

**CEF**

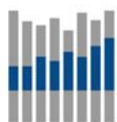
Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

## Nota de Política N°2

# Los Costos de la falta de Resolución de la Deuda de las Empresas

*Junio 2004*

La utilización o la publicación, parcial o total, para su difusión o con fines comerciales, de documentos, fotografías, logotipos y elementos gráficos, está estrictamente prohibida sin autorización previa de la Fundación Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Ésta deberá solicitarse al CEF o, en el caso de materiales de otras entidades (cuyos datos figuran en nuestros trabajos), así como en el caso de publicaciones de otras editoriales, a la entidad, la persona o la editorial de que se trate. Está prohibido modificar el material cuyos derechos se reserva el CEF, con la obligación de citar la fuente. En caso de utilizar material del CEF se solicitará una muestra o ejemplar de prueba a fin de darle aprobación. Ante el incumplimiento el CEF se reserva el derecho correspondiente.

**CEF**Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

## ÍNDICE

---

Resumen Ejecutivo.....	2
I. Introducción.....	6
II. Motivación.....	6
III. Evolución de la Resolución de la Deuda Privada.....	9
IV. El impacto sobre la inversión, el empleo y el producto.....	13
V. Evolución de los aspectos legales, impositivos y normativos.....	20
VI. Cuestiones pendientes.....	25
VII. Recomendaciones.....	29

## ANEXOS

1. Evidencia de Crisis Internacionales Recientes.....	31
2. Estimación del efecto del default sobre la inversión y el producto.....	34
3. Aspectos impositivos: Posibles modificaciones a considerar.....	43
4. Propuesta normativa para la determinación de deuda tributaria en APEs.....	47

## RESUMEN EJECUTIVO

A más de dos años del inicio de la crisis económica más reciente y en un marco de recuperación en la actividad económica, la resolución de la deuda de las empresas avanza en forma lenta si se considera que aproximadamente el 45% se encuentra actualmente en situación irregular. La falta de resolución de la deuda privada tiene efectos sobre las empresas, siendo la consecuencia más directa un menor nivel de inversión y un menor crecimiento económico que se refleja en una menor creación de empleo. El efecto de la pérdida de inversión, se traslada a toda la economía, no sólo por la importancia de las empresas involucradas, que representan un alto porcentaje de la inversión bruta interna fija, sino también por efecto de la incertidumbre que genera para la concreción de inversiones de largo plazo.

La sustentabilidad de la recuperación económica requiere de la realización de inversiones que permitan ampliar la capacidad instalada, especialmente en infraestructura económica. Este tipo de inversión es la que se ve más afectada, ya que la incertidumbre genera la postergación de proyectos de inversión que presentan irreversibilidad y requieren de escala. Esto afecta principalmente a las empresas que operan en industrias que dependen de acceso a financiamiento como elemento esencial para llevar adelante las inversiones para ampliar las posibilidades de negocios. Por último, la inversión en infraestructura básica se ve particularmente afectada por la falta de resolución de la deuda de las empresas de servicios públicos.

El objetivo del presente trabajo es realizar una cuantificación de estos efectos, considerando los mecanismos de transmisión a través de los cuáles este problema, de características meramente privada, afecta a toda la economía. Asimismo y a manera de seguimiento del trabajo de diagnóstico iniciado por el CEF y reflejado en un documento publicado en Septiembre del 2003, se consideran los avances observados en materia legal, tributaria y normativa, se identifican los aspectos que siguen dificultando la concreción de potenciales acuerdos privados y se proponen posibles soluciones.

Los resultados de las estimaciones realizadas confirman las hipótesis planteadas en términos de los efectos de la falta de resolución de la deuda de las empresas sobre la economía. La caída anual en la inversión privada por efecto del default y de la falta de resolución de la deuda privada se ubica entre el 12% y el 13.2%. Esta menor inversión genera un efecto de entre 1.5 a 2.1 puntos porcentuales de crecimiento del producto bruto interno, considerando que las empresas relevadas representan entre un 5% y un 10% de la inversión bruta interna fija, respectivamente. Finalmente, el efecto anual sobre el empleo se estima entre 77.000 a 110.000 puestos de trabajo que representan entre un 9% y 12% de la creación de nuevos empleos ó el 3.4% de la población desocupada.

Como resultado de la dinámica del mercado, la composición de los acreedores de un número importante de empresas endeudadas ha ido cambiando a través del tiempo con una clara tendencia a desprenderse de las acreencias por parte de acreedores bancarios, no bancarios y comerciales ingresando acreedores de riesgo focalizados en el corto plazo para quienes la relación deudor acreedor no es tan valiosa. Esto se refleja en acuerdos que introducen “cláusulas” que restringen el nivel de inversión futura de las empresas. También se observan modificaciones accionarias y de management, consumo de tiempo y esfuerzo de parte de directivos y un exceso de focalización en el corto plazo que genera ineficiencias.

En relación a los aspectos impositivos, normativos y legales, se han registrado avances tendientes a facilitar el proceso de resolución de la deuda privada, aunque los mismos no son percibidos como parte de un enfoque integral sobre el tema. En particular, el BCRA ha dictado normas orientadas a fomentar el crédito al sector privado que también generan efectos positivos para las empresas que logran acuerdos de refinanciación de pasivos. En similar sentido, aunque en menor medida, la reforma de la Ley de Impuesto a las Ganancias implementada en Octubre del 2003 que modificó la limitación en la deducción de los intereses pagados, flexibilizando las restricciones establecidas para la deducción de intereses pagados de la base imponible del impuesto a las ganancias, lo cual podría disminuir la carga tributaria para las empresas que reestructuraron sus deudas y/o se encuentran cumpliendo correctamente las mismas.

El proceso de resolución de la deuda pendiente todavía se encuentra condicionado por la falta de definición de aspectos tributarios y legales que generan incertidumbre en cuanto a los costos reales de los acuerdos, por la falta de definición del marco regulatorio futuro de los servicios públicos y por el cambio en la composición de los acreedores. Se considera que los casos pendientes de resolución resultarán en tiempos más prolongados de negociación con riesgos adicionales derivados tanto de factores inherentes a las propias empresas como a los factores expuestos. Por lo tanto se identifican acciones que posibilitarían acelerar dicho proceso.

Con prioridad en el corto plazo, se identificaron las siguientes (i) considerar oferta pública a las emisiones de títulos-valores realizadas en el contexto de los procesos de resolución, de manera que las mismas mantengan los beneficios fiscales otorgados a los títulos originales; (ii) considerar los sobrecostos para el deudor generados por las recientes modificaciones a la tasa de justicia y la incertidumbre acerca de su correcta aplicación, que desincentivan el uso de mecanismos informales de insolvencia (APEs); (iii) limitar la interposición de la AFIP en los procesos de APEs, como acreedor no privilegiado, que genera incertidumbre y retrasa la consecución de arreglos; y (iv) avanzar en la definición de un nuevo marco regulatorio y tarifario para los servicios públicos.

Como prioridades de mediano y largo plazo, y dado que los mecanismos de resolución a utilizar generan precedentes que pueden condicionar la voluntad futura de posibles financiaciones, se recomienda: (i) considerar la

posibilidad de un tratamiento preferencial para el ingreso de nuevo financiamiento; (ii) analizar la aplicación de incentivos tributarios, con un foco específico en los casos de reestructuración y por un tiempo limitado, así como la eliminación de asimetrías impositivas que privilegian ciertos comportamiento en desmedro de otros; (iii) perfeccionar los mecanismos informales de resolución, a través de la armonización y transparencia de los requerimientos de información, tanto durante el proceso de negociación como al momento de solicitar la homologación judicial; (iv) fomentar mecanismos institucionales informales con el sector privado, tales como los códigos de Buenas Prácticas de Reestructuración, los Mecanismos de Arbitraje, etc., teniendo en cuenta que el fortalecimiento de los derechos de los acreedores y la protección de los derechos de los consumidores de servicios financieros serán condiciones esenciales para recrear la confianza y atraer financiamiento; y por último (v) considerar el perfeccionamiento de mecanismos como el APE incluyendo, entre otras, la categorización de las propuestas de acuerdo, el cálculo de las mayorías y los efectos legales del APE, tal como fuera oportunamente expuesto en el Anexo IV de la Nota sobre Resolución de la Deuda de Septiembre 2003.

El crecimiento sostenido requiere de la ampliación de la capacidad productiva a través de inversiones de largo plazo. La resolución del problema de la deuda de las empresas puede ayudar a consolidar las expectativas de recuperación de la economía. Un esquema de resolución de la deuda privada que brinde garantías contra la pérdida de valor y proteja en forma equitativa los derechos de acreedores y deudores tendrá efectos en la disponibilidad de financiamiento futuro y por ende en la inversión y crecimiento económico sustentable.

## I. Introducción

1.1. El objetivo del presente documento es realizar una estimación del costo que la falta de resolución de la deuda privada genera sobre la economía en su conjunto. También se describe el estado de situación de la deuda del sector privado, se analiza la evolución reciente de los aspectos normativos, legales e impositivos que tienen relación directa con el proceso y se sugieren una serie de medidas legales y tributarias tendientes a acelerar el proceso de negociación entre acreedores y deudores a través de los Acuerdos Preventivos Extrajudiciales (APE)<sup>1</sup>, que han probado ser uno de los mecanismos de resolución más utilizados.

1.2. La estructura del trabajo es la siguiente: en la Sección 2 se articula la motivación del trabajo y se presentan los principales resultados. En la Sección 3 se describe el estado de situación de la deuda correspondiente al sector privado en base a la información agregada disponible. En la sección 4 se analiza el comportamiento de la inversión agregada en el contexto de la crisis económica, el impacto de la falta de resolución de la deuda sobre el nivel de inversión en una muestra de empresas con oferta pública realizando una proyección del efecto sobre la inversión agregada en la economía y su impacto sobre la tasa de crecimiento del PBI y el nivel de empleo. La sección 5 considera la evolución de las cuestiones normativas, legales y tributarias. La sección 6 presenta las principales cuestiones pendientes que han generado retrasos en la resolución de los problemas de deuda privada así como las recomendaciones de política que surgen a partir del mismo. Por último, en el Anexo 1 se muestra evidencia acerca del efecto sobre la inversión y la disponibilidad crédito en países que sufrieron crisis cambiarias y financieras, el Anexo 2 muestra la metodología y los resultados que sirven de base a la estimación y medición del impacto sobre el crecimiento económico. El Anexo 3 incluye una propuesta que contribuye a facilitar el proceso de resolución de deuda privada a través de APE.

## II. Motivación

2.1. La crisis económica de 2001-2002 afectó la capacidad de repago de los compromisos financieros asumidos por un número importante de empresas argentinas. Pasados más de 2 años desde el inicio de la crisis, el proceso de resolución del default ha avanzado en forma lenta si se considera que aproximadamente el 45% de la deuda privada de empresas se encuentra actualmente en situación irregular, sin que se hayan registrado ajustes de fondo en el marco legal, impositivo y contable que permitan mayor agilidad. A diferencia de otros países, tampoco hubo facilitación del proceso a nivel oficial o de terceros siendo el mecanismo de resolución más utilizado el APE<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Regulado en la Ley de Concursos y Quiebras, Ley N° 24.522 y sus modificatorias, en el Capítulo VII del Título II, Arts. 69 al 76, según texto de la última reforma introducida por el Art. 18 de la Ley N° 25.589 del 16 de Mayo del año 2002.

<sup>2</sup> Involucrando al 40% del monto total de deuda en proceso de resolución.

2.2. La consecuencia más directa de esta falta de definición es un menor nivel de inversión, con un comportamiento variado entre empresas dependiendo del sector productivo en el que operen. En la medida que la crisis abarca a una porción significativa del sector empresario, estas condiciones negativas se traducen en un obstáculo para el crecimiento sostenible de la producción y el empleo nacional —y por tanto, para la pobreza y el equilibrio fiscal—, tanto en el corto como mediano plazo. El trabajo del CEF<sup>3</sup> ha enfatizado la necesidad de avanzar hacia la conclusión de las negociaciones entre acreedores y deudores de manera de minimizar la destrucción de valor que conlleva el aplazamiento del problema.

2.3. Teniendo en consideración las condiciones económicas generales y del sector en que opera, la actividad de una empresa en default se ve negativamente afectada. El incumplimiento de las obligaciones interrumpe el acceso al crédito, incluyendo a nuevo financiamiento para capital de trabajo e inversiones de más largo plazo, limitando el potencial de crecimiento de la empresa. En particular, empresas que requieran inversiones de envergadura<sup>4</sup> o empresas que tengan una alta dependencia financiera, definidas como aquellas que no puedan financiar sus activos no corrientes con los flujos netos de ingresos de su actividad, enfrentarán dificultades para llevar adelante proyectos de inversión rentables. También, la incertidumbre acerca de la resolución final del proceso de negociación conspira contra la realización de inversiones que presenten algún grado de irreversibilidad.

2.4. La irregularidad de la situación financiera puede derivar en cambios de control accionario y/o de management con la consecuente interrupción de la estrategia de negocios y el posible retraso de la inversión. Aún sin cambios de control accionario o management, la situación tiende a consumir una porción excesiva del tiempo y el esfuerzo de los directivos, en detrimento del manejo operativo normal de la compañía y de su planificación comercial y estratégica. La incertidumbre sobre el futuro de la empresa crea una focalización desmesurada en el corto plazo. Los clientes y proveedores pueden alejarse de la empresa por temor a que la endeble situación se refleje en menores estándares de calidad, un servicio deficiente o el incumplimiento de los compromisos asumidos. Además, el retraso en las negociaciones puede derivar en modificaciones en la composición de los acreedores hacia grupos previsiblemente más riesgosos que pueden dificultar una salida ordenada a la situación de la empresa. Por último, la evidencia indica que los rezagos en la solución del problema de la deuda disminuye el valor de la empresa.

2.5. Es necesario destacar que las consecuencias del default privado no se limitan a las empresas en problemas sino que se extiende al resto del sector empresario, al retraer la oferta de operaciones de crédito ante la desconfianza que provoca en los potenciales financiadores la incertidumbre acerca de la recuperación futura de

---

<sup>3</sup> El CEF organizó una serie de Mesas Redondas durante el año 2003, en las que participaron activamente representantes del sector empresario y financiero, el gobierno, legisladores, reguladores del sistema financiero y expertos privados. Los resultados de esas mesas se volcaron en una Nota de Política sobre Resolución de Deuda de Empresas, la misma esta disponible en la página de web del CEF, [www.cefargentina.org](http://www.cefargentina.org).

