

## Nota Técnica N° 4

# *Evolución de la Resolución de la Deuda del Sector Privado*

*Julio 2004*

## Proyecto de Asistencia al Honorable Congreso de la Nación en Temas Financieros

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.

## 1.Introducción

1.1 La presente Nota Técnica N° 4 es la segunda de tres notas que abordan temas relacionados a la Resolución de la Deuda del Sector Privado y están basadas en una serie de mesas redondas coordinadas por el CEF en el transcurso de los meses de abril de 2003 y mayo de 2004 que contaron con la participación de reconocidos profesionales independientes, expertos con variadas perspectivas incluyendo deudores, acreedores locales e internacionales, y reguladores. A su vez, el tópico ha sido tratado en la reunión correspondiente al día 10/06/04 de la que participaron Legisladores Nacionales, junto a sus asesores, miembros de comisiones parlamentarias relativas a asuntos financieros y económicos.

1.2. La serie de tres Notas Técnicas provee elementos técnicos para el análisis del proceso de resolución de deuda del sector privado, considerando particularmente la presencia de obstáculos que afectan el proceso de resolución, la cuantificación del costo en términos de inversión, empleo y crecimiento económico, los mecanismos que pueden agilizar la formalización de acuerdos privados, considerando el resguardo del interés del fisco nacional, como así también las medidas regulatorias tendientes a la recuperación de la inversión y el crédito. La serie de notas está organizada de la siguiente manera, en la Nota I se esgrime la motivación del tema y se detalla el impacto sobre el empleo, la inversión, y el producto. En la Nota II se presenta el estado de situación de la deuda analizada y se examinan las restricciones al avance en el proceso de reestructuración de la deuda del sector privado. En la Nota III se detallan antecedentes relevantes de otros países en la materia, y se hacen recomendaciones y propuestas.

## 2. Evolución y Estado de Situación de la Resolución de la Deuda Privada

2.1. De acuerdo con estimaciones provenientes 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>1</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.

---

<sup>1</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". En tal sentido, datos provenientes de las "Estadísticas del relevamiento de deuda implementado por el BCRA" estiman un valor de U\$S 34.821 millones de deuda del sector privado no financiero con no residentes, comparable con el nivel de deuda correspondiente al mismo tipo de acreedores reflejado en el Cuadro N° 1.

## Cuadro N°1: Deuda del Sector Privado no Financiero

(en millones de dólares)

A Diciembre 03	No Residentes	Residentes	TOTAL
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

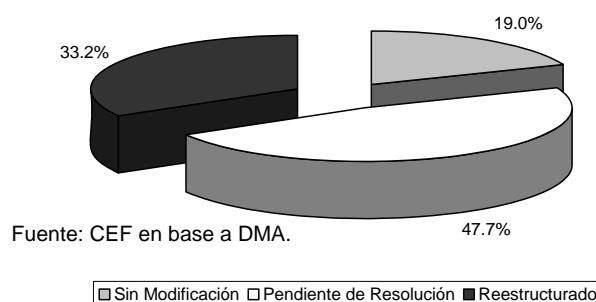
Tipo de cambio USD 1 : AR\$ 2.9

(\*) Pesificado y originalmente en pesos

2.2. 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>2</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%.

2.3. 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.

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



Fuente: CEF en base a DMA.

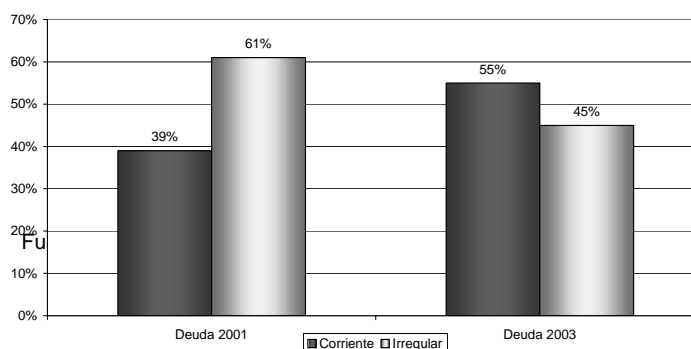
■ Sin Modificación □ Pendiente de Resolución ■ Reestructurado

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

<sup>2</sup> PBI anual 2003, en millones de pesos corrientes \$ 376,231 el tipo de cambio corriente promedio anual del 2003 de u\$s 2.94, PBI en dólares u\$s 127,709 millones.

