Voluntary debt Swap (See Notes)								
Feb / June/ Aug 2001	Voluntary debt Swap (See Notes)								
December 2001	Voluntary local debt swap (See Notes)								

Notes:

Jan. 1983: Bridge Loan

Aug. 1983: New Money initially US\$ 1.5 billion

Aug. 1985: Agreed in principle in December 1984

Aug. 1987: Agreement extended the maturity and lowered the spreads on the 1983 and 1985 agreements. Also includes a no collateralized debt exchange with interest reduction. (US\$ 15 million)

Apr. 1993: DDSR, (Officially supported debt and debt service reduction agreement - Brady initiative) agreement: Outstanding stock of US\$ 19.3 billion exchanged either for 30-year bonds yielding a market interest rate (LIBOR + 13/16 percent) at a 35 percent discount or for 30 – year par front – loaded interest rate reduction bonds. First year: interest rate 4 percent, rising to 6 percent in year seven and remaining there until maturity. Both bonds collateralized for principal and contain rolling 12 month guarantee. Agreement also included US\$ 9.3 billion of past due interest: US\$ 0.7 billion were paid in cash at closing, US\$ 400 million were written off, and the remainder exchanged for bonds (17 year maturity; 7 years' grace), repayable in rising installments and yielding LIBOR + 13/16 percent.

September 1997: Argentina swapped US\$2.4 billion of Brady's bonds for US\$1.8 billion of uncollateralized 30 year bonds at an interest rate of 305 basis points above the US Treasury rate. The offering allowed for direct exchange and cash sales of Brady bonds.

Mar / Sep 1998: In March, Argentina bought back US\$760 million of Brady bonds, consisting of US\$ 645 million of par bonds and US\$ 115 million of discount bonds. In September, Argentina bought back US\$700 million of Brady bonds at nominal value.

Mar. 1999: There were two buyback operations. Swap of US\$ 129 million of Brady bonds, US\$ 84.1 million of discount bonds, and US\$ 45 million of par bonds, held by the local pension funds and other institutional investors, for US\$ 106 million of Argentina Bonte bonds maturing in 2027 and exchangeable for 30 year global bonds later. Also there was a retirement of discounts, and US\$ 435 million of pars through open-market purchase

Feb. / June 2000: In February, Argentina swapped US\$1.4 billion of Brady bonds for US\$3.5 billion of Argentine Bonte bonds maturing in 2003 and 2005 in a local bond exchange. In June, Argentina swapped US\$3.3 billions of Brady bonds for US\$2.4 billion of new 15 year global bonds. The new issue carried of 13.3 percent.

February 2001: Swapping US\$4.8 billion of peso- and US dollar-denominated debt for a new US\$2.6 billion Bonte (Treasury bond) due 2006 and a new US\$1.6 billion Global bond due 2012. US\$2.9 billion of bonds was converted into new 5 year Bonte, and US\$1.9 billion of bonds was converted into new 11 year global bond.

June 2001: Argentina exchanged about US\$29.5 billion of domestic and external bonds with US\$30.4 billion (face value) of five new bonds including US\$11.5 billion of 2008 dollar bond, US\$7.5 billion of 2018 dollar bond, US\$8.5 billion of 2031 dollar bond, Ps 931 million of 2008 peso bond, and Ps 2.03 billion of promissory Note due 2006.

August 2001: About US\$ 1.4 billion of Treasury Securities were exchanged for a combination of 1 year and 3 year bond.

Dec 2001: About US\$50 billion of domestic debts - US\$41 billion in federal debt and US\$9 billion in provincial debt – were exchanged for a new lower coupon loans guaranteed by tax collection. The new loans extended maturities of all debt due before 2010 by three years and lowered the interest rates by at least 30 percent lower than original bond. This operation allowed the federal government to reduce amortization payments by US\$2.5 billion in 2002, US\$3 billion in 2003, and US\$2.4 million in 2004. It also saved US\$3.6 billion of interest payments in 2002, US\$2.4 billion for the federal government and US\$1.2 billion for the provinces.

Argentina – Official Debt Restructuring (Multilateral Debt Relief Agreements with Official Creditors).

Date of Agreement	Contract cutoff date	Consolidation Period		Consolidation includes		Share of Debt consolidated (percent)	Amount consolidated (millions of US dollars)	Repayments terms	
		Start Date	Length (months)	Arrears	Previously rescheduled debt			Maturity (years / months)	Grace (years / months)
16 Jan 85	10 Dec 83	1 Jan 85	12	yes		90	2.040	9/6	5/0
20 May 87	10 Dec 83	1 May 87	14	yes		100	1.260	9/5	4/11
21 Dec 89	10 Dec 83	1 Jan 90	15	yes	yes	100	2.400	9/4	5/10
19 Sept 91	10 Dec 83	1 Oct. 91	9	yes	yes	100	1.476	9/9	6/3
21 Jul 92	10 Dec 83	1 Jul 92	33		yes	100	2.700	13/8	½

Brasil ^{lvi}– Commercial Debt Restructuring (Multilateral Debt Relief Agreements with Commercial Banks).

Date of Agreement	Consolidation Period		Amount Restructured (millions of US dollars)		Other Assistance (millions of US dollars)		Repayment terms (consolidation portion only)		
	Start Date	Length	Deferment	Rescheduling	New long – term money	Short – term credit maintenance	Maturity (years / months)	Grace (years / months)	Interest (margin)
February 1983	1 January 1983	12		4.800	4.195	15.675	8/0	2/6	2 1/4
January 1984	1 January 1984	12		5.900	6.510	15.100	9/0	5/0	2
July 1986	1 January 1985	12	9.600	6.552		14.750	6/3	4/3	1 1/4
November 1988	1 January 1987	84		61.482	5.200	14.833	20/0	8/0	13/16
July 1992	Interest arrears end 1990 (See Notes)								
April 1994	DDSR agreement (See Notes)								
June 1997	Voluntary Debt Swap (See Notes)								
Apr / Oct 1999	Voluntary Debt Swap (See Notes)								
Mar/July/ Aug 2000	Voluntary Debt Swap (See Notes)								
March 2001	Voluntary local debt swap (See Notes)								

Notes:

July 1994: Includes deferment of 1986 maturities

Nov 1988: Includes a broad package of creditor options

July 1992: Interest arrears: December 31, 1990. Cash payment during 1992: US\$ 863 million. When term sheet concludes for long – term debt, the balance was converted into 10 year bonds (3 years' grace), bearing market interest rates.

April 1994: DDSR (Officially supported debt and debt service reduction agreement - Brady initiative) agreement: Four components of debt were restructured, totaling US\$ 48 billion: (a) debt to foreign banks under the 1988 multiyear deposit facility agreement (US\$ 32.5 billion), (b) debt to Brazilian banks (C) debt resulting from 1988 new money facilities (US\$8.1 billion), and (d) interest arrears accruing from 1991-94 (US\$ 6.0 billion). The first category of debt was restructured following a six choice menu: (a) discount bonds, 35 percent discount, 30 year bullet maturity yielding LIBOR + 13/16 percent with principal collateral and a 12 month rolling interest guarantee (US\$ 11.2 billion); (b) par bonds with a reduced fixed rate interest (yielding 4percent in the first year and gradually rising to 6 percent in year 7), 30 year bullet maturity, also with principal collateral and a 12 month rolling interest guarantee (US\$ 10.5 billion); (c) front loaded interest reduction bonds (US\$ 1.7 billion), with interest rising from a fixed rate of 4 percent in year 1 to 6 percent in years 5 and 6 and then reverting to LIBOR + 13/16 percent from 7 to maturity, 15 years maturity, including 9 years' grace, 12 month rolling interest guarantee; (d) C-bonds, par reduced interest rate bonds with capitalization of interest (US\$7.1 billion), with repayment terms of 20 years maturity, including 10 years' grace, interest beginning at 4 percent and the applicable rates in the first 6 years being capitalized, no collateral; (e) conversion bonds (US\$1.9 billion) combined with new money bonds in a 1:5.5 ratio, interest is LIBOR + 7/8 percent, terms are 18 years' maturity, including 10 years' grace for the conversion bonds and 15 years, including 7 years' grace for the new money bonds, no collateral; (f) interest reduction loan with capitalization, maturity of 20 years, including 10 years' grace, interest rising from 4 percent in year 1 to 5 percent in year 6 to LIBOR + 13/16 percent from year 7 to maturity.

June 1997: Brasil completed a US\$ 3 billion 30 year bond offering involving US\$0.8 billion cash sale and US\$2.3 billion exchange for US\$2.7 billion of Brady bonds. The new issue carries an interest rate of 395 basis points above the US Treasury rate.

Apr / Oct 1999: In April, Brasil completed a US\$3 billion, five year global bond offering involving US\$2 billion cash sale and US\$1 billion exchange for US\$1.5 billion of Brady bonds, consisting of US\$1.046 million of eligible interest bonds (Eis) and US\$406 million of interest due and unpaid bonds (IDUs). In October, Brasil issued US\$2 billion 10 year global bonds in exchange for US\$ 2.7 billion of Brady bonds. The new issue carries a coupon of 14.5 percent or 850 basis points over the US Treasury rates.

Mar/July/Aug 2000: Buyback of US\$705 million of Brady bonds using the proceeds from US\$600 million 30 year global bonds in March. In July, Brasil issued a new US\$ 1 billion seven year global bond involving US\$612 million cash sales and US\$388 million exchange for US\$400 million of Brady bonds. In August, Brasil completed the largest ever emerging market bond swap with the issue of US\$5.16 billion 40 year global bonds with a coupon of 11 percent. This swap operation retired US\$5.22 billion of Brady bonds.

Mar 2001: Exchange of Brady bonds for a new US\$2.15 billion of global bond due in 2024. Brady bonds exchanged for the new global bond included US\$682 million of par bonds, US\$1.2 billion of discounts bonds, US\$212 million of C-bonds, and US\$47 million of Debt Conversion Bonds (DCBs).

Brasil – Official Debt Restructuring (Multilateral Debt Relief Agreements with Official Creditors).

Date of Agreement	Contract cutoff date	Consolidation Period		Consolidation includes		Share of Debt consolidated (percent)	Amount consolidated (millions of US dollars)	Repayments terms	
		Start Date	Length (months)	Arrears	Previously rescheduled debt			Maturity (years / months)	Grace (years / months)
23 Nov 83	31 Mar 83	1 Aug 83	17	Yes		85	2.337	9/0	5/0
21 Jan 87	31 Mar 83	1 Jan 85	30			100	4.178	5/6	3/0
29 July 88	31 Mar 83	1 Aug 88	20	Yes		100	4.992	9/6	5/0
26 Feb 92	31 Mar 83	1 Jan 92	20	yes		100	10.500	13/4	1/10

Ecuador ^{lvii}– Commercial Debt Restructuring (Multilateral Debt Relief Agreements with Commercial Banks).