<sup>4</sup> Fundamentalmente inversiones que requieren ser llevadas a cabo de una sola vez, es decir, indivisibles.

sus creencias. Es necesario recuperar la confianza en el sistema para lograr el financiamiento que pueda potenciar los requerimientos crecientes de inversión.

2.6. La medición de los costos asociados con la falta de la resolución de la deuda muestran que las pérdidas por desinversión de parte de las empresas genera una caída de la tasa de crecimiento del producto de entre 1.5 y 2.1 puntos porcentuales mientras que el efecto sobre el empleo se ubica entre 77,000 y 110,000 puestos de trabajo por año que en promedio representan 3.4% de la población desocupada. Esta estimación pone en evidencia la importancia que la resolución de la deuda de estas empresas, un problema netamente privado, representa para la economía en su conjunto. Por esta razón, es importante promover condiciones macroeconómicas propicias, remover barreras legales y normativas así como asegurar que el marco regulatorio genere los incentivos que propicien una rápida solución al problema con la menor pérdida de valor posible y el menor efecto sobre la economía en su conjunto.

2.7. La información disponible muestra que el proceso de resolución de la deuda de las empresas, aún con avances, dista de haberse concluido, siendo en muchos casos las barreras legales y tributarias las que más restricciones imponen al proceso. El mecanismo legal más utilizado por las empresas es el APE. Si bien el mecanismo de acuerdo privado entre las partes con posterior homologación en sede judicial ha demostrado ser un instrumento ágil y eficiente para avanzar con los procesos legales de reestructuración de deuda, todavía se verifican algunos obstáculos cuya remoción son necesarios para perfeccionar este instituto legal. Así por ejemplo existe incertidumbre sobre los costos generados por la aplicación de la tasa de justicia, el tratamiento legal de las ofertas públicas de canje de títulos en el caso de las Obligaciones Negociables emitidas y las intervenciones de la AFIP en resguardo del fisco nacional presentando objeciones a los pedidos de homologación presentados por los deudores por los eventuales créditos quirografarios del fisco (ej. multas e intereses), etc. Este último aspecto es quizá uno de los más claros ejemplos de la falta de coordinación entre el sector público y el privado para avanzar en soluciones rápidas y eficientes. En efecto, es conveniente considerar alternativas de resolución del conflicto que permitan destrabar la homologación de los acuerdos, resguardando el interés del fisco nacional no sólo en la deuda bajo tratamiento sino también considerando los ingresos tributarios futuros. Especialmente, teniendo en cuenta el efecto que la falta de resolución genera en la empresa en particular y en la economía en general.

### **III. Evolución de la Resolución de la Deuda Privada**

3.1. De acuerdo con estimaciones proveniente del Balance de Pagos, a Diciembre del 2003, el stock de deuda del sector privado no financiero, considerando la totalidad de empresas privadas excluyendo las entidades financieras, se ubica en los U\$S 46,389 millones. No se registran variaciones considerables en el nivel de endeudamiento total

comparado con la situación de Marzo del 2003<sup>5</sup>, U\$S 46,621 millones. La distribución de la deuda del sector privado no financiero según tipo de acreencia y residencia del tenedor de la misma se resume en el Cuadro N°1.

Cuadro N°1: Deuda del Sector Privado no Financiero

(en millones de dólares)

<b>A Diciembre 03</b>	<b>No Residentes</b>	<b>Residentes</b>	<b>TOTAL</b>
Títulos de Deuda	11,811	4,000	15,811
Organismos Internacionales	933	-	933
Acreedores Oficiales	1,470	-	1,470
Bancos	9,958	10,520	20,478
<i>En AR\$ (*)</i>		9,232	
Proveedores y Otros	2,142	-	2,142
Atrasos	5,555	n/a	5,555
<b>Total</b>	<b>31,869</b>	<b>14,520</b>	<b>46,389</b>

Fuente: elaboración CEF en base a BCRA y MECON

Tipo de cambio USD 1 : AR\$ 2.9

(\*) Pesificado y originalmente en pesos

3.2. La relación entre deuda del sector privado no financiero y el PBI en dólares a diciembre del 2003 se ubica en torno al 36%<sup>6</sup>. En el año 2002 se registró una relación del 46% del PBI. La disminución registrada en el año 2003 se debe a la combinación de apreciación del tipo de cambio y crecimiento del producto. El nivel de producto medido en dólares no se encuentra en su nivel de equilibrio de largo plazo y puede preverse una mayor apreciación del tipo de cambio real. No obstante, las condiciones de incertidumbre en relación a estas variables se mantendrán en tanto no se lleven adelante las políticas necesarias para asegurar un crecimiento sustentable del producto. Cabe recordar que en los años anteriores a la crisis el promedio de la relación deuda del sector privado no financiero y el PBI se ubicaba en el orden del 15%.

3.3. Para un análisis más detallado de los avances en el proceso de resolución de deuda privada se utilizan datos provenientes de la encuesta realizada por la consultora DMA, que involucra a un total de 61 empresas con deudas mayores a los u\$s 100 millones sumando un total de u\$s 27.4 mil millones. Los datos relevados por la encuesta permiten analizar con más detalle el estado de situación de las empresas privadas que operan en Argentina en relación a la deuda, considerando la evolución, composición y estado de las negociaciones llevadas adelante por las mismas.

<sup>5</sup> No obstante, es importante considerar que parte de los datos presentados en el Balance de Pagos contienen discrepancias estadísticas. Además incluyen datos para personas físicas y jurídicas siendo el universo de análisis más amplio que el de las compañías privadas. Por último, pueden existir duplicaciones en los ítem de "Títulos de Deuda" y "Bancos".

<sup>6</sup> PBI anual 2003, en millones de pesos corrientes \$ 376,231,840, el tipo de cambio corriente promedio anual del 2003 de u\$s 2.94, PBI en dólares u\$s 127,709 millones.

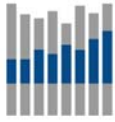
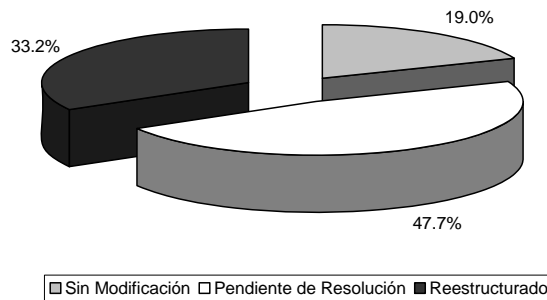


Gráfico N° 1: Estado de situación de la deuda corporativa

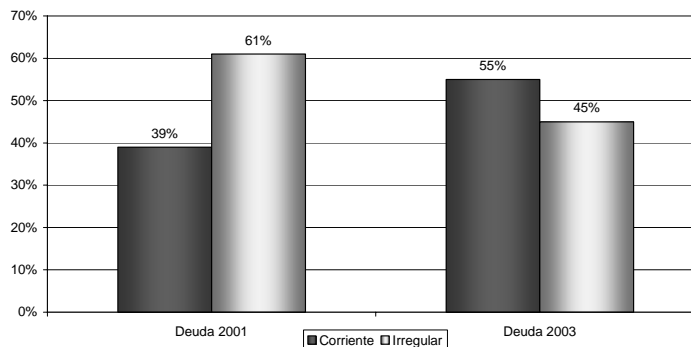


Empresas en la muestra: 61  
Monto total de deuda: USD 27.4 MM

Fuente: CEF en base a DMA.

3.4. Se han concluido negociaciones por un monto equivalente al 33% de la deuda total. Las empresas que se encuentran realizando negociaciones activas, con mayor o menor grado de avance, representan el 48% del total. En términos relativos, respecto del año 2001 el nivel de deuda en situación irregular registró una disminución de 16 puntos porcentuales, pasando la deuda en situación normal a un nivel del 55% del total. Debe considerarse que el 79% de las compañías modificó su estructura de deuda después de la crisis. Al menos 27 filiales locales de empresas transnacionales modificaron su estructura de deuda, sólo en 3 casos los accionistas del exterior se hicieron cargo de los pasivos de sus subsidiarias.

Gráfico N° 2: Avances de la Negociaciones



Fuente: CEF en base a DMA.

3.5. En la muestra analizada la participación de acreedores del exterior alcanza al 90% si se toma como referencia la deuda pendiente de resolución. En las empresas incluidas en la muestra, y como consecuencia del proceso de resolución de la deuda, se observan modificaciones en la estructura accionaria en, al menos, 16 compañías, con 5 accionistas que dejaron el país. También se registran al menos 7 casos de modificación de la composición del

management. Mientras que, de acuerdo a los datos de la encuesta, alrededor del 52% de la deuda pendiente de resolución tuvo cambios en la estructura de acreedores en los últimos seis meses. Por último, se registraron modificaciones en las posiciones relativas de mercado, donde las que obtuvieron reducciones de capital actuaron consolidando las industrias, por ejemplo en el caso de telecomunicaciones.

3.6. En relación a la instrumentación de los acuerdos se observa que el mecanismo más utilizado en cuanto a número de empresas es el Acuerdo Privado. Sin embargo el APE ha sido el mecanismo más importante en términos del monto, más del 40% de la deuda analizada se reestructuró o se propone reestructurar por este camino<sup>7</sup>.

Cuadro N°2: Instrumentación de los acuerdos / propuestas

Datos	Canjes de Mercado	APEs	Acuerdos Privados	Indefinidos	TOTAL
<b>Cerrados</b>	4,478	1,079	2,581	0	8,138
# de compañías	5	4	12	0	21
<b>Mayorías alcanzadas</b>	0	3,282	706	0	3,988
# de compañías	0	4	3	0	7
<b>Propuestas y Otros</b>	0	4,265	0	4,823	9,088
# de compañías	0	4	0	11	15
<b>TOTAL (USD MM)</b>	<b>4,478</b>	<b>8,626</b>	<b>3,287</b>	<b>4,823</b>	<b>21,214</b>
% del Total	21.1%	40.7%	15.5%	22.7%	100.0%
# de compañías	5	12	15	11	43

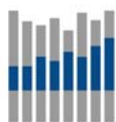
Nota: No incluye a las compañías en situación corriente ni a las que se encuentran en concurso

Fuente: CEF en base a DMA.

3.7. El impacto de la devaluación y la crisis económica sobre la performance y el nivel de cobertura de las empresas puede observarse considerando una serie de indicadores antes y después de la misma. Por efecto de la devaluación, las empresas concentradas en el mercado interno muestran un menor nivel de cobertura considerando el peso de los intereses de la deuda respecto a las ganancias brutas (medida por las ganancias antes de descontar intereses, amortizaciones, depreciaciones e impuestos), mientras que la situación difiere para las empresas concentradas en el mercado externo. De igual manera, la relación entre el nivel de endeudamiento y las ganancias brutas se incrementa para las empresas concentradas en el mercado interno.

Cuadro N°3: Indicadores de performance y cobertura

<sup>7</sup> Un punto interesante a ser mencionado es que a través de los datos relevados en la encuesta se puede observar que los contratos de reestructuración, para algunas de las empresas que ya han alcanzado acuerdos, incluyen "covenants" (condicionamientos a determinadas acciones) que restringen, entre otras cosas, la utilización de los flujos de caja o beneficios excedentes para realizar inversiones de largo plazo, dando prioridad a la amortización anticipada de deuda. En otros casos se restringe la posibilidad de tomar nuevo endeudamiento y/o vender el paquete de acciones mayoritarias. Estos covenants, usuales en los procesos de reestructuración, pueden generar inconvenientes en las perspectivas de crecimiento a largo plazo.



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

Tipo de Compañía	Deuda Total (en MM US\$)			Deuda / Ebitda (*)			Ebitda / Intereses (*)		
	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-01	Dic-02	Dic-03
<b>Exportadoras</b>	<b>4,198</b>	<b>3,452</b>	<b>3,399</b>	<b>4.1x</b>	<b>2.6x</b>	<b>3.1x</b>	<b>3.4x</b>	<b>3.3x</b>	<b>8.1x</b>
<b>Mercado interno</b>	<b>9,963</b>	<b>9,569</b>	<b>9,465</b>	<b>3.1x</b>	<b>7.4x</b>	<b>6.8x</b>	<b>5.3x</b>	<b>1.9x</b>	<b>2.5x</b>
Reguladas	8,032	7,834	7,853	2.8x	7.2x	6.2x	5.8x	1.9x	2.5x
No reguladas	1,931	1,735	1,612	4.3x	8.0x	9.6x	2.9x	1.8x	2.5x
<b>Total / Promedio</b>	<b>14,162</b>	<b>13,021</b>	<b>12,864</b>	<b>3.4x</b>	<b>6.1x</b>	<b>5.8x</b>	<b>4.7x</b>	<b>2.3x</b>	<b>4.0x</b>

(\*) Aactualizado

Tipo de cambio Dic-02 US\$ 1 = AR\$ 3,37; Dic-03 US\$ 1 = AR\$ 2,93

Fuente: CEF & DMA

3.8. Si considera el estado de situación de la deuda de acuerdo al mercado al que las compañías destinan sus ventas y diferenciando las empresas proveedoras de servicios públicos, se observan las dificultades que enfrentan este tipo de empresas. Las compañías exportadoras muestran los mayores avances, ya que sólo la mitad de las empresas analizadas necesitó modificar su estructura de deuda alcanzando acuerdos con sus acreedores. En tanto, las empresas dedicadas al mercado local se encuentran en una situación intermedia, medido por monto aproximadamente la mitad ha logrado llegar a un acuerdo con sus acreedores mientras que el resto se encuentra negociando con mayor o menor grado de avance. Finalmente, se observa que las compañías de servicios públicos poseen un alto porcentaje de deuda pendiente de resolución (aprox. 68 %) siendo la incertidumbre existente sobre las tarifas y el marco regulatorio futuro los argumentos más utilizados al momento de justificar la imposibilidad de avanzar en la solución de este problema.