2.4. 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**



2.5. 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 gerenciamiento. 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.

2.6. 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>3</sup>.

<sup>3</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 “*convenants*” (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.

**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

2.7. 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**

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>

(\*) Anualizado

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

Fuente: CEF & DMA

2.8. 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
Total	19.0%	35.3%	13.1%	32.5%	100%
# de compañías	13	23	9	15	60

Fuente: CEF en base a DMA

2.9. 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, [www.cefargentina.org](http://www.cefargentina.org)). Existen temas pendientes cuya solución podría facilitar el proceso de resolución de deuda.

### 3. Restricciones a la resolución de la deuda privada

3.1 Generalmente, tanto deudores como acreedores tienen mutuo interés en alcanzar una solución rápida y satisfactoria del conflicto. Es innegable que, debido al interés de cada parte de minimizar la pérdida a su cargo, la solución requerirá cierto tiempo y sucesivas negociaciones hasta llegar a un arreglo. Sin embargo, la generalizada dilación que muestran los procesos de reestructuración obliga a evaluar cuáles son los incentivos y restricciones que enfrentan los actores del problema para alcanzar un acuerdo. Una vez identificados estos obstáculos, en la sección de recomendaciones se discutirán algunos cursos de acción factibles tanto desde la esfera privada como pública. Es conveniente clasificar los temas en cinco categorías: (a) Contexto macroeconómico; (c) Aspectos impositivos; (d) Aspectos normativos bancarios; (b) Aspecto legal; y (e) Aspectos empresariales.

#### *a) Contexto Macroeconómico*

3.2 A nivel macroeconómico, a comienzos de la crisis la incertidumbre reinante también desalentó la concreción de acuerdos definitivos. En la medida que tales acuerdos imponen condiciones a cumplir a lo largo de varios años, resulta importante contar con un razonable horizonte de planeamiento en lo concerniente a variables macroeconómicas claves, tales como el crecimiento, situación fiscal, tasas de interés, los precios y el tipo de cambio. Al generar mayor consenso entre las partes a la hora de hacer proyecciones de flujos de fondos y evaluaciones de viabilidad de las empresas, un marco estable y predecible ciertamente ayuda a encarar negociaciones firmes.

3.3 Dado el carácter sistémico de la crisis y la gravitación de los factores macroeconómicos, es importante adoptar un enfoque integral del problema de la deuda, procurando avances en paralelo con la consolidación de la estabilidad macro,

con el proceso de resolución de la deuda pública y la normalización del sistema financiero. La falta de resolución de la deuda pública es un factor mencionado en algunas reestructuraciones privadas, por su conexión con el desempeño agregado de la economía y con la presión impositiva futura sobre las empresas. Si el sector privado anticipa que ésta última será muy elevada, es probable que se manifieste el fenómeno de debt overhang, por el cual la inversión productiva de las empresas no se reactiva en la medida de lo deseable, con lógicas consecuencias perniciosas sobre la capacidad de repago de las empresas y sobre el crecimiento futuro del país. Finalmente, es menester tomar en cuenta que un alto porcentaje de la deuda del sector privado es con no residentes, por lo cual la credibilidad de los acuerdos con estos acreedores externos se verá reforzada en la medida que se registren avances en la renegociación de la deuda del sector público.