Date of Agreement	Consolidation Period		Amount Restructured (millions of US dollars)		Other Assistance (millions of US dollars)		Repayment terms (consolidation portion only)		
	Start Date	Length	Deferment	Rescheduling	New long – term money	Short – term credit maintenance	Maturity (years / months)	Grace (years / months)	Interest (margin)
October 1983	1 Nov 1982	14		2.770	433	700	7/0	1/0	2 ¼
December 1985	1 Jan 1985	60		4.219	200	700	12/0	3/0	1 3/8
November 1987*	See Notes								
February 1995*	DDSR agreement (See Notes)								
April 1997	Voluntary debt swap (See Notes)								
August 2000	Debt rescheduling (See Notes)								

Notes:

Dec 1985: MYRA

Nov 1987: Replaces the MYRA

Feb 1995: DDSR agreement, restructuring US\$7.8 billion of principal and PDI. For principal, creditors agreed to exchange US\$2.6 billion for discount bonds (45 percent discount) yielding LIBOR + 13/16 percent and US\$1.9 billion for par – reduced interest rate bonds. Both bonds have a 30 year bullet maturity and are collateralized for principal and have a 12 month rolling interest guarantee. The interest rate on the par bonds is 3 percent for the first year, rising to 5 percent in year 11. For PDI, US\$75 billion on past due is to be settled in cash at closing, US\$ 2.3 billion was exchanged for bonds with a 20 year maturity (no grace period) repayable on a graduated amortization schedule, US\$ 191 million was exchanged for interest equalization bonds, and US\$ 582 million was written off.

Apr 1997: In April, Ecuador issued US\$150 million in Eurobonds to buy US\$214 million of Brady bonds. The principal amount is due at maturity in 2004 and carries an interest rate of 475 basis points above the US Treasury rates. The US\$50 million saved from the release of collateral was applied toward clearance of debt service arrears with Paris Club creditors.

Aug 2000: Agreement to exchange about US\$5.9 billion in defaulted Brady bonds and Eurobonds for US\$3.95 billion in new 12 and 30 year global bonds. The new 12 year issue was priced to yield 12 percent, and the new 30 year issue carried a multi-coupon with the initial coupon rate of 4 percent. This operation was a 40 percent reduction in principal for the bondholders.

Ecuador – Official Debt Restructuring (Multilateral Debt Relief Agreements with Official Creditors).

Date of Agreement	Contract cutoff date	Consolidation Period		Consolidation includes		Share of Debt consolidated (percent)	Amount consolidated (millions of US dollars)	Repayments terms	
		Start Date	Length (months)	Arrears	Previously rescheduled debt			Maturity (years / months)	Grace (years / months)
28 July 83	1 Jan 83	1 June 83	12			85	142	7/6	3/0
24 Apr 85	1 Jan 83	1 Jan 85	36	yes		Var	450	7/6	3/0
20 Jan 88	1 Jan 83	1 Jan 88	14	yes		100	438	9/5	4/11
24 Oct 89	1 Jan 83	1 Nov 89	14	yes	yes	100	397	9/5	5/11
20 Jan 92	1 Jan 83	1 Jan 92	12	yes	yes	100	339	19/5, 14/6	9/11, 8/0
27 Jun 94	1 Jan 83	1 July 94	6	yes	yes	100	293	19/9, 14/9	10/3, 8/3
15 Sep 00	1 Jan 83	1 may 00	12	yes	yes	100	887	19/9, 17/9	10/3, 3/3

México ^{lviii}– Commercial Debt Restructuring (Multilateral Debt Relief Agreements with Commercial Banks).

Date of Agreement	Consolidation Period		Amount Restructured (millions of US dollars)		Other Assistance (millions of US dollars)		Repayment terms (consolidation portion only)		
	Start Date	Length	Deferment	Rescheduling	New long – term money	Short – term credit maintenance	Maturity (years / months)	Grace (years / months)	Interest (margin)
August 1983	23 Apr 82	28		23.280	5.007		8/0	4/0	1 7/8
April 1984					3.873		10/0	5/6	1 ½
March 1985	1 Jan 87	48		28.000			14/0	0/0	1 ¼
August 1985	1 Jan 85	72		20.256			14/0	1/0	1 ¼
October 1985			950						
March 1987				44.216	7.439		20/0	7/0	13/16
August 1987	1 Jan 88	48		9.700			20/0	7/0	13/16
March 1988	Debt exchange (see Notes)								
March 1990	DDSR agreement (see Notes)			48.231	1.091				
May / Sept 1996	Voluntary Debt Swap (see Notes)								
Aug / Oct 1999	Voluntary Debt Swap (See Notes)								
Mar / Sept / Oct / Nov 2000	Voluntary Debt Swap and debt buyback (See Notes)								
Mar / May / Aug 2001	Voluntary Debt Swap (See Notes)								
Apr / May / Oct / Nov 2001	Debt buyback (See Notes)								

Notes:

Mar 1985: MYRA covering previously rescheduled debt

Aug 1985: MYRA covering debt not previously rescheduled

Oct 1985: Deferment of first payment under the March 1985 agreement

Mar 1987: Modification of terms of earlier agreements

Aug 1987: Private sector debt restructured

Mar 1988: Exchange of debt for 20 year, zero coupon collateralized bonds (US\$ 556 million)

Mar 1990: DDSR agreement. In addition to new money of US\$ 1 billion, the agreement provided for the exchange of US\$20.5 billion of debt for bonds at a 35 percent discount, an exchange of US\$ 22.4 billion of debt at par for reduced interest rate bonds, and conversion bonds totaling US\$ 5.3 billion. These last are not collateralized and have a tenor of 15 years' maturity, including 7 years' grace and an interest rate of LIBOR + 13/16. The total base also includes US\$ 693 million not committed to any option

May/ Sept 1996: Swap of US\$2.4 billion Brady bonds for a US\$1.8 billion, 30 year uncollateralized bond at an interest rate of 11.5 percent. On September 24, México bought back US\$ 1.2 billion of Brady bonds at a cost of 81 cents per dollar. This operation was funded by a US\$ 1.0 billion, 20 year bond at an interest rate of 445 basis points above US Treasury rates.

Aug / Oct 1999: Buyback of US\$510million of Brady bonds in exchange for US\$400 million of new 17 year global bonds at an interest rate of 445 basis points above the US Treasury rate in August. In October, México issued US\$425 million of 10 year global bonds in exchange for about US\$525 million face value of Brady bonds, US\$275 million of par bonds, and US\$250 million of discount bonds. The new offering carries a coupon of 10.2 percent or 385 basis points over the US Treasury rate.

May/ Sept /Oct/ Nov 2000: Two buyback operations to retire US\$1 billion of Brady bonds in March. Buyback of US\$150 million of Swiss franc-denominated 30 year Brady bonds at a 22 percent discount plus any accrued and unpaid interest in September. Buyback of US\$1 billion of Brady bonds denominated in European currencies (Dutch guilders, French francs, Italian lire, and German marks) in October. Buyback of US\$385 million of Brady bonds by exercising the embedded call options in November.

Mar 2001: About US\$3.3 billion of Brady bonds (pars and discounts) were exchanged for new 18 year global bond with a yield of 9.3 percent. This operation generated about US\$115 million of net present value savings and freed up roughly US\$1.5 billion in collateral.

Apr 2001: Buyback of about US\$10 million (NLG31.3 million) of Dutch guilder denominated Brady discount bonds.

May 2001: Swapping US\$1.05 billion of Brady bonds (pars and discounts) for US\$ 1 billion of global bond through a reopening of 10 year global bond issued in January 2001. The transaction realized about US\$60 million of net present value saving and released US\$475 million of underlying collateral. The Mexican government also bought back around US\$15 million (JPY1.73 billion) of Japanese yen denominated Brady discount bonds by exercising the embedded call options.

Aug 2001: The new issuance of a US\$1.5 billion, 30 year global bond involving a US\$1.06 billion cash sale and a US\$440 million exchange for outstanding Brady bonds. Brady swap operation realized about US\$10 million of net present value savings and liberated US\$200 million of collateral.

Oct 2001: Buyback of around US\$300 million of Brady discount bonds and US\$100 million (CAD162 million) of Canadian dollar-denominated Brady discount bonds.

Dec 2001: Buyback of about US\$400 million (FRF3 billion) of French franc denominated Brady par bonds.

México – Official Debt Restructuring (Multilateral Debt Relief Agreements with Official Creditors).

Date of Agreement	Contract cutoff date	Consolidation Period		Consolidation includes		Share of Debt consolidated (percent)	Amount consolidated (millions of US dollars)	Repayments terms	
		Start Date	Length (months)	Arrears	Previously rescheduled debt			Maturity (years / months)	Grace (years / months)
23 Jun 83*	20 Dec 82	1 July 83	6	Yes		90	1.199	5/6	3/0
7 Sep 86	20 Dec 85	22 Sept 86	18			100	1.912	8/3	3/9
30 May 89	31 Dec 85	1 June 89	36			100	2.400	9/7	6/1

References and Notes – Debt History.

Commercial debt restructuring

* Agreement in principle.

Notes: Deferments= short term rollover of current maturities. MYRA = Multiyear rescheduling agreement. New money= Loans arranged for budgetary or balance of payments support in conjunction with debt rescheduling, usually in proportion to each creditor bank's exposure; sometimes referred to as concerted lending. Rescheduling= consolidation of debt into new long term obligations; may include arrears as well as future maturities; interest and short term debt included only if indicated in country Notes. For DDSR agreements, figures include face value of buybacks and of all debt exchanges. Short Term credit maintenance = Understanding by banks to maintain the size of existing trade or other short term credit facilities, arranged in conjunction with debt rescheduling. Interest (margin) = percentage points above LIBOR. DDSR = Officially supported debt and debt service reduction agreement (Brady initiative)

Official debt restructuring

Notes: The figures in the tables are commitment values (amounts of agreed debt relief). They correspond to the disbursement figures (minus debt forgiveness, when applicable) for debt restructuring. All agreements shown in this table were negotiated through the Paris Club, except those indicated with an asterisk.

Maturity is measured from the end of the consolidation period to the date of the final amortization payment; the grace period is the time between the end of the consolidation period and the date of the first amortization payment. The secretariat of the Paris Club measures grace period and maturity from the midpoint of the consolidation period. "Menu" terms refer to the options agreed to at the 1988 Toronto economic summit meeting.

Agreement signed in March 1995 covered a 36 month period, but a new agreement was signed in December 1995 covering the stock of debt, starting 12 months after the beginning of the consolidation period of the previous agreement.

Agreement with a Paris Club-designated lower middle income country with heavy official debt. These agreements also allow for debt conversions, subject to the limit for each creditor country (for non ODA debt) of US\$10 million or 10 percent of the debt outstanding as of the consolidation period, whichever is higher. Where two sets of figures for repayment terms maturity and grace are given, the first set represents official development assistance (ODA) debt and the second non-ODA debt.