Cuadro N°4: Indicadores de performance y cobertura

	Sin Modificación	Cerrados	Avanzados	Menos Avanzados	Total
Exportadoras	50.6%	43.8%	5.6%	0.0%	100%
# de compañías	10	5	2	0	17
Mercado Local	4.9%	48.5%	35.8%	10.8%	100%
# de compañías	1	13	6	2	22
Servicios Públicos	10.7%	20.7%	0.9%	67.7%	100%
# de compañías	2	5	1	13	21
<b>Total</b>	<b>19.0%</b>	<b>35.3%</b>	<b>13.1%</b>	<b>32.5%</b>	<b>100%</b>
<b># de compañías</b>	<b>13</b>	<b>23</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>60</b>

Fuente: CEF en base a DMA

3.8. En resumen, los datos disponibles muestran que el proceso de resolución de la deuda de empresas aún no ha finalizado. Si bien se observa un avance en relación a lo analizado en la primera Nota del CEF sobre Resolución de Deuda de Empresas (Septiembre de 2003). Existen temas pendientes (muchos de ellos tratados en la primera Nota) cuya solución podría facilitar el proceso de resolución de deuda.

#### IV. El impacto sobre la inversión y el producto

4.1. El incremento del stock de capital a través de la inversión aumenta la capacidad productiva futura de la economía y tiene efectos directos sobre la productividad y el crecimiento económico<sup>8</sup>. La inversión es uno de los componentes principales de la demanda agregada, aunque también uno de los más volátiles. La volatilidad surge del hecho que la incertidumbre y las expectativas influyen en el nivel de inversión, en muchos casos potenciados por características de irreversibilidad, indivisibilidad y escala. Estas características se evidenciaron en el marco de la reciente crisis económica, que no sólo generó una fuerte caída del nivel de producto y una caída de la utilización de la capacidad instalada<sup>9</sup> sino que también tuvo un significativo impacto sobre el nivel de inversión interna fija.

4.2. Los estudios de comportamiento de la inversión en la Argentina<sup>10</sup>, muestran como determinantes principales de la misma en el largo plazo a las perspectivas de crecimiento económico, los beneficios esperados (tipo de cambio real, apertura de la economía) y la disponibilidad de financiamiento doméstico para la inversión (crédito interno, deuda externa). La reciente crisis económica generó cambios significativos en las variables antes mencionadas produciendo una disminución del nivel de inversión interna fija. La depreciación del tipo de cambio real<sup>11</sup> generó un proceso de sustitución de importaciones y un efecto positivo sobre el crecimiento esperado de los sectores transables, no obstante, la crisis financiera y de la deuda generaron dificultades para el financiamiento de la inversión aún en estos sectores más dinámicos.

4.3. Durante el año 2003 se registró un cambio de tendencia importante en las variables macroeconómicas. Movilizado por el sector externo y los nuevos términos de intercambio el PBI pasó de una caída del – 16% entre el primer trimestre del 2002 comparado con igual trimestre del 2001, a variaciones positivas a partir del año 2003<sup>12</sup>. La recuperación económica permitió mejorar la relación capital producto, que durante el año 2002 se ubicó en un nivel sensiblemente mayor que el promedio de la década anterior<sup>13</sup>, a partir de un crecimiento de los niveles de producción con un stock de capital que mostró signos de recuperación.

---

<sup>8</sup> Esta relación es más robusta y significativa desde el punto de vista económico cuando se trata de inversión en maquinarias y equipos [De Long, Summers; How strongly do developing countries benefit from equipment investment (1991)].

<sup>9</sup> El promedio para el año 2001 fue de 36%, en 2002 cae al 32% y luego comienza a aumentar tomando un valor de 48% para 2003 hasta alcanzar el 58% en lo que va del corriente año.

<sup>10</sup> "Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Argentina" (Ricardo Bebczuck, José Fanelli y Juan Pradelli – 2002) y "Short and Long Run Determinants of the Private Investment in Argentina" (Pablo Acosta y Andres Loza – 2003 ).

<sup>11</sup> El tipo de cambio multilateral se depreció un 51% comparando el promedio 2002-2003 respecto al promedio 1993-2001.

<sup>12</sup> Comparando con el año 2002 de mayor impacto de la crisis.

<sup>13</sup> De acuerdo a estimaciones de la CEPAL, la relación capital producto se ubicó en 2.89 en 2002 comparado con un promedio de 2.22 en el período 1993-1998. La inversión neta para el año 2002 se ubicó en –3.5% del PBI.

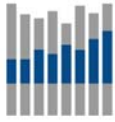
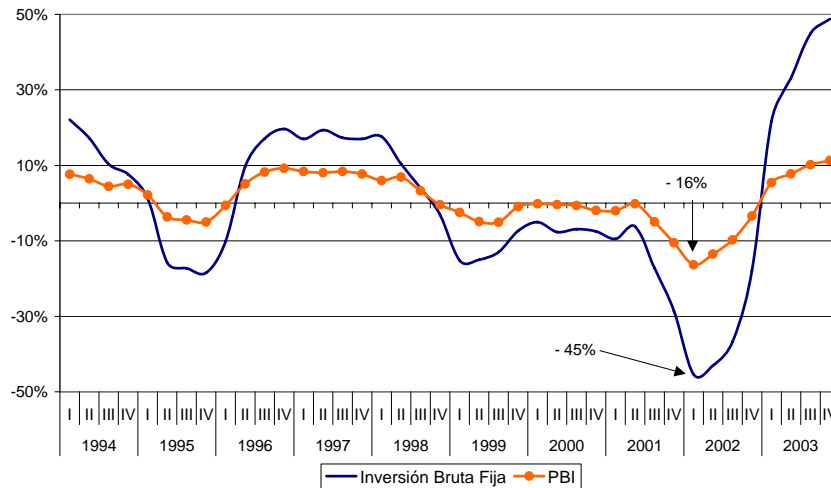


Gráfico N°3: PBI e Inversión. Variación Interanual



4.4. En efecto durante el año 2003 se observa una recuperación de la inversión agregada, luego de alcanzar un nivel de variación de  $-45\%$  durante el primer trimestre del 2002 comparado con igual trimestre del 2001, la inversión bruta interna fija registró un cambio de tendencia ubicándose en el año 2003 con tasas de variación respecto de igual trimestre del año anterior cercanas al  $50\%$ . No obstante, el nivel alcanzado,  $14\%$  del PBI logra cubrir levemente la depreciación del stock de capital existente en la economía<sup>14</sup>, y se ubica un  $28\%$  por debajo de los niveles promedio de inversión bruta interna fija de los períodos pre-crisis<sup>15</sup>. Es necesario recuperar los niveles de inversión agregada que permitan sostener la recuperación del producto. Tal recuperación requiere de la consolidación de la estabilidad económica, la normalización del sistema financiero y la resolución de la problemática de la deuda, tanto pública como privada.

4.5. La evidencia internacional proveniente de países que atravesaron crisis en las últimas décadas (Ver Anexo 1), muestra que la inversión y la disponibilidad de financiamiento se ven afectadas durante las mismas. En general las crisis se caracterizan por una fuerte caída del producto y de la inversión, con una recuperación posterior liderada por los sectores transables, consecuencia de la mejora en el tipo de cambio real.

4.6. Las variables financieras muestran mayor persistencia que las variables reales, el crecimiento del crédito se mantiene en promedio deprimido por, al menos dos o tres años posteriores a la crisis. Respecto del nivel de crédito al sector privado se observa una contracción persistente del stock de crédito con una caída en la participación del PBI que se consolida pasados 10 trimestres de la crisis inicial. Este comportamiento es

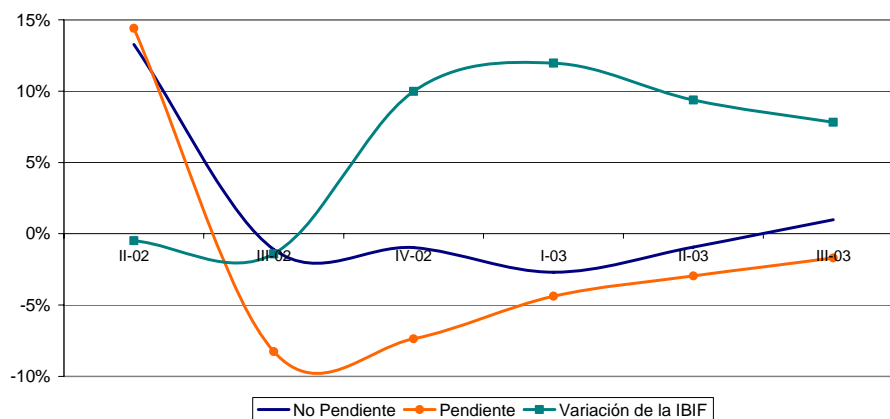
<sup>14</sup> Suponiendo un nivel de depreciación del orden del  $9-10\%$  del PBI.

<sup>15</sup> La Inversión Bruta Interna Fija promedio de la década anterior fue de  $19.4\%$  del PBI.

coincidente con los casos de México, Rusia e Indonesia donde la crisis cambiaria tuvo un correlato financiero sistémico que afectó fuertemente el sector bancario. Por el contrario, en los casos Malasia y Turquía el nivel de crédito al sector privado se mantuvo constante e incluso hubo alguna recuperación del flujo de crédito. Al respecto ver el Anexo 1.

4.7. El aumento en los niveles de inversión se ve condicionado por la presencia de empresas que se encuentran en proceso de resolución de deuda privada. La incertidumbre del proceso de resolución y las dificultades para el acceso a financiamiento adicional, generan un menor nivel de inversión en las empresas afectadas. Puede observarse en el Gráfico N° 4 la caída en la tasa de inversión en una muestra de estas empresas<sup>16</sup>, comparada con la variación de la Inversión Bruta Interna Fija. Se observa además, que la tasa de variación de la inversión es sensiblemente menor para aquellas empresas que tienen pendiente la resolución del default.

Gráfico N° 4: Tasa de variación trimestral de la Inversión



4.8. La falta de resolución de la deuda privada afecta el nivel de inversión de las empresas involucradas. Las empresas con dificultades para cumplir con sus compromisos no sólo enfrentan inconvenientes para financiar su capital de trabajo sino también para realizar las inversiones de largo plazo necesarias para fortalecer su posición de negocio. Aún cuando la mejora en la situación económica permitió a muchas de las empresas en default la recuperación de sus ventas y la posibilidad de financiar sus operaciones corrientes con fondos propios<sup>17</sup>, las inversiones requeridas para el largo plazo se ven afectadas en un contexto de incumplimiento de las obligaciones contractuales.

<sup>16</sup> La muestra involucra a 67 empresas no financieras de oferta pública.

<sup>17</sup> Fundamentalmente en el caso de empresas con ventas en mercados externos que se vieron favorecidas por la depreciación del tipo de cambio.

4.9. Las inversiones en activos no corrientes pueden presentar diversas características entre las que se encuentran, la indivisibilidad, la dependencia financiera y la irreversibilidad. En muchos casos, la escala necesaria para llevar adelante este tipo de inversiones requiere un financiamiento que excede la posibilidad de afectación de fondos propios por parte de las empresas. Lógicamente, este tipo de inversiones indivisibles se ven afectadas cuando la empresa incurre en incumplimiento de sus obligaciones.

4.10. En otros casos surgen inconvenientes a causa de la presencia de dependencia financiera, cuando los flujos de caja no alcanzan a cubrir las necesidades de aplicación de tales fondos para la acumulación de activos no corrientes. En condiciones de dificultades de acceso al financiamiento las empresas que operan en sectores que presentan dependencia financiera ven afectadas sus perspectivas en el mediano y/o largo plazo. Por otro lado, en ciertos casos la decisión de inversión presenta rasgos de irreversibilidad. Esta irreversibilidad puede llevar a posponer inversiones rentables si se considera que la espera genera un beneficio en términos de disminución de la incertidumbre que rodea a la misma. Los procesos de negociación de deuda pueden generar la postergación de inversiones que en otras condiciones se llevarían a cabo.

4.11. El efecto del default y la situación de dificultades financieras de las firmas puede generar cambios de control accionario y de management en las empresas. Estos cambios generan perjuicios en el corto plazo, no sólo para los accionistas que deben resignar su participación accionaria y/o de gerencia, los consecuentes costos legales y administrativos sino también desde las perspectivas de negocio de la empresa. Los procesos de reorganización que surgen a partir de las modificaciones en el control societario insumen tiempo de management que puede reflejarse en retrasos en las decisiones de inversión por cambios en la orientación de los negocios. Otros costos indirectos pueden incluir pérdidas de ventas, menores beneficios, pérdida de reputación, clientes y proveedores. Adicionalmente, en la medida que el proceso de negociación con los acreedores se extiende en el tiempo pueden surgir problemas de sub-inversión. En casos en que la empresa tenga proyectos de inversión con valor presente positivo, los accionistas no tendrán incentivos a llevar adelante estos proyectos hasta tanto no se haya acordado con los acreedores, ya que los beneficios del proyecto podrían terminar en manos de los mismos. La inversión sólo se llevará a cabo una vez que se haya eliminado la incertidumbre y se haya alcanzado un acuerdo de reestructuración de la deuda con los acreedores.

4.12. Es necesario considerar el efecto que el retraso en la resolución de la deuda genera sobre la composición de los acreedores, tal modificación representa un problema potencial que no puede ser soslayado al momento de analizar la evolución futura del problema de resolución de deuda corporativa. Las modificaciones en la composición de los acreedores genera dificultades para la conformación de ruedas de negociación estables, dificultando el diálogo y por ende las perspectivas de posibles acuerdos. Adicionalmente, en general debe esperarse una selección adversa de acreedores, ya que los inversores originales (que ingresaron a financiar los negocios de la

empresa en situación normal) son reemplazados por inversores de alto riesgo que acceden a adquirir deuda de una empresa en default. Esto genera un problema adicional dado que por su naturaleza de riesgo, estos acreedores, pueden ser más agresivos para negociar.

4.13. La presencia de empresas que han incurrido en default o con dificultades financieras genera también un efecto indirecto sobre la disponibilidad de financiamiento en la economía a partir de las implicancias para con los derechos de propiedad de los acreedores. La falta de mecanismos ágiles para la resolución de situaciones de default ocasiona costos en términos de la posibilidad de acceso al financiamiento futuro no sólo para la empresa en dificultades sino también para el resto de la economía.