3.4 Similarmente, la dual posición del sistema bancario como acreedor de las empresas en mora y como deudor en mora frente a depositantes locales y acreedores externos no contribuye a definir con claridad los roles de cada grupo involucrado. Al mismo tiempo, la fuerte exposición del sistema bancario a la deuda pública (aproximadamente 55% de los activos del sistema) compromete la propia solvencia proyectada de algunas de estas instituciones, puesto que ésta es altamente dependiente de la valuación de esos instrumentos y la normativa contable en vigencia. Ello induce una alta preferencia por estructuras de deuda con menores plazos de duración, aun al costo de aumentar los riesgos de nuevos incumplimientos bajo la deuda reestructurada por los acreedores bancarios.

3.5 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 el corto plazo, por lo que operarán los efectos negativos sobre la inversión. 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 estas empresas.

#### *b) Aspectos impositivos*

3.6. 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. Es de considerar 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.

3.7 Es preciso notar de todos modos que existen numerosas normas tributarias que se podrían revisar para fomentar un marco de incentivos adecuados para la

resolución de la deuda privada. Incluso, algunas de ellas significan gravar hechos que en otras circunstancias no lo estarían. Ejemplo de este tipo de restricción impositiva lo constituyen los casos de canjes de obligaciones negociables en el mercado de capitales (donde los valores existentes contaban con oferta pública y por tanto con los beneficios fiscales correspondientes) por nuevos valores estableciendo nuevas condiciones surgidas del acuerdo. Al respecto, persiste una duda razonable sobre la condición de oferta pública de los nuevos valores. Por ende, resulta incierto su tratamiento fiscal, pese a no haber ninguna renta gravable y siendo evidente que la realidad económica prescribiría el mantenimiento de los beneficios fiscales.

3.8. Con posterioridad a la primer Nota de Política sobre Resolución de Deuda del Sector Privado realizada por el CEF, se han evidenciado cambios en el ámbito impositivo, y en particular los relacionados con los procesos de reestructuración de deudas privadas. 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 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>4</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>5</sup>.

3.9. El tratamiento de oferta pública de las emisiones de obligaciones negociables resultantes de la reestructuración de pasivos empresarios es uno de los aspectos a solucionar 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>6</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.

3.10. 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>7</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 Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario<sup>8</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

---

<sup>4</sup> Modificación del inciso a) del primer párrafo del artículo 81 de dicha ley.

<sup>5</sup> Cabe mencionar que dicha norma aún no ha sido reglamentada.

<sup>6</sup> En este sentido, puede mencionarse la opinión del fisco a través del Dictamen N° 16/02 (DAT)

<sup>7</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.

<sup>8</sup> Instrumentada mediante Ley N° 25.820

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.

#### *c) Aspectos normativos bancarios*

3.11. 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.

3.12. 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 participen 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.

3.13. 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 previsiones 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.

#### *d) Aspectos legales*

3.14. 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.

3.15. 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.

3.16. 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.

3.17. A pesar que la evidencia muestra que el APE es uno de los mecanismos más utilizados por las empresas en proceso de resolución de deuda<sup>9</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

---

<sup>9</sup> Involucrando a un 40% del monto total de deuda en proceso de resolución (ver Nota al Pie 2).

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<sup>10</sup> en el artículo 73 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 USD1 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 computo de las abstenciones y ausentes en el caso de Obligaciones Negociables<sup>11</sup>.

3.18. En resumen, 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.

3.19. 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.

---

<sup>10</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>11</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.