* The rescheduling was concluded outside of formal Paris Club auspices

Fuentes: Global Development Finance 2002. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank Group. Based on World Bank DRS; IMF; Paris Club Secretariat

Anexo 4. Algunas emisiones internacionales de empresas que incurrieron en default en América Latina en el período 1990-2000.

Compañía	Año	País	US\$MM
Alto Paraná S.A.	1995	Argentina	60
Aerovías de México S.A.	1995	México	100
Fifth Mexican Accept Crp (SIDECA)	1995	México	75
Seventh Mexican Accept Crp (SIDECA)	1995	México	200
Grupo Synkro	1995	México	50
Grupo DINA	1996	México	150
Grupo Situr S.A. de CV (SIDECA)	1996	México	100
Grupo Tribasa S.A. de CV	1996	México	250
Corimon	1996	México	29
Buenos Aires Embotelladora	1997	Argentina	60
Gatic S.A.	1997	Argentina	40
Grupo México de Desarrollo	1997	México	250
Grupo Simec S.A. de CV (SIDECA)	1997	México	65
Alpargatas S.A.I.C.	1998	Argentina	173
Banco Mayo Cooperativo	1998	Argentina	130
Banco Medefin UNB S.A.	1998	Argentina	50
Central Termica Guemes	1999	Argentina	60
Hidroeléctrica Piedra del Aguila	1999	Argentina	200
Sociedad Comercial del Plata	1999	Argentina	190
Supercanal Holdings	1999	Argentina	300
Sharp do Brasil	1999	Brasil	120
Singer do Brasil	1999	Brasil	50
Tevecap S.A.	1999	Brasil	250
TV Filme Inc.	1999	Brasil	140
Consorcio Ecuatoriano	1999	Ecuador	125
Altos Hornos de México	1999	México	510
Bufete Industrial	1999	México	100
Grupo Azucarero México	1999	México	145
Protexa	1999	México	90
Hidroeléctrica Alicura	1999	Argentina	170

Fuente: www.fitchratings.com

Anexo 5. Argentina: Algunos sucesos políticos, leyes y regulaciones⁵⁹ - 2002-2003.

13 de marzo de 2002: Decreto 494: los depósitos reprogramados podían ser cambiados por títulos públicos, bajo nuevas condiciones. Los depósitos en *US dollars* podían recibir en compensación total o parcial un bono a 10 años en dólares con una tasa de interés del 2% o LIBOR+1%. Los depósitos en pesos argentinos podían recibir un bono a 5 años con un tasa del 3%. Para compensar a los bancos se iba a emitir un nuevo título público.

4 de abril de 2002: Resolución 3555 del BCRA: Se autorizó a los bancos a renegociar con los inversores la devolución de los depósitos congelados en Enero de 2003.

16 de abril de 2002: Resolución 7212 del BCRA: Las operaciones del Banco General de Negocios se suspenden.

17 de abril de 2002: Resolución del BCRA 3567: Las operaciones de cambio con el exterior fueron limitadas entre las instituciones financieras sólo a aquellas necesarias para resolver el problema de los clientes de los bancos.

19 de abril de 2002: Resolución 3568 del BCRA: las *Residential mortgage-backed transactions* se declaran exentas de pedir autorización al BCRA para hacer transferencias al exterior en el pago del principal.

19 de abril de 2002: Resolución 7221 del BCRA: las operaciones del Scotiabank Quilmas se suspendien.

23 de abril de 2002: No se aprueba en el Congreso el Plan Iones, lo que lleva a la renuncia del Ministro de Economía, Remes Lenicov.

24 de abril de 2002: Acuerdo entre los gobernadores para apoyar a la Administración de Duhalde. Algunos temas a tratar eran: enmiendas a la Ley de Concursos y Quiebras y la derogación de la Ley de Subversión Económica, acuerdo relacionado a ajustes fiscales en las provincias.

26 de abril de 2002: Decreto 689: Las tarifas del transporte de gas destinado a exportaciones, en *US dollars*, iban a ser pagadas en pesos con una paridad de AR\$1:US\$1.

27 de abril de 2002: Se nombra a Roberto Lavagna como Ministro de Economía.

29 de abril de 2002: Resolución 3584 del BCRA: Se extiende hasta el 8 de agosto de 2002 la autorización para hacer transferencia de divisas requerida por el BCRA.

6 de mayo de 2002: Decreto 762: El índice de inflación (CER) es cambiado por el índice salarial (CVS), a ser aplicado a los préstamos hipotecarios destinados a vivienda única, préstamos personales hasta la suma de US\$12.000,- y otros préstamos garantizados hasta la suma de US\$30.000,-

16 de mayo de 2002: Ley 25.589: La Ley de Concursos y Quiebras se reforma de acuerdo a exigencias del FMI. Los aspectos más importantes reformados fueron: a) el período de exclusividad es reducido de 180 días a 90 días, en el que las empresas tienen que proponer propuestas de reestructuración a acreedores; b) Los 180 días de suspensión en las ejecuciones judiciales y extrajudiciales y la suspensión de pedidos de concursos se deja sin efecto; c) Se restableció el instituto legal "*cram down*" o también llamado "salvataje de empresas a través de la compra por acreedores", eliminado en la anterior reforma de la ley.

21 de mayo de 2002: Resolución 7262/7261: El BCRA suspende las operaciones del Banco Bisel y del Banco Suquia.

28 de mayo de 2002: Ley 25.596: La provisión de petróleo se declara de emergencia nacional y las importaciones de éste se declaran exentas del impuesto interno a los hidrocarburos.

31 de mayo de 2002: Decreto 905: se deroga el Decreto 494. Los depósitos iban a ser canjeados por nuevos títulos públicos. Los depósitos en *US dollars* podían canjearse total o parcialmente por un bono a 10 años con LIBOR a una paridad de AR\$1.4 : US\$1,-. Los depósitos en pesos argentinos iban a recibir un bono en esa moneda a 5 años a una tasa del 2%. Los exportadores debían liquidar sus ingresos en *US dollars* a través del BCRA.

19 de junio de 2002: Ley 25.602: Se deroga la Ley de Subversión Económica, requisito del FMI.

25 de junio de 2002: Decreto 1096: Las Obligaciones Negociables emitidas por el gobierno o por el BCRA pasan a ser indexadas por el índice de inflación.

26 de junio de 2002: Resolución 7337 del BCRA: Se suspende las operaciones del Banco Edificadora de Olavarría.

28 de junio de 2002: Resolución 7357 del BCRA: Se suspende las operaciones del Banco Velox.

1 julio de 2002: Resolución 7344 del BCRA: Se revoca la autorización al Banco Kookmin, Suc Buenos Aires.

1 julio de 2002: Comunicado A 3652 del BCRA: Se publica el programa monetario para 2002.

12 julio de 2002: Decreto 1242: reemplaza al Decreto 762 del 6 de Mayo de 2002, que eliminaba la indexación a través del CER para ciertos pasivos.

- No se iba aplicar ninguna indexación a los préstamos hipotecarios y personales hasta el 30 de Septiembre de 2002. La tasa de interés a ser aplicada desde el 2 de febrero de 2002 (fecha de la pesificación con el Decreto 214) a Septiembre de 2002 iba a ser la tasa original del préstamo al 2 de febrero de 2002.
- A partir del 1 de Octubre de 2002, los préstamos mencionados anteriormente iban a ser ajustados por el índice salarial (CVS) y la tasa a aplicar iba a ser la tasa original del préstamo al 2 de febrero de 2002 sólo si estas tasas de interés eran menores que el promedio de las tasas aplicadas en el sistema financiero durante 2001.

15 de julio de 2002: El FMI aprueba una extensión por un año de un pago de US\$985,- millones, que vencía el 17 de Julio de 2002 (*SDR - Supplemental Reserve Facility*).

16 de julio de 2002: Fecha límite del canje voluntario de los depósitos congelados por títulos públicos. (Aproximadamente el 23% de estos depósitos fueron canjeados).

17 de julio de 2002: Decreto 1269: evita la disolución de empresas que registren pérdidas por 50% o más de su capital o que posean patrimonio neto negativo, causados por la devaluación. Este Decreto iba ser efectivo antes de Diciembre de 2003 y reestablecía el ajuste por inflación en los Estados Contables (Antes de la ley de Convertibilidad, los Estados Contables de las empresas argentinas se debían ajustar por inflación, siendo una de las normativas contables más importantes la Resolución Técnica No 6, de la Federación de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas de la República Argentina)

23 de julio de 2002: Decreto 1316: Se establecen 120 días de suspensión en las resoluciones judiciales en contra del "corralito". Esto le permitía al gobierno más tiempo para resolver la crisis financiera y poder llegar a un acuerdo con el FMI.

15 de agosto de 2002: Se posponen las ejecuciones judiciales contra hipotecas para el 15 de noviembre de 2002.

15 de agosto de 2002: Resolución 303/02 Ministerio de Economía: Los títulos públicos del gobierno nacional pueden ser usados para la compra de activos del Estado u otros activos registrables (inmuebles, autos, etc.) y cancelar deudas impositivas. La paridad a usar se establece en AR\$1.4 : US\$1,-, ajustada por el CER.

16 de agosto de 2002: El Banco Hipotecario anuncia la reestructuración de su deuda, posponiendo sus pagos con el exterior.

16 de agosto de 2002: El Banco Comafi y el Banco Macro, iban a absorber al Banco Scotiabank Quilmes, quien reabría el 2 de Septiembre de 2002.

23 de agosto de 2002: La Corte Suprema de Justicia declara la inconstitucionalidad del recorte del 13% impuesta en mayo de 2000 en los salarios y pensiones del sector público. Este recorte significaba un ahorro aproximado de AR\$200,- millones por mes en las cuentas fiscales.

4 de septiembre de 2002: Resolución 3715 del BCRA: Los gobiernos provinciales necesitan la aprobación previa del Banco Central para hacer pagos al exterior de principal e intereses.

6 de septiembre de 2002: Resolución 3722 del BCRA: Las empresas o individuos que compraban *US dollars* por una suma mayor a US\$100.000,- por mes necesitan solicitar autorización al BCRA.

9 de enero de 2003: Decreto 53/2003: "Re-dolarización" de pasivos asumidos por empresas controladas tanto directamente o indirectamente por empresas como individuos extranjeros.

14 de enero de 2003: Decreto 70/2003: Remueve los efectos de la pesificación de deudas para: a) pasivos asumidos por empresas locales, controladas por empresas extranjeras, con acreedores locales. Se exceptúa de esto a pasivos de entidades financieras con sus depositantes. b) pasivos asumidos por empresas locales financiadas a través de sucursales o subsidiarias de entidades financieras extranjeras, en cuenta y orden de sus casas matrices, y en el que los fondos deriven en líneas de crédito en el exterior.

23 de enero 2003: Se llega a un acuerdo entre el FMI y Argentina (refinanciación de deudas hasta el 31 de Agosto de 2003). Se pagan los vencimientos atrasados al Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo por US\$1.600,- aproximadamente.