4.14. Para las empresas de la muestra el período de crisis económica coincide con una caída en la acumulación de activos no corrientes. El estudio de los determinantes de la tasa de acumulación en este tipo de activos permite discernir comportamientos significativamente disímiles entre empresas. Debe considerarse que se trata de un período caracterizado por aumento de la incertidumbre, cambio en las expectativas, modificación del tipo de cambio, crisis de la deuda externa y caída del financiamiento, variables que mencionamos como determinantes de la inversión agregada en el largo plazo. No obstante, en el caso de las empresas que entraron en default y en las empresas con propuesta de resolución pendiente, es donde la caída de la inversión se hace más notoria. Una correcta evaluación de la brecha originada en la acumulación de activos no corrientes debido a la situación de no resolución de la deuda requiere ser analizada mediante técnicas que permitan aislar de forma correcta los factores explicativos de la menor inversión relativa<sup>18</sup>.

4.15. En el estudio se diferenció el comportamiento de las empresas según categorías de acuerdo a su situación de deuda<sup>19</sup>. La estimación realizada permitió discernir las diferencias en el nivel de inversión realizado por las empresas que entraron o no en default. También se comparó la situación de las empresas que habiendo entrado en default resolvieron su situación respecto de las que aún se mantienen sin solucionar la misma. A partir de la determinación del nivel de inversión para cada una de las situaciones se estimó el efecto que la falta de inversión genera en la tasa de crecimiento del PBI y en el nivel de empleo.

4.16. Los resultados obtenidos muestran que la inversión de las empresas con problemas de deuda se ha reducido, exclusivamente por tal problema y dejando de lado otros factores que influyen sobre esta variable<sup>20</sup>, entre el 12 % y el 13 % por año, según se trate de una empresa con default o una empresa con default y sin

---

<sup>18</sup> El Anexo 2 muestra en detalle el desarrollo de la técnica econométrica utilizada para estimar los determinantes del comportamiento de la inversión en la muestra.

<sup>19</sup> Para la muestra de empresas analizadas no se obtuvieron resultados robustos en términos de orientación al mercado externo y/o doméstico.

<sup>20</sup> A través de la regresión econométrica se pueden controlar los efectos de cambios en las variables explicativas sobre la explicada, de esta forma se puede aislar el impacto directo de las variables significativas.

resolución de la deuda. Estas cifras cobran relevancia si se considera que el análisis realizado se basa en una muestra de empresas que representan un porcentaje considerable de la inversión bruta fija<sup>21</sup> y de las ventas totales en el país.

4.17. Es posible, a partir de una extrapolación, cuantificar los efectos macroeconómicos del proceso de resolución de deuda privada. La extrapolación tiene por objetivo estimar el efecto sobre el nivel de crecimiento económico originado por la disminución en la tasa de acumulación de capital de la economía como consecuencia de la falta de resolución de la deuda de estas empresas. A este respecto, los resultados indican que el default ha provocado una reducción de la tasa de crecimiento anual del PBI de entre el 1.3 y 1.9 puntos porcentuales, mientras que la combinación del default con la falta de resolución sería responsable de una caída de entre 1.5 y 2.1 puntos porcentuales anuales.

4.18. El efecto de la reducción en la tasa de crecimiento del producto sobre el nivel de empleo puede estimarse utilizando la elasticidad empleo producto. Considerando la elasticidad empleo producto de largo plazo, la falta de resolución genera un efecto estimado sobre el empleo de entre 77.000 y 110.000 puestos de trabajo efectivos por año. Estos puestos de trabajo que no se materializan a causa de la caída de la inversión y del efecto de la misma sobre la tasa de crecimiento del producto implican en promedio un 3.4% de la población desocupada. Por lo tanto, el efecto de la falta de resolución del problema de la deuda genera un impacto directo reflejado en la caída de la inversión de estas empresas, una menor acumulación de capital en la economía y un menor crecimiento del producto con la consecuente pérdida en términos de empleos y recaudación impositiva.

## **V. Evolución de los aspectos legales, impositivos y normativos**

5.1. La divergencia de intereses entre deudores y acreedores hace que la solución del problema de la deuda requiera de tiempo y negociaciones, aún cuando ambos tienen interés en alcanzar una solución rápida y satisfactoria. El tiempo requerido para esta resolución se relaciona directamente con los incentivos y restricciones que enfrentan los actores para alcanzar un acuerdo. En la Nota del CEF sobre Resolución de Deuda de Empresas de Septiembre del 2003 se presentaron una serie de cuestiones a considerar a fin de acelerar el proceso de resolución de la deuda privada. Si bien se han registrado algunas modificaciones en los meses posteriores, las mismas no forman parte de una estrategia definida, considerando la serie de aspectos macroeconómicos, de tratamiento legal, impositivo, contable y de normativa que generan obstáculos a la solución rápida y satisfactoria del conflicto entre acreedores y deudores.

---

<sup>21</sup> El nivel de inversión de las 50 empresas más importantes incluidas en la Encuesta Nacional a Grandes Empresas relevada por el INDEC constituye el 18.5% del nivel de inversión bruta interna fija en el año 2001. Si bien por secreto estadístico no es posible comparar esas empresas con las incluidas en nuestra muestra, por tratarse de 67 empresas de oferta pública, incluyendo a empresas de servicios públicos, se asume un nivel de participación de entre el 10% y el 15% de la inversión bruta interna fija.

5.2. Los cambios registrados con posterioridad a la mencionada Nota se circunscriben a cuestiones impositivas (modificación de la Ley de Impuesto a las Ganancias) y normativas (comunicaciones del BCRA) de alcance limitado en términos de la envergadura del problema de resolución de deuda. En relación a los APE, en Diciembre del 2003 tuvo media sanción en el Senado un proyecto orientado a reglamentar la conformación de mayoría en el marco del APE, sin que a la fecha se hayan registrado avances adicionales.

#### Aspectos impositivos

5.3. Los procesos de reestructuración de la deuda tienen diversos efectos de tipo impositivo sobre deudores y acreedores (y en relación al fisco como un acreedor adicional) por lo cual es preciso remover barreras en este sentido para hacer más atractiva la búsqueda de soluciones mutuamente beneficiosas y crear incentivos adicionales que impulsen a las partes a lograr acuerdos extrajudiciales. En base a estas consideraciones se identificaron diversos aspectos que ameritan una revisión, con carácter temporario y foco específico en los casos de reestructuración, los cuáles se detallan en el Anexo 3. Los mismos fueron elaborados considerando que cualquier incentivo tributario debe contemplar el costo directo para el fisco en términos de pérdida de recaudación y los posibles desvíos derivados de la utilización de tales mecanismos por parte de los sectores beneficiados y de otros que deseen acogerse a los mismos. Aunque también deben tenerse en cuenta los ingresos futuros a partir de la restauración de condiciones micro y macroeconómicas más favorables en el futuro, con impacto directo sobre la recaudación.

5.4. Los avances realizados en el ámbito impositivo, y en particular los relacionados con los procesos de reestructuración de deudas privadas, fueron marginales, correspondiendo mencionar que en el mes de Octubre del año 2003 se sancionó y promulgó la Ley N° 25.784 a través de la cual se modificaron ciertos aspectos de la ley del impuesto a las ganancias. En particular, y en relación a los puntos tratados en el Anexo I de la mencionada Nota, se modificó la limitación en la deducción de los intereses pagados, la cual queda restringida al caso en que el acreedor sea un sujeto vinculado no residente y que el monto de los pasivos involucrados exceda en 2 veces el patrimonio neto (norma sobre capitalización exigua)<sup>22</sup>. La medida representa una disminución en el número de contribuyentes sujetos a dichas restricciones, ya sean empresas deudoras que hayan logrado reestructurar sus deudas como aquellas que no se encuentran en situación de cesación de pagos, al flexibilizar las restricciones establecidas para la deducción de intereses pagados de la base imponible del impuesto a las ganancias<sup>23</sup>.

#### Aspectos normativos

---

<sup>22</sup> Modificación del inciso a) del primer párrafo del artículo 81 de dicha ley.

<sup>23</sup> Cabe mencionar que dicha norma aún no ha sido reglamentada.

5.5. En su rol de acreedores de las empresas privadas, cualquier acuerdo de refinanciación impactará sobre el balance de las entidades bancarias. El marco regulatorio condiciona la disposición de los bancos y otras entidades financieras a resolver los casos y la preferencia por ciertas alternativas sobre otras. En particular, las normas de previsionamiento, control de cambios y los requisitos de capital mínimo que se apliquen en los casos de reestructuración pueden influir sobre la toma de decisiones de los bancos. Asimismo, la eventual conversión de deuda por capital se verá posiblemente restringida por las limitaciones presentes en el marco actual acerca de la tenencia de paquetes accionarios de empresas no financieras.

5.6. En este marco se han registrado avances relacionados con el tratamiento normativo por parte del Banco Central, en virtud de las Comunicaciones "A" 4055 (2/12/03) y "A" 4060 (22/12/03) que aprobaron medidas tendientes a fomentar el crédito al sector privado y a facilitar la reclasificación de deudores que aprueben planes de pagos respectivamente. Estas normas brindan mayor flexibilidad e incentivos para facilitar por un lado la consecución de acuerdos de resolución en los que participan entidades financieras y por otro el otorgamiento de crédito adicional, muy necesario teniendo en cuenta las restricciones de acceso a financiamiento que afectan a las firmas en proceso de resolución de deuda.

5.7. La Comunicación "A" 4055 prevé, entre otros aspectos, una extensión por 12 meses al aumento de límite (20%) en las participaciones de los bancos en el capital de las empresas tomadas en defensa del crédito, el objetivo de la medida es el de facilitar los procesos de refinanciación de deuda. En tanto, a través de la Comunicación "A" 4060, se admite que las asistencias que impliquen desembolsos de fondos adicionales superen el 300% de la responsabilidad patrimonial computable (RPC) del cliente, permite el otorgamiento de financiación en categoría 1 a empresas informadas en categorías inferiores por parte de otras entidades. Esta medida se complementa con la autorización a las entidades financieras a recategorizar en situación normal a aquellas empresas que formalizaron acuerdos de pago. Se considera a los fines de la recategorización la capacidad de pago futura en función de las condiciones del acuerdo. Las desafectaciones de las provisiones constituidas que correspondan en virtud de la recategorización deberán hacerse teniendo en cuenta la clasificación previa, considerando los porcentajes de cancelación de capital de la norma general que fueron reducidos entre un 5 y 10%. Por último, se ajusta el previsionamiento requerido en función de la pérdida reconocida por la entidad financiera en el marco del acuerdo teniendo en cuenta la mejora en la cobrabilidad futura del mismo.

#### Aspectos legales

5.8. Dentro de los aspectos legales que atañen directamente a la resolución del problema de la deuda privada de empresas no se han registrado modificaciones significativas. Como mencionáramos en la Nota del CEF sobre

Resolución de Deuda de Empresas de Septiembre del 2003, frente a los problemas de insolvencia el marco legal ofrece básicamente tres opciones, a saber: 1) la actuación individual de los acreedores ejercitando sus derechos contractuales en jurisdicción local o extranjera (vía acciones ejecutivas, solicitud de embargos o traba de medidas cautelares sobre bienes del deudor; o juicios ordinarios de cobro de las acreencias, etc.), enfrentados a los deudores que se defienden procurando ganar tiempo a la espera de que mejoren las condiciones del mercado (vía la presentación de objeciones formales a las acciones o solicitando al juez que establezca la adecuación de las condiciones mediante el reajuste equitativo de las prestaciones o bien solicitando la inconstitucionalidad de las normas que exceptuaron de la pesificación a los créditos bajo ley extranjera, etc.); 2) El uso de los sistemas formales de insolvencia bajo la legislación concursal, como los pedidos de quiebra por el lado de los acreedores y la petición de concurso por el lado de los deudores; y 3) la negociación extrajudicial de acuerdos de reestructuración empresarial (también llamados *corporate workouts* o, en general, mecanismos “informales” de insolvencia pero extensivos al resto de los acreedores cuando son aprobados por una mayoría cualificada de acreedores, tal como es el caso de la reciente regulación sobre los Acuerdos Preventivos Extrajudiciales o más comúnmente denominados APEs), donde el deudor y sus acreedores tratan de readecuar la estructura de deuda de la firma a fin de preservar el valor de la empresa sin los costos directos e indirectos que tienen los procesos de bancarrota o quiebra. Tal como se observa en la Sección 3, y como era de prever tratándose de una crisis sistémica, el mecanismo de los APEs es la opción más utilizada para canalizar la resolución de la deuda.

5.9. Si se compara el mecanismo de los APEs con el concurso preventivo, estos mecanismos son más rápidos; por definición menos costosos en términos de gastos y honorarios profesionales –aunque este es uno de los aspectos poco claro en la regulación del APE-; y en general más predecibles; menos destructivos de valor; más discretos; más flexibles en cuanto permiten seleccionar para la negociación a los acreedores con quienes es realmente necesario acordar para dar solución a la crisis o a la insolvencia; y menos riesgosos para los accionistas y para los acreedores. En suma, más eficientes en términos económicos y del interés general. En su versión más informal – por ejemplo, el London Approach, promovido por el Banco de Inglaterra en base a su poder moral de persuasión sobre las entidades financieras de ese país-, dependen con exclusividad de la voluntad de las partes. En muchas ocasiones, las partes no tienen los incentivos adecuados para negociar de buena fe debido a los ya conocidos problemas de decisión colectiva e información asimétrica entre ellas. Pero cuando se establece algún estímulo – legal y/o regulatorio-, es usual referirse a estos mecanismos como sistemas informales de insolvencia, que conforme a la experiencia internacional se encuentran en mayor o menor medida regulados o autorregulados sobre la base de normas públicas o privadas. Variaciones de esa metodología se desarrollaron, con mayor o menor intervención estatal, con mayor o menor éxito también según los casos, en Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea y México así como, más recientemente, Turquía.

5.10. En el caso Argentino, debe tenerse en cuenta la importancia que los acreedores extranjeros tienen en la solución de la reestructuración, por lo que se requiere de un mecanismo de negociación que persuada a aquellos de que el fuero local ofrece bajo riesgo y la posibilidad certera de mayores beneficios que un largo litigio fuera de la Argentina. Ello constituye una razón fundamental para promover soluciones dentro del marco de los mecanismos informales de insolvencia, respaldados en la medida que sea posible por la reputación de otras entidades privadas o cuasi-públicas. Hasta la regulación de los APEs, estos mecanismos no habían sido desarrollados en Argentina.