### *e) Aspectos empresariales*

3.20. Finalmente, debe tenerse en cuenta que algunos actores decisivos pueden enfrentar circunstancias individuales que compliquen las posibilidades de resolución de la deuda. En primer lugar, es previsible que el anuncio de acuerdos en los casos de mayor resonancia pública actúe como un mecanismo de presión para que otros acreedores y deudores muestren mayor predisposición a negociar. El modesto progreso logrado hasta el momento atenta contra este tipo de incentivo indirecto. En segundo lugar, la incertidumbre económica e institucional incrementa, para un amplio número de deudores y acreedores, el valor de la opción de esperar antes de arribar a un acuerdo definitivo. Una flexibilidad acotada de los términos del arreglo ayudaría a socavar esta reticencia a la negociación, haciéndola al mismo tiempo menos vulnerable a escenarios cambiantes. No menos relevante es la renuencia de las partes a aceptar pérdidas y a acordar un esquema de distribución equitativa de las mismas.

3.21. Por el lado de los acreedores, deben destacarse los siguientes factores que pueden entorpecer la consecución de acuerdos: (a) la probable presencia de holdouts, esto es, acreedores minoritarios que se mantienen al margen de las negociaciones a la espera de obtener un pago superior al resto; y (b) las posibles discrepancias en las preferencias de los distintos subgrupos de acreedores (nacionales vs. extranjeros, grandes vs. pequeños, etc.) en cuanto a la estructura del arreglo -tasas, plazos quitas, compensaciones.

3.22. Por el lado de los deudores, se presentan varias situaciones a considerar: (a) ciertos deudores pueden resistirse a asumir una parte sustancial o la totalidad de las pérdidas argumentando que su incapacidad de pago es atribuible a causas sistémicas y no al riesgo empresarial asumido; (b) las empresas con viabilidad dudosa se ven beneficiadas por la dilación del proceso, una vez que los actuales accionistas anticipan la próxima pérdida del control de la empresa y de sus rentas de control en favor de los acreedores; (c) los administradores de determinadas empresas pueden mostrarse renuentes a brindar toda la información relevante a la reestructuración por temor a debilitar su posicionamiento estratégico frente a los acreedores; y (d) en el caso de algunos deudores domésticos de capital extranjero, que detentan una porción importante de la deuda privada, pueden existir incentivos impositivos en los países de origen al abandono de la inversión, incentivo que se acrecienta ante la expectativa de escenarios futuros de baja rentabilidad.

3.23. Para el caso de empresas con participación de accionistas extranjeros, según comentara Carlos Olivieri<sup>12</sup>, presenta una serie de complejidades que son menester resaltar:

- a) Para el caso de los mercados internacionales, éstos pueden causar en el accionista una penalización ante exposiciones consideradas excesivas;
- b) La accionistas pueden tener incentivos fiscales internacionales para abandonar la inversión;
- c) El valor estratégico y económico de la inversión se computa de acuerdo a consideraciones internacionales.

Dadas éstas circunstancias el accionista podrá considerar:

- 1) Abandonar el activo en default;
- 2) Write off del activo y mantenimiento del apoyo no financiero;

---

<sup>12</sup> La presentación fue hecha el día 10 de Junio del 2004 con motivo de la reunión con legisladores nacionales sobre resolución de deuda del sector privado. Carlos Olivieri es contador público y Director de Administración y Finanzas de YPF-Repsol SA.

### 3) Apoyo financiero.

3.24. 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>13</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.

3.25. 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>14</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 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.

3.26. 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

---

<sup>13</sup> Bankruptcy Code USA, Section 364, *Obtaining Credit*.

<sup>14</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.

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.

Serie de Notas Técnicas del Proyecto de Asistencia al Poder Legislativo Nacional

1. Nota Técnica Nº 1, “El Contexto Financiero Internacional”, Abril 2004.
2. Nota Técnica Nº 2, “Experiencias Internacionales en Regulación de Servicios Financieros”, Julio 2004
3. Nota Técnica Nº 3, “ Resolución de la Deuda del Sector Privado - Nota I”, Julio 2004
4. Nota Técnica Nº 4, “ Resolución de la Deuda del Sector Privado - Nota II”, Julio 2004
5. Nota Técnica Nº 5, “ Resolución de la Deuda del Sector Privado - Nota III”, Julio 2004