7 de febrero de 2003: Comunicación "A" 3878 BCRA: Prorroga hasta el 8 de agosto de 2003 del requisito de autorización previa por parte del BCRA de las transferencias al exterior del sector privado no financiero, sector financiero y de empresas públicas que no dependan del BCRA cualquiera sea la forma de pago, cuando correspondan al pago de servicios de capital de deudas con el exterior de carácter financiero.

Nota: Los sucesos y regulaciones descriptos anteriormente abarcan hasta el período de la finalización de la elaboración de este trabajo.

Anexo 6. Datos de Obligaciones Negociables al 17 de octubre de 2002.

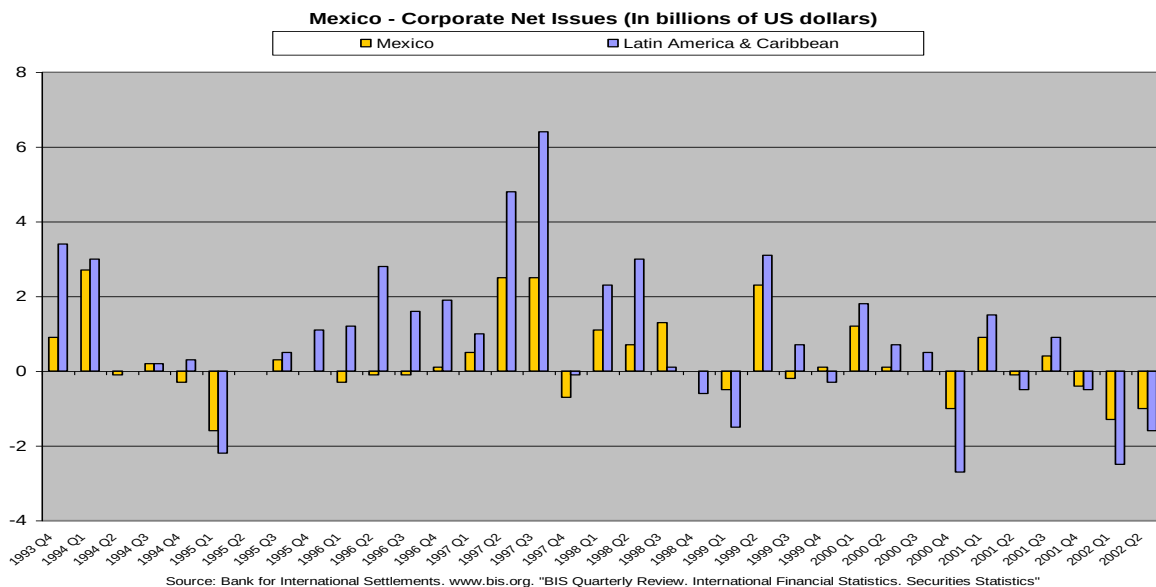
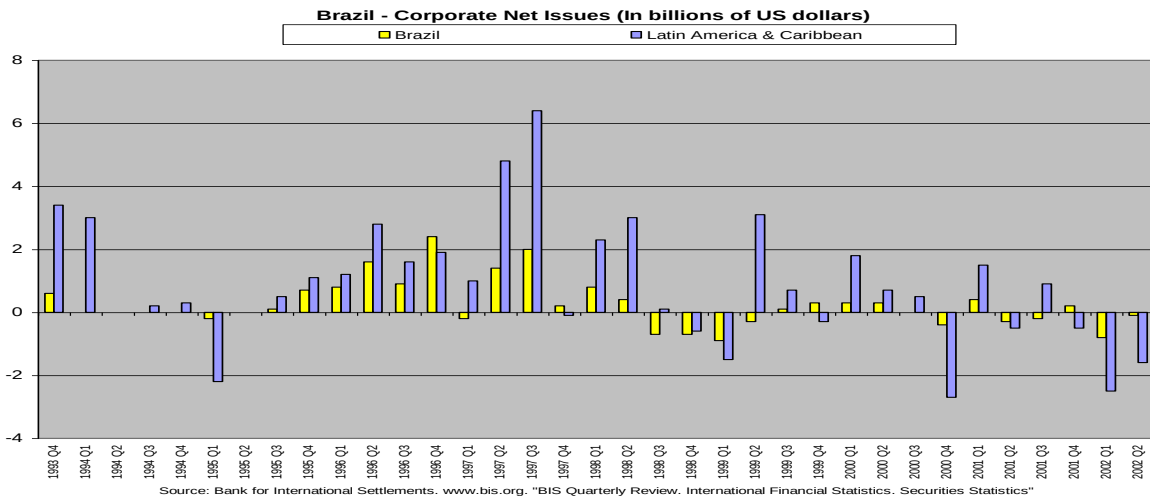
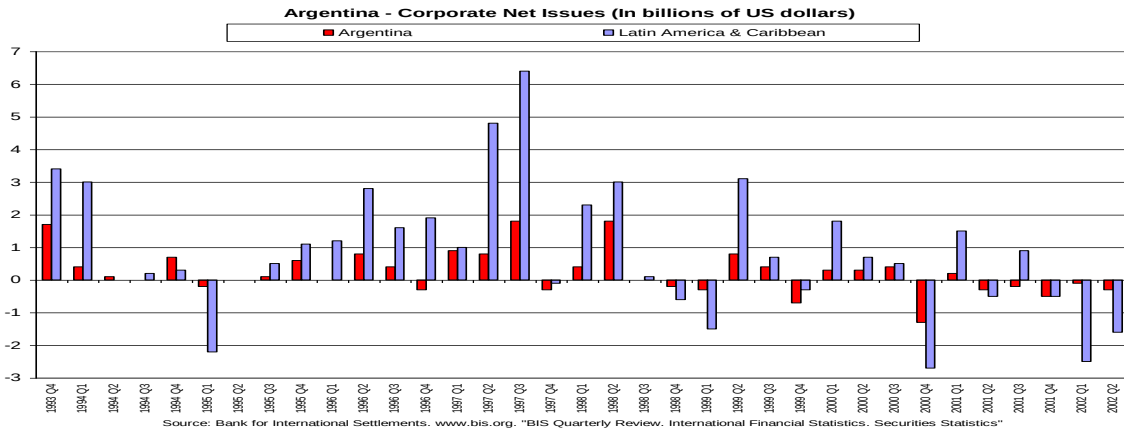
Título	Yield	Duration	Rating	Maturity	Precio
Bco Galicia '03 9%	240.92%	0.25	D/E	1-Nov-03	22.5
BHN '03 12.625%	1858.83%	0.01	D/D	17-Feb-03	21
BHN '03 10%	1858.83%	0.04	D/D	17-Apr-03	21
BHN '05 9%	87.67%	1.21	D/D	15-Mar-05	21
BHN '06 10.625%	11.10%	2.98	D/D	7-Aug-06	98.5
BHN '08 13%	63.50%	1.31	D/D	3-Dec-08	23
Bco Rio '03 8.75%	74.91%	0.73	CCC/E	15-Dec-03	54
Buenos Aires '03 12.75%	397.06%	0.13	D/D	1-Aug-03	20
Buenos Aires '07 13.75%	74.39%	1.31	D/D	5-Sep-07	22
Buenos Aires '10 13.75%	74.86%	1.18	D/D	29-Mar-10	17
Boconba \$'07 FRN	9.46%	1.96	D/D	1-Apr-07	57
M.C.B.A. '04 10.50 (pesos)	31.48%	1.22	B/C	28-May-04	75
M.C.B.A. '07 11.25%	63.80%	1.75	D/C	11-Apr-07	24.5
Mendoza '07 10%	56.23%	1.95	CCC/C	4-Sep-07	25
Tucuman '04 9.45%	71.74%	1.2	CC	1-Aug-04	43
Disco '03 9.125%	29.60%	0.47	A-/BBB	15-May-03	90
Disco '08 9.875%	12.68%	3.87	A-/BBB	15-May-08	89
Norte '04 10.875%	47.42%	0.95	AA/A	9-Feb-04	67
YPF '03 7.25%	24.68%	0.35	AAA/AAA	15-Mar-03	93.75
YPF '04 8%	17.52%	1.15	AAA/AAA	15-Feb-04	89.13
YPF '07 7.75%	17.47%	3.56	AAA/AAA	27-Aug-07	69
YPF '09 9.125%	15.57%	4.24	AAA/AAA	24-Feb-09	74.5
YPF '28 10%	12.01%	7.47	AAA/AAA	2-Nov-28	84
Perez Companc '05 7.875%	23.25%	2.23	B/B	30-Aug-05	69
Perez Companc '07 9%	20.57%	3.04	B/B	30-Jan-07	68
Perez Companc '09 9%	19.92%	3.85	B/B	1-May-09	61
Perez Companc '10 8.125%	19.09%	4.48	B/B	15-Jul-10	56.5
Clisa '04 11.625%	80.42%	0.88	B-/B	1-Jun-04	43
CEI '07 9.75%	9.44%	3.4	BB/B+	14-Feb-07	101
CEI '07 11.25% (pesos)	10.92%	3.28	BB/B+	14-Feb-07	101
Cointel '04 8.85%	60.11%	1.16	BB/B+	1-Aug-04	48
Cointel '04 10.375% (pesos)	110.48%	0.82	BB/B+	1-Aug-04	28
Telecom '04 11.875%	50.58%	1.25	BB/B+	1-Nov-04	54
Telecom '08 9.125%	25.04%	3.35	BB/B+	7-May-08	53
CTI '08 11.50%	57.43%	1.9	CC/C	15-Apr-08	25
Movicom '08 9.25%	32.39%	2.82	CC/CCC	8-May-08	42
TGS '03 10.375%	249.49%	0.16	CCC/A	15-Apr-03	48
Acindar '04 11.25%	151.08%	0.54	D/D	15-Feb-04	28
Autop. Del Sol '04 9.35%	125.39%	0.76	D/D	1-Aug-04	23.5
Autop. Del Sol '09 10.25%	49.46%	2.03	D/D	1-Aug-09	24.5
Cablevision '03 12.5%	1785.16%	0.01	D/D	2-Mar-03	18.5
Cablevision '07 13.75%	92.50%	0.74	D/D	30-Apr-07	17.5
Cablevision '09 13.75%	84.58%	0.73	D/D	1-Apr-09	17
Fargo '08 13.25%	92.62%	0.83	D/D	1-Aug-08	15
IEBA '04 9%	283.30%	0.28	D/D	16-Sep-04	6.25
Imasac '05 11%	127.78%	0.6	D/D	2-May-05	16
Impsat '03 12.125%	844.21%	0.04	D/D	15-Jul-03	9
Impsat '05 13.75%	222.03%	0.31	D/D	16-Feb-05	8.5
Impsat '08 12.375%	154.65%	0.3	D/D	15-Jun-08	7.75
Mastellone '08 11.75%	59.16%	1.83	D/D	11-Apr-08	24.5
Metrogas '03 9.875%	547.76%	0.06	D/D	1-Apr-03	32
Multicanal '07 10.50%	80.76%	1.24	D/D	1-Feb-07	17.5
Multicanal '04 13.125% (put)	199.36%	0.47	D/D	15-Apr-04	18.5
Multicanal '09 13.125%	75.98%	1.24	D/D	15-Apr-09	18.5
Multicanal '18 10.50%	56.76%	1.54	D/D	15-Apr-18	18.5
Transener '03 8.625%	737.15%	0.04	D/D	1-Apr-03	26
Transener '08 9.25%	46.55%	2.42	D/D	1-Apr-08	28

Fuente: Banco Rio. "Reporte de Bonos Corporativos". Argentina - Fixed Income Research. (24 de Octubre,2002). Buenos Aires.