5.11. A pesar de que la evidencia muestra que el APE es uno de los mecanismos más utilizados por las empresas en proceso de resolución de deuda<sup>24</sup>, no se registraron modificaciones en los aspectos legales de este mecanismo para perfeccionar ciertos aspectos que aún son problemáticos en la utilización de los APEs. Corresponde mencionar que en el mes de Diciembre del año 2003, el Senado de la Nación dio media sanción a un proyecto por el cual en los procesos de homologación judicial de los APE, y mientras dure la emergencia económica, las mayorías previstas en el artículo 73<sup>25</sup> de la Ley de Concursos y Quiebras deberán computarse convirtiendo los créditos en moneda extranjera de causa anterior a la declaración de emergencia económica que no hubieren sido pesificados, mediante la relación de \$1 por cada U\$D1 de crédito (o equivalente en otras monedas). Igual tratamiento se dará para sus respectivas refinanciaciones y/o renovaciones. Asimismo, para la aprobación de los acuerdos respectivos se requerirá la conformidad del 51% de los acreedores quirografarios siempre y cuando el juez entienda que dicho acuerdo resulta equitativo para las partes involucradas y que no es discriminatorio. El principal problema de este proyecto es que sólo se centra en modificaciones que atañen al cómputo de las mayorías, sin tener un tratamiento integral del problema y sin resolver los aspectos que aún son problemáticos en el APE. Esta característica limitada del proyecto no ha servido para fomentar una discusión amplia de la problemática, sino por el contrario a aumentar la desconfianza de los acreedores. Las objeciones técnicas que se han hecho a la reducción de las mayorías requeridas son básicamente la necesidad de tener mayorías calificadas para extender los efectos de un acuerdo a los acreedores no participantes del mismo, en casi todos los regímenes del tipo de los APEs que se utilizaron en otros países; la asimetría que se produciría con las mayorías que hoy se exigen en los concursos preventivos y la posibilidad de lograr mayorías reales inferiores al 50% debido a las recientes interpretaciones jurisprudenciales en relación al no cómputo de las abstenciones y ausentes en el caso de Obligaciones Negociables<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> Involucrando a un 40% del monto total de deuda en proceso de resolución (ver Nota al Pie 2).

<sup>25</sup> Requiere que hayan presentado su conformidad la mayoría absoluta de acreedores quirografarios que representen las dos terceras partes (67%) del pasivo quirografario total.

<sup>26</sup> Es de destacar que, conforme al criterio jurisprudencial predominante, en particular los casos "Sociedad Comercial del Plata S.A. s/ Concurso Preventivo" y el caso "Multicanal S.A. s/ Acuerdo Preventivo Extrajudicial", a los efectos del cálculo de las mayorías requeridas por la ley no se deberá computar el capital de los obligacionistas ausentes en las asambleas de bonistas y de los que abstuvieron de votar.

5.12. En resumen, y tal como se mencionara en la Nota del CEF sobre la Resolución de la Deuda Privada de Septiembre 2003, el proceso de resolución de deuda debe entenderse como un ejercicio de coordinación que requiere la acción cooperativa de todos los agentes (empresas locales, extranjeras, acreedoras y deudoras, el gobierno, los jueces) y elementos involucrados (cuestiones macroeconómicas, legales, tributarias, contables y normativas), fundamentalmente en el marco de una crisis sistémica que genera altos costos en términos de inversión y crecimiento económico. Si bien se han registrado avances relacionados fundamentalmente con la normativa del BCRA, no sucede lo mismo en los aspectos tributarios y legales, donde sólo se registraron algunas modificaciones relacionadas con la reforma del impuesto a las ganancias, persistiendo elementos distorsivos que dificultan los avances en el proceso de resolución de deuda.

## **VI. Cuestiones pendientes**

6.1. Teniendo en cuenta el costo en términos de producto, empleo e inversión y a manera de seguimiento del trabajo de diagnóstico iniciado por el CEF y reflejado en el documento publicado en Septiembre del 2003, se proponen posibles soluciones a los aspectos que siguen dificultando la concreción de potenciales acuerdos privados. Las cuestiones pendientes incluyen temas tributarios, regulatorios y legales.

6.2. El tratamiento de oferta pública de las emisiones de obligaciones negociables resultantes de la reestructuración de pasivos empresarios es uno de los aspectos pendientes de definición tanto en reestructuraciones a través de la emisión de nuevos títulos como en canjes de títulos existentes que contaban con oferta pública incluyendo los beneficios fiscales correspondientes. Resulta incierto su tratamiento fiscal debido a la interpretación que el fisco estaría dando acerca del cumplimiento del requisito de oferta pública<sup>27</sup>, pese a no haber ninguna renta gravable y cuando la realidad económica prescribiría el mantenimiento de los beneficios fiscales. Esta incertidumbre, genera costos –tanto para deudores como acreedores-, extendiendo los procesos de reestructuración así como no permitiendo un cálculo definitivo respecto de la carga impositiva total que resultará luego de finalizado el proceso.

6.3. El carácter indeterminado que presenta la tasa de justicia a ser abonada al momento de la presentación de un acuerdo para su homologación, es otro de los aspectos a ser considerados. Aún cuando la misma fue reducida en el marco de la emergencia económica y financiera sancionada durante el año 2002<sup>28</sup>, ésta aún no ha sido reglamentada por el fisco nacional, y no ha sido incluida en el año 2004 en el marco de la prórroga de la ley de

---

<sup>27</sup> En este sentido, puede mencionarse la opinión del fisco a través del Dictamen N° 16/02 (DAT)

<sup>28</sup> Mediante Ley N° 25.563 de Emergencia Productiva y Crediticia, se estableció una tasa especial en los procesos concursales equivalente al 0,75% de los créditos verificados hasta la suma de \$ 100.000.000 y de 0,25% sobre el excedente, en reemplazo del 3% de tasa general.

Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario<sup>29</sup>, su aplicación en el ámbito provincial no está definida y no resulta claro si la misma corresponde aplicarse en el caso de APE, con una dificultad adicional en este último caso ya que la discusión se plantea sobre el monto al que debería aplicarse la tasa en cuestión, sobre la deuda total reestructurada o sobre aquella parte de la deuda reestructurada que no adhirió al APE y sobre la cual se extendió la aplicación del mismo. Este es un punto esencial, porque como fue mencionado anteriormente, una característica primordial de los sistemas informales de insolvencia es su menor costo relativo comparado vis a vis a los sistemas formales (concurso/quiebra), aspecto este que no resulta del todo claro en la regulación local del APE.

6.4. La falta de definición del marco regulatorio y tarifario para los servicios públicos se refleja en el amplio alcance que el problema de la deuda empresaria tiene dentro de las empresas operadoras de servicios públicos, donde al menos 14 empresas se encuentran en proceso de resolución de deuda representando aproximadamente el 70% de la deuda. La deuda de empresas del sector eléctrico y de gas representan entre el 75 y el 80% de la deuda empresaria de las operadoras de servicios públicos. La incertidumbre acerca del futuro marco regulatorio imposibilita la conformación de planes de negocios creíbles que puedan servir de base para el logro de acuerdos de reestructuración de las deudas. Desarrollos recientes indican que la definición de los nuevos marcos regulatorios no se producirá en al menos 6 a 12 meses, durante los cuáles operarán los efectos negativos sobre la inversión que produce la no resolución de la deuda. La rápida normalización de los marcos jurídicos aplicables a industrias reguladas es por lo tanto una condición necesaria para poder avanzar con la resolución de la deuda de muchas de estas empresas.

6.5. La interposición de recursos por parte de la Administración Federal de Ingresos Públicos<sup>30</sup> a partir del 2003, generó inconvenientes y demoras en la consecución de la homologación judicial de los APE a los que habían arribado algunas empresas en cesación de pagos con sus acreedores. En resguardo del interés legítimo del fisco la AFIP interpone recursos tendientes a la determinación del nivel de deuda en concepto de impuestos, multas e intereses. Las dificultades inherentes a la determinación de la misma generan retrasos que exceden los plazos legales previstos y en muchos casos afectan el acuerdo logrado antes de que el mismo sea homologado. De la experiencia recogida, surge que este problema de retraso en los procesos de reestructuración de deuda empresaria resulta para las empresas grandes y particularmente para las empresas medianas y pequeñas. En las empresas grandes –y en general, en aquellas empresas con acreedores importantes radicados en el exterior– los efectos negativos se producen debido a que el retraso en la resolución judicial puede afectar acuerdos en los que existan cláusulas “temporales” por las cuales se establecen plazos precisos para la homologación final de los APE. En el caso de las empresas medianas y pequeñas, el problema surge por la dificultad de determinar en forma efectiva y a tiempo la significatividad de los pasivos tributarios sobre los totales. En este punto, debe considerarse

---

<sup>29</sup> Instrumentada mediante Ley N° 25.820

<sup>30</sup> En algunos casos, se ha observado también la interposición de recursos por parte de fiscos sub-nacionales

el interés legítimo del fisco de lograr una adecuada determinación de la deuda tributaria que coincide con el interés de los restantes acreedores, en tanto disminuye la incertidumbre respecto a la sustentabilidad futura del mismo. No obstante, la lentitud y las dificultades inherentes a su determinación atentan contra la celeridad de los procesos de APE, esto puede afectar los acuerdos preliminares, principalmente en los casos en que participan acreedores extranjeros y se trate de empresas medianas y/o pequeñas. Por otro lado, una solución que contemple el interés de todas las partes involucradas y brinde seguridad a los acuerdos alcanzados, genera importantes beneficios a futuro.

6.6. La falta de incentivos al ingreso de nuevos recursos financieros a las empresas es un aspecto que, de modificarse, podría favorecer al proceso de reestructuración. Las firmas en proceso de reestructuración de sus deudas se enfrentan, durante dicho proceso, a fuertes restricciones al acceso a nuevo financiamiento para el giro propio del negocio, condicionando de esta manera el flujo futuro de ingresos y por ende la posibilidad de ofrecer mejores propuestas de repago a sus acreedores y de alcanzar un acuerdo satisfactorio para las partes, hecho éste último que condiciona el futuro de la empresa y restringe aún más el acceso al crédito. Para ello, y a fin de intentar quebrar dicho círculo vicioso, podrían establecerse mecanismos que permitan el tratamiento prioritario – como deuda senior o privilegiada en sede concursal- de los nuevos aportes de fondos destinados al giro propio de la empresa, tal como lo prevé el Código de Bancarrotas de los EEUU<sup>31</sup>. Como se observara en los puntos 5.6 y 5.7, el BCRA ha actuado en este sentido, mediante el dictado de normas que flexibilizan el otorgamiento de nuevo financiamiento a las empresas deudoras por parte de las entidades bancarias, pero esta reforma no es suficiente para incentivar otros mecanismos de financiamiento de empresas en crisis que en forma expresa consagren un derecho prioritario para dichos créditos cuando ellos son otorgados conforme a un contrato de APE homologado o en sede concursal.

6.7. La presencia de asimetrías en el tratamiento de las deducciones impositivas de las quitas de capital en el caso del impuesto a las ganancias genera incentivos a la venta de las acreencias reflejándose en modificaciones en la composición de los acreedores. Se observa que los acreedores originales (por ejemplo inversores institucionales, bancos, comerciales, individuales, etc) son reemplazados por fondos de inversión que adquieren los pasivos en default. Este cambio de titularidad puede tener efectos negativos sobre la economía en su conjunto, principalmente por el hecho de que, aún cuando los fondos de inversión no tengan la intención de destruir valor de la empresa para recuperar sus acreencias, sí tienen una visión de corto plazo<sup>32</sup> que puede reflejarse en acuerdos que contemplen limitaciones a los gastos de inversión de las empresas, potenciando los efectos negativos sobre la inversión agregada, el producto y el empleo que fueran oportunamente mencionados en la sección 4. Esto es así, debido a que la pérdida asociada a las quitas de capital no podrían ser deducidas del impuesto a las ganancias

---

<sup>31</sup> Bankruptcy Code USA, Section 364, *Obtaining Credit*.

<sup>32</sup> La relación con el deudor es un activo de largo plazo para los acreedores bancarios y comerciales, no ocurre lo mismo en el caso de otro tipo de acreedores.

por parte del acreedor, mientras que en el caso de la venta de su acreencia, dicha pérdida sí tendría el carácter de deducible, por lo cual el incentivo tributario en este caso está claramente orientado hacia la venta del activo en cuestión.

6.8. La falta de armonización en los requerimientos informativos generan altos costos para las partes y además retrasan los procesos de reestructuración de deudas, teniendo en cuenta las asimetrías informativas existentes entre deudor y acreedores y aún entre diferentes grupos de acreedores, con respecto a la situación presente y a las perspectivas de la empresa deudora. En ese sentido, la segmentación existente en cuanto a la información brindada por la empresa a diferentes organismos y acreedores (BCRA, CNV, acreedores bancarios, etc), atenta contra una solución rápida y que minimice los costos de la reestructuración. Asimismo, incentivan comportamientos oportunistas del deudor o de grupos de acreedores en perjuicio de otros acreedores, con los costos que ello implica. Esta información no pública es, en la mayoría de los casos, recibida por un grupo reducido de acreedores – generalmente el comité de acreedores cuando éste existe- pero luego nunca es presentada públicamente, ni aún cuando un APE es homologado y por lo tanto vinculante para los acreedores que no han participado del proceso de reestructuración. A esto se agrega que la información brindada por la empresa sea en sede de un proceso formal de insolvencia como el “concurso preventivo” o bien en los casos de homologación de un APE, reviste un carácter meramente contable e “histórico” y por lo tanto no permite hacer una evaluación confiable de las perspectivas futuras de la empresa y de su capacidad de repago (ej. no es requerida la presentación de información financiera proyectada). Para reducir estos costos, deben establecerse modernas normas referidas a la divulgación de la información relevante de la empresa, con una visión “*forward-looking*” y teniendo en cuenta la homogeneidad y transparencia.