Anexo 7. Muestra analizada y agrupamiento de 57 empresas - Z''-Score (revised model).

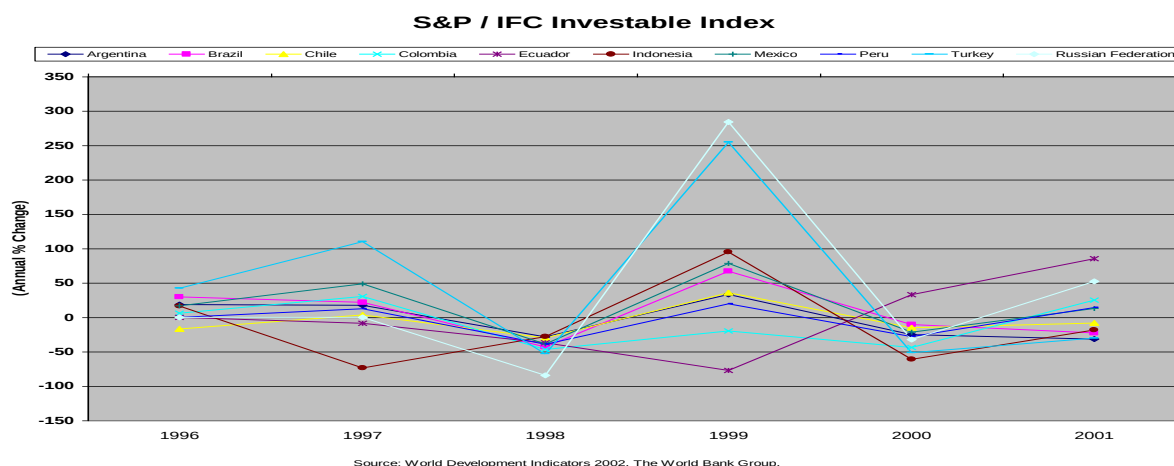
Bankrupt Group	Nonbankrupt Group
Total = 22	Total = 35
Acindar S.A. (Industria Argentina de Aceros S.A.) Agritech Inversora S.A. Alpargatas S.A.I.C. Alto Palermo S.A. (A.P.S.A.) Capex S.A. C. Della Penna S.A.C.I. Electricidad Argentina S.A. Euromayor S.A. Grimoldi S.A. Impsa (Industrias Metalurgicas Pescarmona S.A.) Irsa Inversiones y Representaciones S.A. Sociedad Anonima Importadora y Exportadora de La Patagonia Molinos Río de La Plata S.A. Nortel Inversora S.A. Pecom Energía S.A. Renault Argentina S.A. S.A. San Miguel Siderar S.A.I.C. Siderca S.A. Sociedad Comercial del Plata S.A. Telecom Argentina Stet-France Telecom S.A. Transener Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión	Advance Telecomunicaciones S.A. Aluar Aluminio Argentino S.A. Angel Estrada y Cia. S.A. Boldt S.A. Camuzzi Gas Pampeana S.A. Carlos Casado S.A. CCI Concesiones S.A. Celulosa Argentina S.A. Compañía Industrial Cervecera S.A. Compañía Introdutora de Buenos Aires S.A. Cresud S.A.C.I.F Domec Compañía de Artefactos Domesticos S.A.I.C. y F. Dycasa Dragados y Construcciones Argentina S.A. Garovaglio y Zorraquin S.A. Goffre, Carbone y Cia. S.A. Juan Minetti S.A. Ledesma S.A. Longvie S.A. Massuh S.A. Mirgor S.A. Molinos Juan Semino S.A. Morixe S.A. Nougues S.A. Polledo S.A. Quickfood S.A. Quimica Estrella S.A. Rigolleau S.A. Instituto Rosenbusch S.A. Sol Petroleo S.A. Solvay Indupa S.A. Telefonica de Argentina S.A. Telefónica Móviles Argentina S.A. Transportadora de Gas del Sur S.A. C.I.N.B.A S.A. YPF S.A.

Anexo 8. Emisiones netas Corporativas – Argentina, Brasil y México.



Anexo 9. Sector Privado e Investment climate.

Actualmente en los Mercados Emergentes se visualizan signos de retiros, aversión al riesgo y baja predisposición por parte de los inversores a exposiciones al riesgo país. El problema de mitigar los riesgos de exposición ha pasado a representar un factor crítico para la toma de decisiones de inversión. Como se muestra en el grafico siguiente, el índice de inversión ha sufrido una disminución en la mayoría de los países emergentes, con grandes bajas en 1998 y 2000. En 2001 se observa una mejora, aunque el índice muestra signos negativos para algunos países.



Las dificultades económicas y la reducción de flujos de capitales en inversión directa en América Latina en el año fiscal 2002, han afectado el crecimiento en el sector privado. No obstante de ello, *The International Financial Corporation (IFC)*⁶⁰ ha suministrado capitales a largo plazo del orden de US\$1,47 billones en América Latina en el año fiscal 2002. Esto representa aproximadamente un tercio del total de fondeo a proyectos que posee esta institución financiera en todo el mundo para ese período fiscal. Según el *IFC's 2002 Annual Report*, los mayores receptores de financiación en América Latina fueron Brasil, Colombia, El Salvador, República Dominicana, Jamaica y México. De acuerdo a este reporte, el IFC financió directamente 47 proyectos con un total de US\$1,144 billones y US\$330 millones en préstamos sindicados, totalizando US\$1,474 billones. Esto representa un 45% de incremento frente al período fiscal 2001. En cuanto a los sectores a financiar, la estrategia futura del IFC para América Latina y el Caribe contempla la necesidad de alcanzar a la pequeña y mediana empresa (*SMEs*) y micro finanzas, incluyendo líneas de crédito, como así también el financiamiento a grandes empresas. También este informe, destaca que la construcción de la confianza en los mercados va de la mano con un marco regulatorio moderno y mejores prácticas en *corporate governance* y *sustainability*. El desarrollo del *investment climate* es una cuestión muy importante para la evolución de negocios en la región.

Algunos indicadores de *investment climate* muestran los siguientes resultados para algunos países de América Latina:

Country	FDI (% of Gross capital formation)		Entry and Exit regulation (a)			Compos ite ICRG risk rating	Intititutional Investor credit rating	Euromone y country credit-worthiness rating	Moody's sovereign long-term debt rating		Standard & Poor's sovereign long-term debt rating	
				Repatriation of					Foreign Currenc y	Domestic Currency	Foreign Currenc y	Domestic Currency
	199 0	200 0	Entr y 2000	Incom e 2000	Capital 2000	Dec 2001	Sept 2001	Sept 2001	Jan 2002	Jan 2002	Jan 2002	Jan 2002
Argentina	9.3	25.7	F	F	F	64.8	34.7	43.4	Ca	Ca	SD	SD
Brasil	1.1	26.9	F	F	F	62.5	42.1	48.7	B1	B1	BB-	BB+
Chile	7.7	22.2	R	F	F	76.3	64.2	64.6	Baa1	A1	A-	AA
Colombia	6.7	23.9	A	F	F	58.8	38.8	48.4	Ba2	Baa2	BB	BBB
Ecuador	6.7	31.1	F	F	F	60.8	19.0	30.1	Caa2	Caa1	CCC+	CCC+
México	4.3	9.9	F	F	F	70.8	55.3	60.4	Baa3	Baa1	BB+	BBB+
Peru	0.9	6.3	F	F	F	68.8	34.7	47.9	Ba3	Baa3	BB-	BB+

Fuente: World Development Indicators. 2002. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank.

Notas:

(a) Entry and exit regulations are clasified as free (F), relatively free (R), delayed (D), special classes of shares (S), authorized investors only (A), restricted (RS) and closed (C).

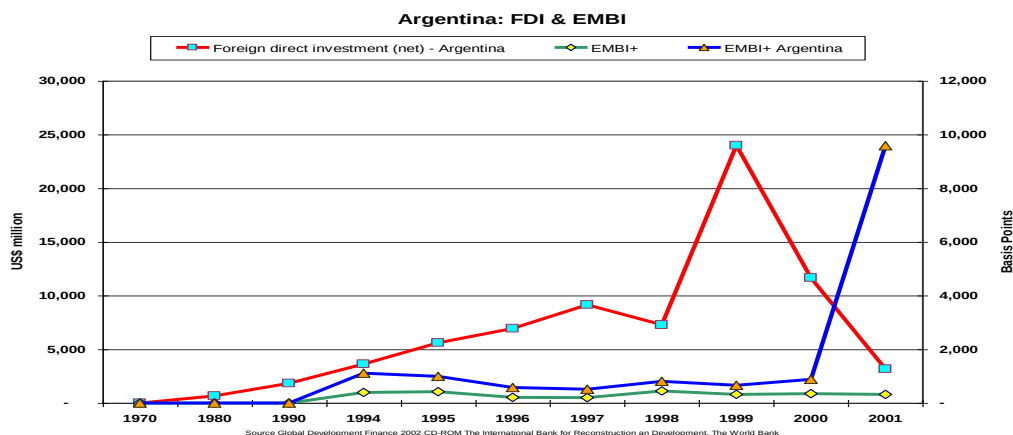
The PRS Group's International Country Risk Guide (ICRG). Ratings below 50 indicates very high risk, and those above 80 very low risk.

Intitutional Investor credit rating is based on information provided by leading international banks. Counties are rated on a scale of 0 to 100 (highest risk to lowest).

Euromoney country creditworthiness ratings are based on nine weighted categories (covering debt, economic performance, political risk, and access to financial and capital markets) that assess country risk. Scale from 0 to 100 (highest risk to lowest).

De acuerdo a esto, se puede observar que la relación *FDI (% of Gross capital formation)* entre 1990 y 2000 ha mejorado. No obstante de ello, tomando en cuenta otros indicadores, Argentina muestra signos de deterioro en el riesgo medido por estos índices, seguido por Brasil y Ecuador. Colombia y Perú muestran signos moderados. Chile y México muestran en enero de 2002 (S&P and Moody's) mejores niveles de riesgo en comparación con los demás países de la muestra.

En el gráfico siguiente se muestra la evolución de inversión extranjera directa (*Foreign Direct Investment - FDI*) y el EMBI+ en Argentina entre 1970 y 2001:



Anexo 10. Aspectos a considerar en la valuación de empresas en distress.

En la valuación de empresas en *distress* se pueden encontrar situaciones en las que hay pérdidas potenciales en el flujo de fondos a partir del momento en que se incurre en ese estado. Incluso, muchas veces puede ocurrir, cuando se valúa por el flujo de fondos descontado (*DCF*), el *distress* puede “truncar” el flujo de fondos antes de alcanzar el *Valor Terminal*⁶¹. También, la valuación con múltiplos de empresas en *distress* se torna ciertamente delicada, ya que al tomar como parámetros múltiplos de empresas “comparables”, se asume que los ingresos continúan, pero el *distress* puede reducir significativamente los mismos durante un prolongado período o inclusive hacer caer a la empresa en quiebra. Un aspecto importante a tener en cuenta al proyectar los ingresos es evaluar el tiempo de transición y la probabilidad en que la empresa pasa del *distress* a la recuperación⁶². Este punto de inflexión va a determinar si se sigue cumpliendo el concepto de empresa en marcha, en donde pueda aplicarse el *DCF*, o valorar la empresa con el método de liquidación (Valor de liquidación de activos – Pasivos).

Muchas veces se asume que no hay restricción al acceso a fuentes de financiamiento y que ninguna empresa que tiene un valor mayor al de empresa en marcha deba liquidarse. En contraposición a esto se puede decir que hay restricción al acceso a financiamiento, en especial en mercados segmentados y deprimidos cuando un país incurre en *default*. También se asume que una empresa en *default* puede vender sus activos a un valor de mercado “justo” que debería ser igual al valor actual del flujo de fondos que genera ese activo. No obstante cuando se venden activos en estas situaciones, la empresa se enfrenta a grandes descuentos o con valores deprimidos por la situación económica del país o con dificultades de encontrar compradores a valores razonables y cercanos a valores de liquidación.

Una alternativa propuesta por muchos analistas es que el flujo de fondos debería ajustarse para empresas con probabilidad de caer en *distress*, pero muchas valuaciones por *DCF* no contemplan la alternativa de *distress*, e incluso en la mayoría de los casos se trata de contemplar un ciclo completo en el flujo de fondos (*downside and upside*, tratando alcanzar una estabilización en el mismo) para proyectar los ingresos, y sumado a esto se calcula un valor terminal a perpetuidad finalizando el horizonte de planeamiento.

Otra metodología utilizada es ajustar la tasa de descuento, incluyendo el riesgo país según muchas variantes aplicadas para empresas que operan en los Mercados Emergentes⁶³. Si bien el ajuste obedece a volatilidades de tasas, no corresponde a un flujo de fondos que se deteriora o se “trunca”. No obstante estas variantes son herramientas muy útiles y muy bien fundadas a la hora de emprender una valuación y muy fuertes al negociar la misma en un proceso de Fusiones & Adquisiciones.

Una metodología alternativa, para reflejar tanto la situación de *distress* como para contemplar el mercado donde opera la empresa, es incluir el riesgo país en el flujo de fondos, mediante análisis de regresiones entre el crecimiento del *GDP* y los ingresos

de la empresa en cuestión, entre otras variables. Esta metodología podría hacer del flujo de fondos más “controlable” para los gerentes, ante la imposibilidad de manejar la tasa de descuento por elevados parámetros de riesgo país, como es el caso de muchos países en mercados emergentes. Una variable a tener en cuenta en este análisis, es incluir también en el flujo de fondos la probabilidad de *distress* de la empresa analizada, como parámetro independiente a la metodología mencionada anteriormente. No obstante, cuando se dan las situaciones en que el riesgo país es elevado, el crecimiento del *GDP* se contrae durante mucho tiempo y el país entra en *default* (y además devaluación) la probabilidad de *default* de las empresas es mayor, que se va a ver reflejado en sus ingresos, según el método explicado.

Siguiendo esta última metodología, la probabilidad de *default* se podría calcular para cada período o utilizar las *average cumulative default rate* (según el *rating*) y ajustar la valuación de acuerdo a la siguiente formula:

$$Adusted Expected Company Value = \left(\sum_0^t \frac{FCFAdj}{(1+WACC)^t} \right) \times \left(\frac{(1-\pi_n)}{(1+WACC)^n} \right) \quad (5)$$

Donde,

FCF Adj = *Free cash flow to firm* ajustado de acuerdo a regresiones con el crecimiento del *GDP*;

WACC = *Weighted average cost of capital*;

π_n = *Average cumulative default rate*, para el último período del horizonte proyectado (n).

Una de las metodologías utilizadas para estimar la probabilidad de *default* es calcularla tomando como base variables conocidas de emisiones de bonos de la empresa (precio en el mercado, tasa de cupón, amortización del principal, *risk free rate* como variables conocidas) y resolver una ecuación dejando como incógnita la probabilidad de *default* anual (π_t). Luego se calcula la probabilidad acumulada de *default* de acuerdo a:

$\pi_n = (1 - (1 - \pi_t)^n)$, para el horizonte de proyección en n períodos.

La pregunta a resolver es sobre el valor terminal y cuánto se puede proyectar éste. Si se espera que la empresa pueda generar suficientes fondos para salir del *distress* y crear valor desde esta situación, el valor terminal a utilizar correspondería a la proyección que refleje esta situación, con los métodos tradicionales. Otra manera de calcular el valor terminal sería adicionarle a la fórmula (5) el valor de venta de la empresa en *distress* ajustado por el *average cumulative default rate*. El valor de venta de la empresa en *distress* se calcularía como un porcentaje del valor en libros o como un porcentaje del *FCF* del último período proyectado (este FCF_n es calculado con el concepto de *going concern*). Además, se incluiría en algunos casos descuentos por iliquidez (*illiquidity discounts*) según el tipo de activos que posea la empresa. En este caso la fórmula quedaría de la siguiente manera:

$$AEVC = \left[\left(\sum_0^t \frac{FCF_{Adj}}{(1+WACC)^t} \right) \times \left(\frac{(1-\pi_n)}{(1+WACC)^n} \right) + \left(\frac{TV_n \times GC\% \times \pi_n}{(1+WACC)^n} \right) \right] \times IliquidityDiscount \quad (6)$$

Donde,

AEVC = *Adjusted Expected Company Value*;

FCF Adj = *Free cash flow to firm* ajustado de acuerdo a regresiones con el crecimiento del *GDP*;

WACC = *Weighted average cost of capital*;

π_n = *Average cumulative default rate*, para el último período del horizonte proyectado (*n*);

TV_n = *Terminal value* en el último período del horizonte de proyección, calculado bajo el concepto de *going concern*;

GC% = Porcentaje de valor de venta de la empresa en *distress*, a aplicar al *TV_n*;

Iliquidity Discount = Tasa de descuento por iliquidez, sólo aplicable según el tipo de activos de la empresa.

Este método permite considerar que, aún en situaciones de *distress*, las empresas pueden estimar la salida del *distress*. En cuanto a la tasa de descuento, como el riesgo país está incluido en el flujo de fondos, el costo de capital debería considerarse un Beta que contemple el promedio ponderado de las *Un-levered Betas* de las empresas del sector donde opera (basados en los ingresos operativos o ventas). Una vez obtenida, se la “apalanca” según el *D/E (Debt/Equity)* de la compañía. Según Damodaran⁶⁴, cuando se estima el costo de la deuda para empresas en *distress* una alternativa sería utilizar la tasa de interés basada en el *rating* de emisiones de bonos de la empresa, a pesar de ser elevadas por el *distress* pero más razonable que tomar la *yield to maturity* (debido a que la misma, en emisiones de empresas con probabilidades de *default*, es aún más elevada y muchas veces fuera de la realidad).

La valuación de empresas mediante el *Adjusted Present Value* es muy utilizada cuando éstas presentan un alto grado de *leverage* y/o están en *distress*. La fórmula a seguir se podría describir de la siguiente manera:

$$Company Value = NPV FCFF + (NPV Tax Shields - \text{Costos de insolvencia}) \quad (7)$$

Donde,

NPV = *Net present value* (usando el costo del *equity*);

FCFF = *Free cash flow to firm* ajustado de acuerdo a regresiones con el crecimiento del *GDP*.

Con las variables explicadas anteriormente, los costos de insolvencia podrían derivarse de la siguiente fórmula:

$$\text{Costos de insolvencia} = (Company Value \text{ sin deuda} - \text{Valor de venta de la empresa en } distress) \times \pi_n \quad (8)$$

Según Damodaran⁶⁵, cuando se valúa por el modelo tradicional de *DCF* se hacen dos premisas acerca del crecimiento sostenido del flujo de fondos. La primera es saber o suponer cuando la empresa alcanza un crecimiento estable y la segunda se relaciona con el *return on capital* y el costo de capital. De acuerdo a esto, el autor considera que muchas veces empresas, en especial las tecnológicas, no sobreviven para alcanzar un crecimiento estable y debe considerarse el valor de liquidación como valor terminal, en vez de considerar un valor con el concepto de empresa en marcha. Además, menciona que debe considerarse el factor de *illiquidity discount* cuyos determinantes son el tamaño del negocio, la liquidez de los activos de la firma y la estabilidad del flujo de fondos de la empresa.

Realizar una valuación de empresas en *distress* es una tarea muy delicada, debido a que las variables a tener en cuenta tienen mucha fluctuación y hay que actualizar las valuaciones periódicamente. Muchos autores sugieren que en los casos en que el valor de los pasivos supera el valor de los activos, el método alternativo para valuar el *equity* es considerarlo como un *out of the money call option*⁶⁶. De esta manera, se considera que el *equity* tiene valor con la posibilidad de que el valor del *underlying asset* (valor de la empresa) puede pasar el precio de ejercicio (valor de la deuda pendiente) antes de la *maturity* de la deuda (vida de la opción).

En Fabozzi⁶⁷ se menciona que cuando se invierte en compañías en *distress* se pueden enumerar varios elementos a tener en cuenta:

- a) Elegir la empresa: evaluando el plan de reorganización presentado, tipo de activos que posee, *core* del negocio, habilidad de cumplir con las obligaciones, nueva gerencia, el grado de *distress* de la industria donde se desenvuelve, entre otros.
- b) Elegir el tipo de bono: *secured* o *unsecured bonds*, acciones preferidas u ordinarias emitidas tanto por la casa matriz o por su controlada.
- c) El *timing* de cuándo invertir: antes de la presentación en concurso cuando se ve este proceso como una medida positiva y estabilizadora; durante el concurso; o cuando se aprueba el plan de reestructuración de pasivos.
- d) Estrategia de diversificación y espera ante escenarios de incertidumbre.

Este método arriba expuesto representa una de las muchas alternativas para realizar una valuación de empresas en situaciones de *distress*.

Bibliografía.

Federico Sturzenegger. "Default Episodes in the 90s: Factbook, Tool-Kit and Preliminary Lessons. Business School, Universidad Torcuato Di Tella. June 2002

Gustavo Jakoniuk. "Finanzas Corporativas I". Master en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella. (2001).