6.9. Por último, de los aspectos a tenerse en cuenta para perfeccionar el mecanismo de los APEs podemos mencionar entre los más importantes: la posibilidad de excluir del procedimiento a cierta parte de la deuda quirografaria (ej. acreedores comerciales, o deuda del fisco quirografaria) y de categorizar la propuesta; la clarificación del procedimiento de cómputo de las mayorías, en especial la forma de cómputo de los intereses devengados y del procedimiento de cálculo de la mayoría de acreedores para el caso de existir Obligaciones Negociables (ej. aplicabilidad de la asamblea prevista en el art. 45 Bis de la LCQ, etc.); efectos legales del APE (casos de quiebra indirecta por nulidad o incumplimiento del APE, arts. 61 y 63 LCQ). Estos aspectos fueron considerados en detalle en el Anexo IV de la Nota sobre Resolución de la Deuda de Septiembre 2003.

## VII. Recomendaciones

7.1. El presente documento muestra el efecto que la falta de resolución de la deuda privada de las empresas genera en la economía. En este marco y tal como se mencionara anteriormente es insoslayable el importante rol que le cabe al Estado en asegurar las condiciones macroeconómicas y posibilitar un ambiente microeconómico propicio y sin obstáculos al proceso de resolución de la deuda privada. En este sentido se identifican prioridades de acción, teniendo en cuenta que el proceso de resolución de la deuda pendiente está condicionado no sólo por las cuestiones macroeconómicas, sino particularmente por la incertidumbre tributaria y de tratamiento legal, y la falta de definición acerca del marco regulatorio futuro en el caso de los servicios públicos y por ende se anticipa un avance más lento.

### 7.2. Prioridades de corto plazo,

- (1) reglamentar explícitamente las condiciones a ser cumplidas por las emisiones de títulos-valores realizadas en el contexto de los procesos de resolución, a fin de ser considerados oferta pública por parte de la AFIP. Esta definición contribuiría a brindar un marco claro acerca de los costos impositivos involucrados en el proceso de resolución;
- (2) reglamentar el tratamiento de la tasa de justicia aplicable en el caso de APEs extendiendo la aplicación de la reducción establecida en el marco de la Ley de Emergencia Productiva y Crediticia. De esta manera se mantiene la diferenciación entre los mecanismos de resolución formales e informales, incentivando el uso de estos últimos por su menor costo relativo;
- (3) minimizar los retrasos en los procesos de homologación de APEs que surgen a partir de la intervención de la AFIP como acreedor quirografario en oposición a los mismos. En el Anexo 4 se presenta una propuesta para contribuir a la solución de esta cuestión dentro de los marcos normativos actualmente en vigencia;
- (4) definir el nuevo marco regulatorio y tarifario de los servicios públicos, que permita a las empresas completar los planes de negocios a presentar a los acreedores.

### Prioridades de mediano y largo plazo,

- (5) otorgar un tratamiento preferencial de deuda senior al ingreso de nuevo financiamiento
- (6) considerar las modificaciones impositivas que afectan a operaciones ligadas con los procesos de reestructuración incluídas en el ANEXO 3 de la presente Nota, por un período limitado;
- (7) establecer requerimientos de información transparentes y homogéneos en el marco de los procesos de resolución, tanto durante dicho proceso como al momento de la homologación;
- (8) fomentar mecanismos institucionales informales con el sector privado, tales como los códigos de Buenas Prácticas de Reestructuración, los Mecanismos de Arbitraje, etc., teniendo en cuenta que el

fortalecimiento de los derechos de los acreedores y la protección de los derechos de los consumidores de servicios financieros serán condiciones esenciales para recrear la confianza y atraer financiamiento para el crecimiento sostenido;

- (9) considerar reformas tendientes a perfeccionar el mecanismo del APE.

### Evidencia de crisis internacionales recientes

1. En las últimas décadas se ha evidenciado un aumento de las denominadas crisis gemelas. Estas crisis surgen a partir de una combinación de crisis cambiaria y financiera sistémica. La crisis cambiaria tiene lugar cuando la demanda de divisas supera la posibilidad de la autoridad monetaria de defender el tipo de cambio, mientras que la crisis financiera sistémica se caracteriza por una pérdida en la confianza en las entidades financieras que se traduce en una corrida sistémica sobre los depósitos y deriva en un encarecimiento del crédito y contracción de la inversión. Las crisis cambiarias pueden devenir en crisis financieras cuando la contracción monetaria se traduce en una caída de la liquidez bancaria. Por otro lado, las crisis financieras pueden generar crisis cambiarias cuando se produce un rescate por parte del Banco Central que se refleja en pérdida de reservas.

2. La creciente intermediación de ahorro externo a través de los sistemas bancarios domésticos se ha reflejado en una mayor coincidencia de ambos tipos de crisis. En estos casos una situación de empeoramiento de las condiciones económicas imperantes (internas y externas) no sólo debilita la solvencia de las empresas locales sino que también genera retiros de inversores externos. La salida de capitales externos produce una presión sobre el tipo de cambio que precipita la crisis cambiaria, mientras que el retiro de los depósitos en moneda extranjera del sistema bancario doméstico deriva en crisis financiera. La situación se agrava por la devaluación de la moneda que afecta a las empresas financieras y no financieras que están endeudadas en moneda extranjera. Si los capitales externos se circunscriben al mercado de capitales, la detración de los mismos sólo genera una caída en los precios de los activos, con un efecto acotado comparado a una corrida sobre los depósitos bancarios.

3. El efecto sobre la inversión y el crédito durante la crisis depende de la naturaleza de la propia crisis. Si el origen de la misma se circunscribe a una crisis cambiaria sin que se verifique una crisis financiera sistémica puede esperarse que el efecto sobre la inversión y la disponibilidad de crédito sea menor. En el cuadro N° 4 se observa la cronología de las crisis analizadas, es necesario considerar que por tratarse de mercados emergentes existe una interrelación entre las crisis, que cobran mayor relevancia en el caso de las crisis de los países asiáticos. En general las crisis analizadas pueden encasillarse dentro de las denominadas crisis gemelas, salvo el caso de Brasil donde no se registró una crisis financiera de carácter sistémico.

Cuadro N° 4: Cronología de las crisis

Mes / Año	oct-94	sep-97	ago-98	Ene-99	ene-01	dic-01
País	México	Países S. Asiático	Rusia	Brasil	Turquía	Argentina

4. El Cuadro N° 5 muestra la evolución de la participación del crédito en el PBI a partir del inicio de la crisis. Puede notarse que en el caso de México e Indonesia el crédito como porcentaje del PBI aumenta en los trimestres más cercanos al inicio de la crisis para luego caer en forma persistente. Esto se debe a que durante la recesión el crédito disminuye menos que el producto y en la recuperación este último crece más rápidamente que el primero. En el caso de Rusia y Argentina (crisis más recientes) no se observa tal efecto ya que el cociente entre el crédito y el PBI cae desde los trimestres posteriores a la crisis y a más de dos años no logra recuperarse. Por otro lado, Turquía muestra una recuperación sostenida mientras que Malasia y Brasil no presentan un comportamiento típico de crisis financiera.

Cuadro N°5: Índice de Crédito/ PBI

T	Argentina	Rusia	Indonesia	Mexico	Turquia	Malasia	Brasil
t	100	100	100	100	100	100	100
t+1	98	100	102	103	107	102	101
t+2	92	98	104	106	116	104	103
t+3	85	93	111	111	120	105	104
t+4	76	77	109	115	119	107	106
t+5	66	68	105	115	116	110	111
Prom. t+6 - t+10	58	60	62	93	104	108	113
Prom. t+11 - t+15	-	-	36	67	123	100	103
Prom. t+16 - t+20	-	-	37	74	166	105	104
Prom. t+21 - t+25	-	-	-	64	-	102	-
Prom. t+26 - t+30	-	-	-	56	-	-	-
Prom. t+31 - t+35	-	-	-	53	-	-	-

Nota: t significa período de inicio de la crisis.  
Fuente: CEF en base a IFS del FMI.

5. La evolución del crédito en el cuadro anterior coincide con la evidencia empírica recopilada en Demirgüç-Kunt (2000)<sup>33</sup>. Los autores muestran que la recuperación económica de estos países en crisis no es liderada por una recuperación del crédito. La economía real se recupera en principio haciendo uso de la capacidad instalada ociosa, y el crecimiento de la tasa de inversión en el corto plazo se financia a través de mecanismos alternativos al crédito bancario. A través de un test de diferencia de medias obtienen los siguientes resultados: en promedio el crecimiento del PBI real se recupera en dos años a los valores previos a la crisis; mientras que la razón de inversión sobre PBI se ubica significativamente debajo de su nivel precrisis durante el primer año posterior a la misma, recuperándose en promedio con

<sup>33</sup> Demirgüç-Kunt, Detragiache, Gupta (2000) Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress. IMF Working Paper. WP00156. En este trabajo se analizan 32 crisis cambiarias y financieras para el período 1980-1995, considerando los tres años previos y posteriores a las mismas.

posterioridad. Por el contrario, el crecimiento del crédito se ubica 7 puntos porcentuales debajo de la tendencia precrisis, aún tres años con posterioridad a la misma y de manera persistente.

Resultados de las Crisis<sup>34</sup>

	T	T+1	T+2	T+3
Crecimiento del PBI	-3.913*** (1.004)	-3.519*** (0.896)	-0.950 (0.662)	0.398 (0.829)
Crecimiento del Crédito	-6.761*** (2.261)	-7.390*** (2.311)	-7.178*** (2.199)	-5.687** (2.334)
Crédito / PBI	6.046*** (1.705)	7.849*** (2.675)	6.748*** (2.062)	5.646** (2.180)
Inversión / PBI	-0.428 (0.551)	-1.067** (0.564)	-0.724 (0.621)	-0.854 (0.698)

Fuente: A. Demirgüç-Kunt et al. (2000)

\*, \*\* y \*\*\* indican niveles de significación de 10, 5, y 1 % respectivamente.

Los errores standard se muestran entre paréntesis.

6. Se debe destacar que si bien de acuerdo a la evidencia presentada en el estudio antes mencionado las restricciones crediticias no afectarían la recuperación de la economía en el corto plazo, una vez alcanzado el límite de utilización de la capacidad instalada y teniendo en cuenta que las fuentes de financiamiento alternativas resultan insuficientes para financiar los activos no corrientes, la imposibilidad de acceder al crédito de largo plazo se vuelve relevante con consecuencias negativas sobre la perspectivas de crecimiento de la economía a largo plazo.

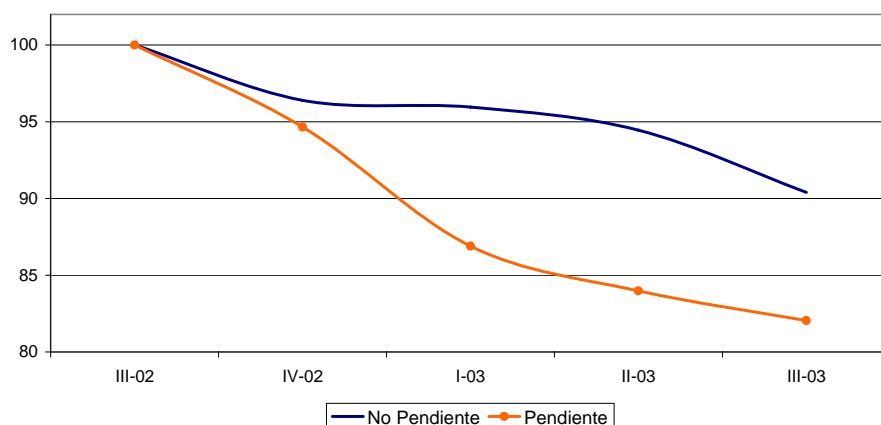
<sup>34</sup> Los coeficientes estimados en cada período representan la diferencia de medias entre la variable en ese período y la media (de 3 años) del período pre-crisis.

## Estimación del efecto del default sobre la inversión y el producto

### A. Efecto sobre la inversión

1. A fin de estimar el impacto sobre la inversión se procedió a analizar una muestra significativa de empresas argentinas con oferta pública de acciones excluyendo a las entidades bancarias y empresas holdings para el período 2001-2003. En base a los datos disponibles en la muestra se estimó el impacto de la falta de resolución de la deuda sobre la inversión en activos fijos. El procedimiento se inició con la estimación de los determinantes de la inversión en activos fijos para la totalidad de las empresas en el panel de la muestra. La misma incluye firmas de diversos sectores económicos, destacándose en términos del nivel de activos no corrientes las empresas de servicios públicos.

Gráfico N° 5: Variación de Activo No Corriente



2. El panel se conformó con información de la base Económica y los balances publicados en los Boletines Semanales de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. La muestra total correspondió a 83 empresas. Los datos fueron expresados en moneda constante a valores del 2003 y cubren los trimestres correspondientes al período 1994-2003. De las 83 empresas inicialmente en la base se eliminaron 16 empresas por insuficiencia de datos o por tratarse de empresas financieras.

3. De las 67 empresas que conforman la muestra final 11 entraron en default a partir del período que comprende el primer semestre del año 2002 en adelante. A fin de analizar el comportamiento comparado de las empresas según su situación en relación a las acreencias se utilizaron variables binarias. Se identificó con una variable binaria a las empresas que incumplieron sus obligaciones negociables (default) y se diferencié la evolución de las

negociaciones posteriores (resuelto, negociando, pendiente). Para el relevamiento del estado de situación de las negociaciones se utilizó como fuente los informes del Banco Río, los del Banco Francés, el trabajo realizado por el Deutsche Bank “From Ashes to APE’s” y la información relevante enviada por las empresas a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

4. La literatura económica coincide en enfatizar como uno de los determinantes fundamentales de la inversión a las expectativas acerca del futuro de los negocios. Una dificultad que presenta la estimación de la función de inversión a nivel empresa es la de relacionar las expectativas con variables que sean observables. Una solución posible es la utilización de la denominada  $Q$  de Tobin. Ésta, no es más que la relación entre los beneficios esperados de la empresa sobre el costo de reposición de los activos. En tal caso, el nivel de inversión es una función creciente de la razón entre el valor de mercado de la firma y el costo de compra de la maquinaria y equipo. En términos de una empresa que enfrenta costos de ajuste de su stock de capital la  $Q$  marginal corresponde al valor en términos de beneficio esperado de un aumento unitario en su stock de capital. Un precio de mercado mayor que el costo de reposición indica que la empresa debería aumentar su stock de capital, sea a través de nuevas emisiones o a través de un mayor apalancamiento. A fin de que la  $Q$  pueda ser un determinante significativo debe considerarse el efecto de la volatilidad en el precio de las acciones que es característico en los mercados de capitales poco desarrollados.