Miguel Bein. "Finanzas Corporativas II". Master en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella. (2001).

World Development Indicators. 2002. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. (2002).

Global Economic Prospects and the Developing Countries. 2002. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. (2002).

Global Development Finance 2002. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. (2002).

Guillermo Perry and Luis Servén. "The Anatomy Of a Multiple Crisis: Why was Argentina special and what can we learn from it". Draft Paper. The World Bank Group. (May 10, 2002)

Prem notes. Economic Policy. Number 68 May 2002. "Currency Crisis and Government Finances"

Guillermo Perry y Daniel Lederman. "Ajustes después de los ataques especulativos en America Latina y Asia: Historia de dos regiones?". 2000 Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento . Banco Mundial.

Joint Ministerial Committee of the Boards of Governors of the Bank and the Fund on the Transfer of Real Resources to Developing Countries. International Monetary Fund and The World Bank Group 2002 Annual Meeting. September 28, 2002. Washington D.C., U.S.A.

Stanley Fisher. David de Ferranti and Guillermo Perry. International Monetary Fund and The World Bank Group 2002 Annual Meeting. Seminar: "The Latin America Crises and Globalization". Friday, September 27, 2002. Washington D.C., U.S.A.

Frank J. Lysy. Presentation."IFC work on Country Investment Climates" (July 15, 2002)

The World Bank Group. Monthly Report of Macroeconomic Indicators. www.worldbank.org

Pierre-Richard Agénor. E-Learning Course: "Macroeconomic Management: Analytical Foundations and Empirical Applications". The World Bank Group.

International Finance Corporation (IFC) Press Release No. 02/123. Adriana Gomez. "Latin America, The Top Emerging Market Region for the International Finance Corporation (IFC) in the Fiscal Year 2002". Washington D.C., (September 18, 2002).

Santiago Herrera and Conrado García. "A User's Guide to an Early Warning System of Macroeconomic Vulnerability for LAC Countries". Paper presented in the XVII Latin America Meeting of the Econometric Society. Cancún, August, 1999. (Version May 1999).

Oxford Analítica Brief. "Latin America: Continuing Contagion". (August 14, 2002).

JP Morgan. Economic & Policy Research. Global Data Watch. Data Watch: Argentina. (September 27, 2002).

JP Morgan. Emerging Markets Research. "Latin America Exchange Rates: Updated Forecasts and Strategy". (October 2, 2002).

Deutsche Bank. Global Markets Research. "Emerging Markets Monthly". (September 5, 2002).

Deutsche Bank. Global Markets Research. "Debt Sustainability in Latin America". (December 20, 2000).

Deutsche Bank. Global Markets Research. "Public Debt Sustainability in Selected EM". (April 23, 2001).

Deutsche Bank. Global Markets Research. Emerging Markets. Latin America. "Current Accounts: Can They Achieve Sustainability?". (March 22, 2000).

Deutsche Bank Research. Emerging Markets Research. Latin America Economics Weekly. (January 29, 1999).

Warburg Dillon Read. Latin American Research Note. (January 25, 1999).

Presentation by Guillermo Perry (Chief Economist LAC, World Bank). "Argentina: What went wrong?". IDB Annual Meetings. Fortaleza, Brasil. (March 2002)

Biagio Bossone and Carlo Sdralevich. "The New Approach to Sovereign Debt Restructuring: Setting the Incentives Right". Policy Discussion Paper. PDP/02/4. International Monetary Fund. (March 2002).

Goldman Sachs. Economic Research. GS – Watch. "A New Framework for Predicting Financial Crises in Emerging Markets". (December 18, 1998).

Goldman Sachs. Global Economics. Paper No. 45. "Introducing GS-ESS: A New Framework for Assessing Fair Value in Emerging Markets Hard-Currency Debt". (June 2000).

Goldman Sachs. Global Economics. "GS Watch, A Look Trough the Rear View Mirror". (September 1999)

Global Development Finance 2002 (CD-Rom). Financing the Poorest Countries. The World Bank. (April 2002).

www.institutionalinvestor.com "Argentina Institutional Investor, AFJPs To Invest in Debt – Ridden Companies". Internet Securities, Inc. (August 14, 2002).

Luc Laeven, Daniela Klingebiel, and Randy Kroszner. "Financial Crises, Financial Dependence, and Industry Growth". World Bank Policy Research Working paper 2855, (June 2002).

Bank For International Settlements (BIS). Securities Statistics. Quarterly Review.

HSBC. www.markets.hsbc.com . "World Economic Watch". (November 8, 2002).

Presentation by Ricardo Hausmann. "Seminar: Volatility and Development". The World Bank Group. (June 17, 2002).

Credit Suisse. First Boston. Fixed Income Research. Emerging Markets. Research & Startegy. "CSFB's Emerging Markets Ratings Model. It may not all be moody, standard and poor!". (September 20, 2002).

JP Morgan. Methodology Brief. "Introducing the J.P. Morgan Implied Default Probability Model: A Powerful Tool for Bond Valuation". (September 20, 2000).

International Finance Corporation. "Building the Competitive Advantages of Small and Medium – Sized Enterprises". (November 4 & 5, 1999).

Ravi E. Dattatreya and Frank J. Fabozzi. "The risk-point method for measuring and controlling yield curve risk". Financial Analyst Journal; Charlottesville. (Jul / Aug 1995).

Maria Soledad Martinez Peria, Andrew Powell and Ivana Vladkova Hollar. "Banking on Foreigners: The Behavior of International Bank Lending to Latin America, 1985-2000". JEL: G21, N26.

Marcelo Dabós. "Crisis Bancaria y Medición de riesgo de Default: Métodos y el caso de los Bancos Cooperativos en Argentina". Instituto y Universidad Di Tella. (1997).

The effect of Contingent Credit Lines on Bank's Liquidity Demand". Instituto y Universidad Di Tella. (2000).

United Nations. United Nations Conference on Trade and Development. "World Investment Report. Transactional Corporations and Export Competitiveness. Overview". (2002).

Luis E. Pereiro. "Valuation of Companies in Emerging Markets. A Practical Approach". John Wiley & Sons, Inc. (2002)

SME Department. The World Bank Group. "Credit Scoring: A tool for More Efficient SME Lending". SME Issues. Vol. 1, No. 2 (November 2000).

Luis E. Pereiro y María Galli. "La Determinación del Costo del Capital en la Valuación de Empresas de Capital Cerrado: una Guía Práctica". Universidad Torcuato D Tella eInstituto Argentino de Ejecutivos en Finanzas.

www.FitchRatings.com. Latin America Corporates. "Argentina Corporates Update: Default Continue, Hindered by Lack of Progress". (July 2, 2002).

Stijn Claessens and Leora F. Kappler. "Bankruptcy around the world: Explanations of its Relative Use". World Bank Policy Working Paper 2865, (July 2002).

Mark R. Stone. "Corporate Sector Restructuring. The Role of Government in Times of Crisis". Economic Issues No. 31. International Monetary Fund. (June 2002).

Edward I. Altman. "Corporate Financial Distress and Bankruptcy. A complete Guide to Predicting & Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy". Second Edition. John Wiley & Sons, Inc, (1993).

Edward I. Altman and Scott A. Nammacher "Investing in Junk Bonds. Inside the High Yield Debt Market". John Wiley & Sons, Inc. (1987).

Frank J. Fabozzi. "The Handbook of Fixed Income Securities". Sixth Edition. McGraw-Hill. (2000).

Frank J. Fabozzi. Asóciate Editor: Rayner Cheung. "The New High-Yield Debt Market. A Handbook for Portfolio Managers and Analysts". Harper Business (1990).

Alexandra Reed Lajoux and Charles M. Elson. "The art of M&A Due Diligence". McGraw-Hill. (2000)

Patrick A. Gaughan. "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings". John Wiley & Sons, Inc..

Presentation by Tom Gibson. "Exiting SME Investments". Institute for SME Finance. IFI SME Meeting. Rome. (September 20, 2002).

Aswath Damodaran. "Equity in Distressed Firms: The Option to Liquidate". www.damodaran.com

Aswath Damodaran. "Private Company Valuation". www.damodaran.com

Aswath Damodaran. "Dealing with Distress in Valuation". Stern School of Business. New York University. www.damodaran.com

Aswath Damodaran. "Valuing Equity in Firms in Distress". www.damodaran.com

Aswath Damodaran. "Relative Valuation". www.damodaran.com

Aswath Damodaran. "Equity Instruments & Markets: Part II. B40.3331. Relative Valuation". www.damodaran.com

Aswath Damodaran. "Valuation". www.damodaran.com

Aswath Damodaran. "The Dark Side of Valuation. Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies". Prentice Hall PTR. (2001).

Elizabeth Tashjian, Ronald C. Lease, John J. McConnell. "An empirical análisis of prepackaged bankruptcies". Journal of Financial Economics (40). (1996).

Stuart C. Wilson. "Investing in Distressed Situations: A Market Survey". Financial Analyst Journal. (November-December 1995)

Dale Morse and Wayne Shaw. "Investing in Bankrupt Firms". The Journal of Finance, Vol XLIII, No 5. (December 1988).

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. "Indicadores del Mercado de Capitales: La capitalización Bursátil". (Julio 2002).

Cheng Hoon Lim (IMF) and Charles Woodruff (WB). "Managing Corporate Distress in the Philippines: Some Policy Recommendations". International Monetary Fund. WP/98/138 (September 1998).

Mark R. Stone. "Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons from International Experience". International Monetary Fund. PPAA/98/13. (October 1998).

Mark R. Stone. "Large – Scale Post Crisis Corporate Sector Restructuring". International Monetary Fund. PDP/00/7. (July 2000).

Edward I. Altman. "Corporate Financial Distress and Bankruptcy. A Complete guide to Predicting & Avoiding Distress and profiting from Bankruptcy". Second Edition. Jhon Wiley & Son, Inc. (1993).

"Managing Financial and Corporate Distress. Lessons from Asia". Chapter 9: "Governments as Managers of Systemic Financial Crises: Controlling Costs by Integrating Bank and Corporate Restructuring". The World Bank Group, The International Monetary Fund, The Brookings Institution. (2000).

Referencias.