5. La disponibilidad de fondos propios es otro de los determinantes considerados en la literatura económica, ya que la evidencia internacional indica que los mismos constituyen la principal fuente de financiamiento de las empresas<sup>35</sup>. En tal sentido, la disponibilidad y variabilidad de los fondos propios y la rentabilidad son variables que determinan el nivel de inversión de las empresas. Por otro lado, el uso de fondos propios se vuelve más importante en situaciones de dificultades de acceso al financiamiento.

6. Otro de los determinantes considerados en la literatura es el nivel de endeudamiento, que puede generar un aumento de los costos de financiamiento externo y/o el denominado debt overhang, cuando los pagos requeridos en virtud del endeudamiento vuelvan insolvente a la empresa. Ambos efectos repercuten negativamente sobre la inversión.

7. La función de inversión estimada considera como variable explicada la tasa de inversión trimestral de las empresas, medida como la tasa de variación de los activos no corrientes. Siguiendo supuestos estándares en la literatura económica se tuvieron en cuenta las siguientes variables explicativas:

---

<sup>35</sup> Las firmas enfrentan restricciones financieras provenientes de la presencia de información asimétrica y/o costos de transacción. Esto puede crear una diferencia entre el costo de financiamiento con fondos propios y el financiamiento externo.

- Margen operativo sobre ventas: este es un indicador de la rentabilidad de la empresa. Su efecto debería ser positivo.
- Desvío estándar del ROA: es una medida de la variabilidad de la rentabilidad. Su efecto debería ser negativo.
- Q Marginal de Tobin<sup>36</sup>: se la calculó como el cociente de resultado operativo sobre el activo no corriente del período anterior corregido por la tasa prime de interés y la tasa de depreciación (constante del 8%). Su efecto debería ser positivo.
- Desvío de precios de las acciones: se calculó el desvío trimestral del precio de las acciones para considerar el efecto que la volatilidad de precios pueda tener sobre la posibilidad de apalancamiento a partir de la función Q. Su efecto debería ser negativo.
- Activos (en logaritmo): se lo utiliza como un indicador de tamaño de la empresa. Su efecto debería ser positivo.
- Deuda sobre activos: este es un indicador de la situación de endeudamiento de la empresa. Su efecto sobre el nivel de inversión debería ser negativo.
- Rezago de Inversión en activos no corrientes: se incluyó a fin de considerar la naturaleza dinámica de la función de inversión y teniendo en cuenta la posible presencia de un efecto convergencia en la búsqueda de un stock de capital deseado por parte de las empresas. Su efecto podría ser negativo si existe un efecto convergencia.
- Crisis: se incluyó una variable dummy que divide la muestra considerando el momento en que se produce la crisis económica en la Argentina. Su efecto esperado es negativo.

8. Las regresiones se realizaron con la metodología de datos de panel por ser la que hace un uso más eficiente de toda la información disponible en la muestra. Se utilizó la técnica de Mínimos Cuadrados Generalizados para datos de panel a fin de considerar la conjunción de firmas de diverso tamaño y correspondientes a diversos sectores así como la estructura temporal de las variables bajo análisis.

9. Se estudiaron diversas especificaciones, considerando el período 1994-2003, donde se obtuvo como resultado que la Q Marginal de Tobin (Q Marginal) es la variable con mayor poder explicativo, con el signo positivo, tal como era de esperar. Esto indica que a lo largo del período analizado las firmas con mayores perspectivas de crecimiento de sus negocios invirtieron significativamente más. También el nivel de endeudamiento sobre el total de activos (Deuda / Activos) es significativo y muestra un signo negativo. Cuando se considera la variable activos (Logaritmo de los Activos) se observa que si bien el tamaño de la empresa es significativo su signo es negativo, aunque no significativo en términos económicos.

---

<sup>36</sup> Esta variable es considerada el principal determinante de la inversión de las empresas, ya que considera la diferencia entre el valor presente descontado de los beneficios máximos esperados sobre el valor de la empresa en la actualidad. La variable se compuso siguiendo a Ogawa K. (2003).

10. En los modelos considerados la variable CRISIS genera un efecto negativo y significativo sobre la inversión marcando el quiebre estructural registrado por el importante cambio en la situación macroeconómica. Por último, debe notarse que las variables relacionadas con la disponibilidad de fondos propios no mostraron ser significativas para el período analizado.

11. Considerando el significativo efecto de la crisis económica en la inversión de las empresas en la muestra y a fin de estudiar en detalle la dinámica del proceso de default y su posterior evolución se concentró el análisis del mismo en el período I-2002 al III-2003<sup>37</sup>.

12. Para este caso se utilizaron las variables ya definidas y se adicionaron dos variables dummies.

Default: variable binaria que toma valor uno si la empresa declaró default y cero si no lo hizo.

Resolución pendiente: variable binaria que toma valor uno si la empresa declaró default y aún no ha realizado una propuesta formal de reestructuración a sus acreedores.

Cuadro N° 7: Regresión período I-2002 - III-2003

Variable Dependiente = Tasa de variación del Activo no Corriente		
Margen Operativo sobre Ventas	0.0020483***	0.0020761***
Desvío Standard del ROA	-0.884164***	-0.905526***
Q Marginal	0.0444881***	0.0465531***
Desv. Std. Trim. del P de la Acción	1.28E-07	1.31E-07
Tasa de Var. del Activo No Corr. - 1	-0.288352***	-0.283542***
Logaritmo de los Activos	-0.0002903	-0.0025074
DEFAULT	-0.0372029**	
PENDIENTE		-0.0378618**
Constante	0.0198125**	0.0457148
No de Observaciones	307	307
Wald chi2	127.12	122.98

\*\*\* variable significativa al 1%

\*\* variable significativa al 5%

\* variable significativa al 10%

13. Se observa que se verifican los signos esperados de las variables bajo análisis, en particular:

- La variable DEFAULT es significativa y negativa, reflejando el impacto de las restricciones de financiamiento sobre el nivel de inversión.

- La variable PENDIENTE es significativa, de igual signo y mayor valor absoluto que la variable DEFAULT reflejando el impacto del rezago en la resolución de la deuda sobre la inversión.

<sup>37</sup> Período posterior al capturado por la variable dummy CRISIS.

- La variable Q Marginal es significativa y con el signo positivo en ambas especificaciones.
- La variable rezagada Tasa de Var de Activos No Corr  $_{-1}$  es significativa y con signo negativo reflejando un ajuste parcial hacia el nivel deseado de inversión.
- La variable Margen Operativo sobre Ventas es significativa y con el signo esperado en la regresión en la cual se consideran los activos como proxy de tamaño.
- La variable Desvío Standard del ROA es significativa y con signo negativo reflejando el efecto adverso de la variabilidad de los retornos sobre la tasa de inversión.

14. De los estudios realizados para las empresas en la muestra surge que la inversión en activos no corrientes se encuentra directamente relacionada con las expectativas acerca del futuro de los negocios<sup>38</sup>. Este resultado se mantiene considerando tanto el período completo como el específico de crisis económica y default. Además, es coincidente con trabajos previos basados en estimaciones de la función de inversión agregada<sup>39</sup>, donde las perspectivas de crecimiento económico, desarrollo del mercado de capitales y de crédito y la solvencia fiscal esperada son los principales determinantes de la misma.

15. El nivel de endeudamiento de las empresas es otro de los determinantes de la inversión en la muestra analizada, coincidiendo con la literatura y afectando de forma negativa el nivel de inversión. Por otro lado, las variables relacionadas con la rentabilidad y liquidez no muestran un impacto significativo, aunque la variabilidad de la rentabilidad muestra un impacto negativo. Esta situación se modifica si se considera el período de crisis donde las variables relacionadas con la rentabilidad muestran ser significativas afectando de forma positiva e independiente al nivel de inversión. En este período se observa un efecto convergencia en el nivel de inversión, ya que el nivel de inversión del período previo tiene un efecto significativo.

16. Por último, la situación de crisis, la situación de default y en particular la falta de resolución del problema de la deuda privada afecta de forma significativa y negativamente a la inversión. La estimación permite cuantificar este efecto, considerando diversos escenarios alternativos en relación a la importancia relativa de la inversión de las empresas<sup>40</sup> sobre el agregado en un nivel del - 1.5 a - 2.14 puntos básicos de crecimiento económico.

17. A partir de los resultados obtenidos en las regresiones correspondientes a los períodos de default puede estimarse el efecto sobre el nivel de inversión de las empresas en la muestra. Considerando los valores promedios de las variables incluidas en la regresión es posible computar el impacto de la situación de default y el impacto de la situación de propuesta pendiente sobre el nivel de inversión en activos no corrientes de las empresas de la

---

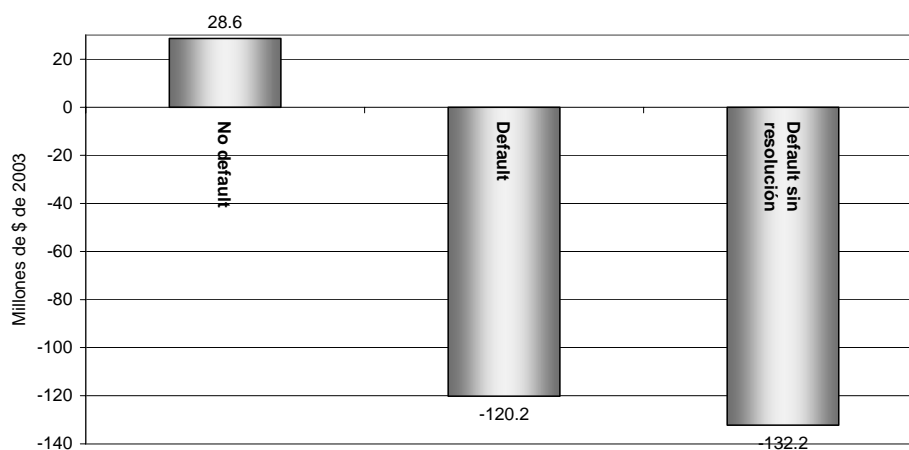
<sup>38</sup> En las estimaciones realizadas las expectativas se capturan a través de la Q de Tobin.

<sup>39</sup> Ver Bebzuck et al (2002), Acosta y Loza (2003)

<sup>40</sup> Se asume que las empresas en la muestra representan entre el 10% y el 15% de la inversión bruta interna fija. Ver nota al pie número 20.

muestra. Los resultados obtenidos indican que la inversión de las empresas en la muestra se ha reducido entre un 12% y 13.2% por año según se trate de una empresa en default o una empresa con resolución pendiente. Considerando la significatividad económica del posible efecto de la situación de default sobre la tasa de crecimiento de la economía, la política económica debería orientarse de forma de tener en cuenta los aspectos que determinan y condicionan el nivel de inversión.

Gráfico N° 6: Efecto estimado sobre la inversión



## B. Estimación de las implicancias macroeconómicas

1. La estimación de la función de inversión y el impacto de la falta de resolución sobre la misma está referida exclusivamente al subconjunto de empresas de oferta pública incluidas en la muestra. Resulta de interés evaluar el impacto agregado a fin de poder cuantificar los beneficios macroeconómicos de la resolución de tal problema. Para estimar el efecto global se realiza un procedimiento en dos etapas.

2. En primer lugar, se evalúa el impacto que el incremento en el stock de capital genera en el crecimiento del Producto Bruto Interno. Para ello se utiliza información elaborada por el Ministerio de Economía sobre el PBI, el empleo y el stock de capital de la economía. El trabajo y el capital, junto con la tecnología, constituyen las llamadas fuentes del crecimiento económico. Utilizando datos anuales para el período 1960-2001 se estimó una regresión del crecimiento del PBI contra el crecimiento del empleo y del stock de capital con los siguientes resultados:

$$\text{Crecimiento del PBI} = -0.015 + 0.871 \text{ Crecimiento del empleo} + 1.077 \text{ Crecimiento del stock de capital}$$

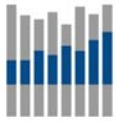
Esta ecuación muestra una elevada elasticidad del crecimiento del producto a la inversión: un incremento de 1% en el stock de capital eleva el crecimiento del producto en 1.077%.

3. En segundo lugar, se utiliza la estimación de la reducción de la inversión –de la sección anterior– en forma conjunta con la elasticidad para estimar el efecto sobre el crecimiento económico. El default reduce la inversión en \$120 millones, mientras que el default sin resolución lo hace en \$132.2 millones en promedio. Dado que el stock de capital promedio en la muestra es de \$999.8 millones, la caída atribuible al default y la falta de resolución es de 12% y 13.2%, respectivamente.

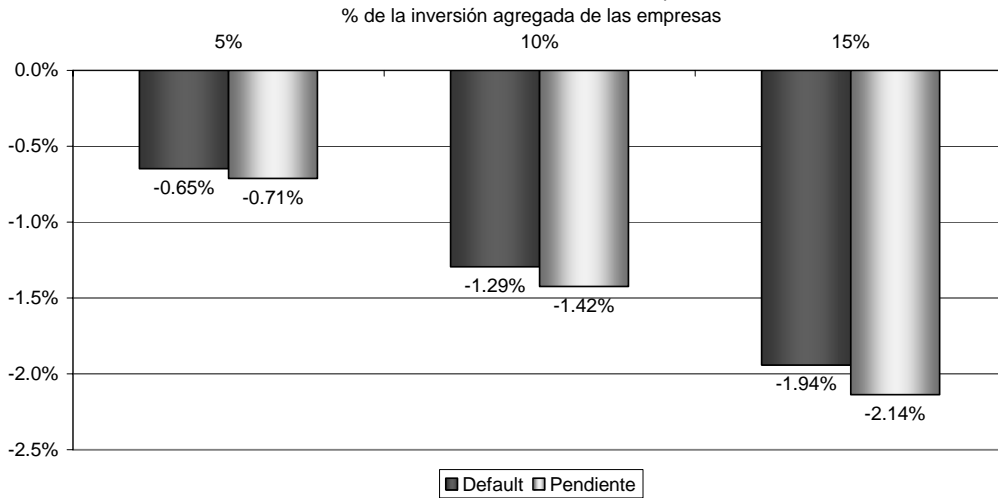
4. Desafortunadamente, no existe información sobre el porcentaje que representa la inversión de las empresas con problemas de deuda sobre la inversión total en el país<sup>41</sup>, pero bajo distintas hipótesis el efecto es importante. Supondremos tres casos conservadores, en los que la inversión de las empresas con problemas de deuda representa respectivamente 5%, 10% y 15% de la inversión total de las empresas en Argentina. Según muestra el gráfico siguiente, el default habría provocado una reducción del PBI anual de entre el 0.65 y 1.9 puntos porcentuales, mientras que la combinación del default con la falta de resolución sería responsable de una caída de entre 0.7 y 2.1 puntos porcentuales. En base a la información del INDEC nuestro intervalo de confianza considera las opciones de entre el 10% y 15%, que implica un intervalo de entre 1.5 y 2.1 puntos porcentuales de crecimiento de producto.

---

<sup>41</sup> Ver nota al pie número 20.

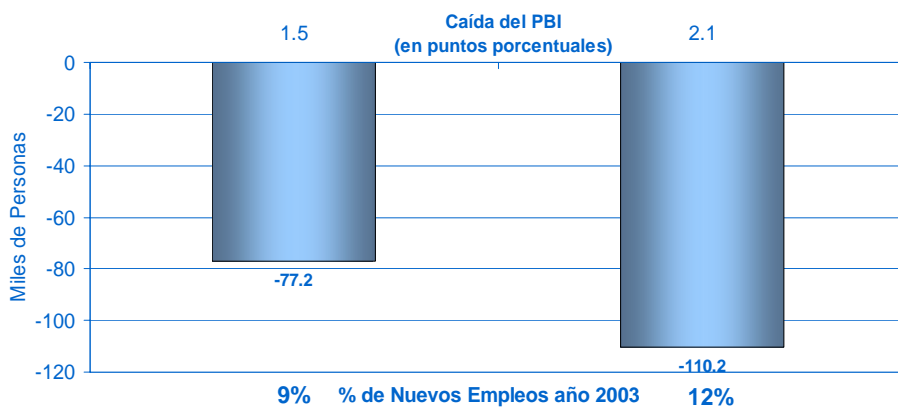


**Gráfico N° 7: Efectos sobre el crecimiento del producto**



5. El costo en términos de empleo de la caída porcentual del producto se estima entre 33.000 y 110.000 empleos. Lo que representa entre un 9% y 12% de la creación de empleos del período 2002-2003. Esta estimación del costo del default en términos de puestos de trabajo se realiza a partir de considerar la elasticidad empleo-producto. El Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social ha calculado la misma para los cuatro trimestres del año 2003 obteniendo los siguientes valores:

**Gráfico N° 8: Efectos sobre el empleo**



Cuadro N° 9: Elasticidad empleo producto

Período	Elasticidad empleo– producto
1° Trimestre	0.67
2° Trimestre	0.68
3° Trimestre	0.72
4° Trimestre	0.69

6. Debe tenerse en cuenta que las elasticidades estimadas corresponden a un período de recuperación de la economía, luego de una larga recesión y crisis. En este caso el crecimiento del PBI se da, entre otras cosas, gracias a un aumento de la utilización de la mano de obra. Sin embargo a medida que la recuperación comienza a estabilizarse surge la necesidad de incorporar nuevo capital, en tal caso la elasticidad empleo producto puede verse modificada dependiendo de la intensidad de utilización de cada factor. Por lo tanto, resulta apropiado estimar el efecto empleo considerando una elasticidad empleo producto de largo plazo. En este sentido, la elasticidad empleo–producto de largo plazo calculada por la CEPAL es de 0.46 (para el período 1980-2002). Esta elasticidad, se multiplica por la caída promedio del producto atribuible a la falta de resolución de deuda privada y se aplica a la cantidad de personas ocupadas (11.195.000)<sup>42</sup>.

<sup>42</sup> Promedio según EPH Oct 01-May 02

**Aspectos impositivos: Posibles modificaciones a considerar**

A fin de incentivar la concreción de acuerdos extrajudiciales, los siguientes beneficios sólo alcanzarían a quienes suscriban acuerdos de refinanciación o reestructuración celebrados antes de determinada fecha (por ejemplo, dentro de los 12 meses de finalizada la emergencia dispuesta por la Ley No. 25.561) , sea a través de un APE, del Programa o mediante acuerdos privados relativos a deudas existentes al 31 de Diciembre de 2001 y registradas en los estados contables del deudor.

**A. IMPUESTO A LAS GANANCIAS**

A1. Determinar las restricciones para los acreedores a la deducción de condonaciones o quitas

- Incorporar acuerdos extrajudiciales que incluyan acciones de cobro como “índice de incobrabilidad”, permitiendo la deducción apropiada sin necesidad de forzar concursos o quiebras.
- Beneficiario: Acreedor Local
- Norma Afectada: Art. 136 del Dto. 1344/98 Reglamentario de la LIG y cc.

A2. Flexibilizar condiciones para la reorganización de empresas afectadas por un nuevo acuerdo

- Condición: cumplimiento de requisitos generales con anterioridad o posterioridad a la reorganización.
- Facilitar la fusión y escisión de sociedades que hubieran alcanzado un acuerdo extrajudicial.
- Beneficiario: Deudor
- Acreedor Local
- Norma Afectada: Art. 77 LIG y cc.

A3. Posibilitar la transferencia de quebrantos originados por condonaciones y quitas entre empresas de un mismo conjunto económico y extender el período de prescripción de los quebrantos generados por las mismas

- Eliminar el requisito de antigüedad de 2 años de participación en el capital. La transferencia generaría una “consolidación fiscal” por excepción sin necesidad de entrar en procesos formales de reorganización (fusión)
- Posibilidad de limitar a determinadas actividades controladas o con fuerte nivel de fiscalización.
- Posibilidad de constitución de garantías.
- Beneficiario: Acreedor Local
- Norma Afectada: Art. 19 LIG
- Beneficio correlativo: crédito fiscal del 35% sobre quitas

A4. Mantenimiento de exención de ON's y títulos emitidos por fideicomisos financieros refinanciados o reestructurados, cualquiera sea su instrumentación

- Beneficiario: Acreedor y Deudor
- Norma Afectada: Art. 36 bis Ley de ON y art. 83 Ley de Fideicomiso

A5. Estudiar reconocer crédito fiscal (equivalente al 35%) a acreedores del exterior por quitas que aceptaron

- Sería aplicable contra nuevas financiaci3nes otorgadas y eventualmente se puede acotar su utilizaci3n a cierto tipo de financiaci3nes (p.e. bienes de capital, exportaciones, construcci3n)
- Posibilidad de instrumentarlo como un bono (transferible)
- Posibilidad de gravar con un impuesto la transferencia de los bonos. Entidad de registro: Caja de Valores, entidad oficial u otra entidad privada.
- Beneficiario: Acreedor del Exterior
- Norma Afectada: Nuevo art3culo (Art. 93 bis LIG)

A6. Analizar eximir la ganancia emergente de condonaciones o quitas recibidas o de la daci3n en pago de activos

- Poco relevante para las compa1as que tuvieron fuertes p3rdidas por diferencia de cambio.
- Beneficiario: Deudor
- Norma Afectada: Art. 20 LIG

A7. Eximir de la aplicaci3n del llamado "impuesto de igualaci3n" a las utilidades a las que se haya otorgado un tratamiento especial en este r3gimen

- Evitar que las exenciones aqu3 propuestas, que generar3n utilidades consideradas no gravables en cabeza del receptor mientras las mismas se mantengan sin distribuir, sean gravadas en el momento de la distribuci3n de dividendos a los accionistas.
- Beneficiario: Accionistas de acreedores y deudores
- Norma Modificada: Art. 69 LIG

## B. IMPUESTO AL VALOR AGREGADO

B1. Mantenimiento de exenci3n de Ons y t3tulos emitidos por fideicomisos financieros refinanciados o reestructurados, cualquiera sea su instrumentaci3n

- Beneficiario: Deudor y Acreedor
- Norma afectada: Art. 36 bis Ley de ON y art. 83 Ley de Fideicomiso

B2. Crédito fiscal por hechos imponible impactados por la quita otorgada por el acreedor y débito fiscal para el deudor

- Beneficiario: Acreedor y Deudor
- Norma afectada: Art. a crear
- Crédito equivalente a la alícuota del 21 % de la quita sobre conceptos originalmente gravados por el impuesto

B3. Diferimiento del momento del nacimiento del hecho imponible en el caso de intereses de la deuda pre o post-reestructuración a la fecha de la efectiva disposición y/o cancelación

- Beneficiario: Acreedor
- Norma afectada: Art. 5 Ley de IVA
- Reemplaza la actual definición de nacimiento de hecho imponible para los intereses de instrumentos de deuda comprendidos en el Régimen de Resolución de Deudas aquí propuesto

B4. No aplicación del IVA a prestaciones financieras del exterior reestructuradas con utilización económica en el país ni a prestaciones financieras del país reestructuradas

- Beneficiario: Acreedor y Deudor
- Norma afectada: Art. 7 Ley de IVA

B5. Implementación de un mecanismo eficiente de transferencia de créditos fiscales (saldos técnicos) de deudores a acreedores en concepto de cancelación de deudas reestructuradas

- Beneficiario: Acreedor y Deudor
- Norma afectada: Nuevo artículo Ley de IVA

## C. IMPUESTO A LA GANANCIA MÍNIMA PRESUNTA

C1. Eximir de la base de cálculo a los activos financieros reestructurados.

- Beneficiario: Acreedor
- Norma afectada: Incorporación al art. 3 Ley de Ganancia Mínima Presunta

C2. Posibilidad para el deudor de deducir las deudas reestructuradas del activo computable para determinar el impuesto, en su caso, limitándose su alcance a que los fondos recibidos en préstamo se hubieren utilizado para fines distintos de capital de trabajo

- Beneficiario: Deudor
- Norma afectada: Incorporación al art. 4 y modificación al artículo 13 Ley de Ganancia Mínima Presunta

#### D. IMPUESTO A LOS DEBITOS Y CREDITOS BANCARIOS

D1. Eximir las transacciones vinculadas a procesos de reestructuración.

- Beneficiario: Acreedor y Deudor
- Norma afectada: Incorporación al art. 2 de la Ley del Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios

### Propuesta normativa para la determinación de deuda tributaria en APEs

1. Se propone crear un mecanismo que provea seguridad, transparencia y que a su vez genere los incentivos adecuados, permitiendo que las deudas tributarias sean negociadas en forma paralela a las restantes deudas sin interferencia mutua, pero con puntos de conexión que eviten el comportamiento oportunista tanto del deudor, de los acreedores privados, como del propio fisco. El mismo debería partir del hecho de que la deuda tributaria quirografaria se encuadra en una categoría diferente a la del resto de los acreedores quirografarios –existiendo jurisprudencia en este sentido- y debería permitir al fisco efectuar determinaciones de oficio posteriores a la homologación judicial del APE, siempre teniendo en cuenta que una empresa saneada presenta mayores posibilidades de pago de obligaciones tributarias impagas que una empresa en proceso de concurso o quiebra y que además, tiene la posibilidad de generar nuevos flujos de ingresos que proveerán de mayores recursos futuros al fisco.

2. En función de ello se propone que si el deudor alcanza un APE con una determinada mayoría de sus acreedores privados, se presente ante la justicia para su homologación y, simultáneamente, denuncie su deuda fiscal para que ella pueda ser tratada de modo similar a lo previsto por la Resolución General (AFIP) N° 970, que establece regímenes de pago de deudas fiscales y previsionales para contribuyentes en concursos preventivos y quiebras. Es decir, que el APE debería contar con un marco normativo que permita la cancelación mediante un plan de facilidades de pago que se encuentre taxativamente definido por la norma. Dicha deuda deberá ser certificada por un profesional externo a la firma de forma de otorgarle mayor seguridad y transparencia al procedimiento.

3. Asimismo, se debería dar al fisco la posibilidad de realizar una determinación de la deuda fiscal en un plazo mayor a los previstos por la ley de concursos y quiebras para la presentación de la deuda omitida en los casos de APE (que es de 10 días), por ejemplo 1 año. Si al determinarse la deuda final (judicialmente firme), la misma superara en un determinado porcentaje la declarada inicialmente por el deudor al momento de la solicitud de homologación, se dará por caduco el plan de facilidades de pago, debiéndose cancelar la deuda fiscal según las condiciones originales de la misma. En el caso de que dicha diferencia no supere el mencionado porcentaje, la misma se podrá incorporar al plan de pagos oportunamente acordado entre el fisco y el deudor al momento de la homologación judicial del APE.

4. En este punto sería conveniente analizar la posibilidad de efectuar una reforma del APE, en la cual se permitiese “excluir” a un grupo de acreedores quirografarios – por ejemplo los proveedores y otros acreedores comerciales- o acreedores específicos, entre los cuales podría estar el fisco, a los fines de atender dichos créditos con los recursos normales propios de la actividad. Mientras dicha reforma no se introduzca y a los fines de no entorpecer

los procedimientos en marcha, se podría legislar administrativamente por parte del organismo fiscal para establecer que cuando el deudor solicita la homologación de un APE y manifiesta de modo expreso en el escrito su decisión de no reestructurar la deuda fiscal, debe presentar una declaración jurada ante el organismo recaudador en la que expresase que una vez homologado el APE, no hará uso de las facultades de imponerle al fisco los efectos del acuerdo homologado logrado para el resto de los acreedores quirografarios, nada impediría que a solicitud del deudor el juez al homologar confirmase tal manifestación, lo que daría seguridad jurídica para el ente fiscal. De este modo, el fisco no tendría causal para oponerse a la homologación como acontece en la actualidad. Como complemento de lo anterior, se debería establecer un mecanismo de incentivos para el deudor que se acogió a un plan de facilidades de pago, de manera que si paga en término la deuda privilegiada (capital) esto le reporte beneficios respecto de la deuda quirografaria (intereses y multas). La propuesta debería excluir a aquellos deudores con procesos y/o condenas de tipo penal.