- ⁱ Edward I. Altman. "Corporate Financial Distress and Bankruptcy. A Complete guide to Predicting & Avoiding Distress and profiting from Bankruptcy". Second Edition. Jhon Wiley & Son, Inc. (1993).
- ⁱⁱ Suttle, Philip. Global Development Finance 2003: Concept paper. (June28, 2002)
- ⁱⁱⁱ Muestra: Series de tiempo desde Diciembre 31, 1997 a Agosto 28,2002
- ^{iv} www.infobae.com. "Bajaron un 50% las quiebras en el 2002". (4 de febrero de 2003).
- ^v Stijn Claessens and Leora F. Klapper. "Bankruptcy Around the World: Explanations of its relative Use". World Bank Policy Research Working Paper 2865. (July 2002)
- ^{vi} Mark R. Stone. "Corporate Sector Restructuring. The Role of government in Times of Crisis". Economic Issues No 31. International Monetary Fund. (June 2002).
- ^{vii} Alfonso Prat-Grey. "Resolución de deudas pública y privada". Seminario Internacional. Presentación del Centro para la Estabilidad Financiera. Buenos Aires. (4 de diciembre de 2002).
- ^{viii} Presentation by Ecofin Internacional. "Internal Debt Restructuring: Experiences from Ecuador". The World Bank Group, Washington D.C. (February 5, 2003).
- ^{ix} *EBITDA = Earnings before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations.*
- ^x "Managing Financial and Corporate Distress. Lessons from Asia". Chapter 9: "Governments as Managers of Systemic Financial Crises: Controlling Costs by Integrating Bank and Corporate Restructuring". The World Bank Group, The International Monetary Fund, The Brookings Institution. (2000).
- ^{xi} "Less Credit Risk for Borrowers in "Dollarized" Economies". Standard & Poor's Securitization in Latin America. (1998).
- ^{xii} Edward I. Altman. "Corporate Financial Distress and Bankruptcy. A Complete guide to Predicting & Avoiding Distress and profiting from Bankruptcy". Second Edition. Jhon Wiley & Son, Inc. (1993).
- ^{xiii} Este análisis se basa en los últimos Estados Financieros consolidados de las empresas seleccionadas en la muestra, presentados a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (El listado de empresas de la muestra se expone en el Anexo 3). La información cualitativa en relación a cumplimientos o incumplimientos se basa en compilaciones del informe de Banco Río. "Reporte de Bonos Coporativos". Argentina – Fixed Income Research. 24 de Octubre, 2002. Buenos Aires.
- ^{xiv} Fuente: www.securities.com . Internet Securities, Inc.
- ^{xv} Fundación Capital. "El *default* privado superó los 1.500 millones de dólares en 2002. La reestructuración del endeudamiento privado sigue pendiente...". Síntesis Económica Financiera Semanal. Buenos Aires, 30 de diciembre de 2002.
- ^{xvi} Banco Río. "Reporte de Bonos Coporativos". Argentina – Fixed Income Research. 24 de Octubre, 2002. Buenos Aires.
- ^{xvii} Banco Río. "Reporte de Bonos Coporativos". Argentina – Fixed Income Research. (24 de Octubre, 2002). Buenos Aires.
- ^{xviii} Para el propósito de este análisis, se corrieron regresiones entre el *yield* y *duration* de cada emisión calculados al 17 de octubre de 2002. Los grupos de emisiones están separados en los siguientes sectores: a) Bancos; b) Provinciales; c) Corporativas. (Emisiones de entidades cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires).
- ^{xix} FitchRatings. "Argentina Corporates: A Postcard from the Edge". Corporates – Argentina Special Report. Latin America Corporates. (August 15, 2002).
- ^{xx} La definición de *default* está basada en el estándar del incumplimiento en tiempo de las obligaciones de pago en principal e interés. En el caso de *exchanges*, si la emisión de reemplazo crea una pérdida al tenedor original, para éste análisis se lo consideró *default*.
- ^{xxi} Fitch. Fitch IBCA, DUFF & PHELPS. Latin America Structured Finance. "Latin American Bond Default Study". (March 1, 2001)
- ^{xxii} Fitch. Fitch IBCA, DUFF & PHELPS. Latin America Structured Finance. "Latin American Bond Default Study". (March 1, 2001)

xxiii El estudio realizado por Fitch se concentra en la emisión internacional de bonos en moneda extranjera y excluye préstamos bancarios y emisiones en moneda local en el mercado doméstico. También incluye emisiones que fueron objeto de calificación y no calificadas.

xxiv Tasa calculada hasta Marzo 2001.

xxv FitchRatings. "Structured Finance in Latin America's Domestic Markets". Internacional Special Report. Structured Finance. www.fitchratings.com (September 13, 2002).

xxvi Martin S. Fridson and Yan Gao. "Defaulted Bond Returns by Seniority Class". The Journal of Fixed Income. Institutional Investor. (September 2002).

xxvii La estrategia "*holdout*" consiste básicamente en invertir en más de 1/3 en deuda subordinada con el objeto de "bloquear" la aprobación de un plan de reestructuración de deuda (En Estados Unidos, el código de *Bankruptcy* requiere que la aprobación se alcance con 2/3 de los votos de **cada clase** de acreedores). Así se produce una presión a los tenedores de deuda senior y los tenedores de deuda subordinada demandan mayor porcentaje de recupero de valor que si compensa a los acreedores en un orden de jerarquía. (Generalmente el precio de deuda subordinada en el momento de *default* ronda entre 25% y 30% del *face value*).

xxviii En este estudio, para estimar la *mean payoff on emergence*, se multiplica cada observación de cada clase por su correspondiente *mean payoff on emergence*.

xxix "Fitch Corporate Bond Default Study. A Decade in Review". Corporate Finance, Credit market Research. Fitch IBCA, DUFF & PHELPS. www.fitchratings.com. (November 8, 2001)

xxx Este estudio incluye emisiones internacionales calificadas por Fitch y deuda corporativa incluyendo sectores de industria, *utilities*, seguros, bancos e instituciones financieras. *Structured Finance, municipal, private placement y sovereign ratings* no fueron incluidos al igual que emisiones con calificación de corto plazo. La tasa anual de *default* fue calculada dividiendo el número de emisiones en *default* por el número de emisiones en circulación calificadas al inicio de cada año.

xxxi Fitch IBCA, DUFF & PHELPS. "High Yield Default rates 1980-2000". Structured Finance. Loan products Special Report. (November 21, 2000)

xxxii En este caso, se considera *default* cuando hay una mora de 30 días durante el período de gracia. Si la emisión incurre en *bankruptcy* el *default* es considerado inmediato. La muestra incluye: emisiones *non-investment grade, domestic, US dollar-denominated, nonconvertible bonds*; bonos con calificación y sin ella; bonos de empresas en *distress*. En este estudio, las tasas de *default* fueron calculadas dividiendo el volumen de emisiones en cesación de pagos por el promedio de la deuda pendiente de pago para el período en cuestión.

xxxiii Fitch Ratings. "High Yield Defaults. Spectacular Records in 2001, Recovery Projected for 2002". Corporate Finance. Credit market Research. www.fitchratings.com. (February 8, 2002).

xxxiv Las cifras expuestas son estimadas. Se pueden encontrar varios estudios sobre la correlación entre bonos *high yield* que incurren en *default* y el tiempo de vida que poseen después de la emisión inicial.

xxxv *Fallen Angels* representan las empresas calificadas como *investment grade* un año antes del *default*.

xxxvi Fitch IBCA. "High Yield Covenants. Preserver of Value?". High Yield Special Report. (October 1999).

xxxvii Fitch IBCA. "High Yield Covenants. Preserver of Value?". High Yield Special Report. (October 1999).

xxxviii Richard A. Brealey – Stewart C. Myers. "Principios de Finanzas Corporativas". Quinta edición. McGraw-Hill/ Interamericana de España, S.A.U. (1998).

xxxix Miguel Bein. "Finanzas Corporativas II". Master en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella. (2001).

xl Para el propósito de este análisis, se corrieron regresiones entre el *yield y duration* de cada emisión calculados al 17 de octubre de 2002. Los grupos de emisiones están separados en los siguientes sectores: a) Bancos; b) Provinciales; c) Corporativas. (Emisiones de entidades cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires).

xli Fuente: Global Development Finance. GDF v4-2 2002 CD-ROM. The World Bank Group

xliv Deutsche Bank. Global Markets Research. Emerging Markets. Latin America. "Current Accounts: Can They Achieve Sustainability?". (March 22, 2000) Page 6

- xliviii Presentation by Mario Blejer. Seminar "Argentinean Monetary Policy During the Crisis". (November 6, 2002). The World Bank Group. Washington D.C.
- xliv Deutsche Bank. Global Markets Research. "Emerging Markets Monthly". (September 5, 2002). Page 37
- xliv Deutsche Bank Research. "Latin America Economics Weekly". Emerging Markets Research. (29 January 1998)
- xlvi Warburg Dillon Read. Latin American Research Note. (January 25, 1999)
- xlvi Deutsche Bank Research. Emerging Markets Research. Latin America Economics Weekly. (January 29, 1999)
- xlvi The Economist Intelligent Unit. "Ecuador: Lessons from Brazil". (February 22, 1999)
- xlvi Oxford Analytica Brief. "Ecuador: Brazilian Fallout". (Jan 29, 1999)
- l Oxford Analytica Brief. "Ecuador: Dollarization Plan". (Jan 10, 2000)
- li Oxford Analytica Brief. "Ecuador: Dollarization Bill". (February 15, 2000)
- lii Oxford Analytica Brief. "Ecuador: Bondholder Deal". (August 15, 2000)
- liii Oxford Analytica Brief. "Ecuador: Dollarization Doubts". (November 22, 2000)
- liv Oxford Analytica Brief. "Ecuador: Economic Outlook". (July 25, 2002)
- lv Global Development Finance 2002. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank Group
- lvi Global Development Finance. 2002. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank Group
- lvii Global Development Finance. 2002. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank Group
- lviii Global Development Finance. 2002. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank Group
- 59 Recopilación propia y otros datos basados en FitchRatings. "Argentina Structured Finance Performance Update". Structured Finance. International Special Report. (September 20, 2002).
- 60 International Finance Corporation. IFC Press Release No 02/123. "Latin America, The Top Emerging Market Region for the International Finance Corporation (IFC) in the Fiscal Year 2002". (September 18, 2002)
- 61 Aswath Damodaran. "Valuing Equity in Firms in Distress". www.damodaran.com.
- 62 Diego J. Dzodan. "Valuación de Empresas". Master en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella. (6 de Diciembre 2001).
- 63 Muchas metodologías en relación a valuaciones de empresas en *Emerging Markets* pueden encontrarse en: "Valuation of Companies in Emerging Markets. A Practical Approach" de Luis E. Pereiro (John Wiley & Sons, Inc , 2002) o "La Determinación del Costo del Capital en la Valuación de Empresas de Capital Cerrado: Una Guía Práctica" de Luis Pereiro y María Galli (Universidad Torcuato Di Tella – Instituto Argentina de Ejecutivos de Finanzas).
- 64 Aswath Damodaran. "Dealing with Distress in Valuation". *Stern School of Business*. (January 2002). www.damodaran.com.
- 65 Aswath Damodaran. "The Dark Side of Valuation. Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies". Prentice Hall PTR. (2001).
- 66 Aswath Damodaran. "Equity in Distressed Firms: The Option to Liquidate". www.damodaran.com.
- 67 Frank J. Fabozzi. "The New High-Yield Debt Market. A Handbook for Portfolio Managers and Analysts". Harper Business. (1990).