

JUEVES 30 DE OCTUBRE DE 2003

HOTEL SHERATON CORDOBA

15:00 ACREDITACION DE ASISTENTES

15:30 APERTURA DEL EVENTO

15:45 **EL ROL DEL ESTADO EN LA COMPETITIVIDAD DE LOS CLUSTERS INDUSTRIALES REGIONALES**

- TULIO CECONI
Economista Jefe del IERAL – Litoral
- JUAN A. ZAPATA
Economista Jefe del IERAL – Cuyo
- ANAHI DE TAPPATA
Economista Jefe del IERAL – Comahue
- CLAUDIA PEIRANO
Economista Jefe del IERAL – NEA
- JUAN M. GARZON
Economista del IERAL - Centro

17:45 CAFÉ

18:00 **INFRAESTRUCTURA PARA EL CRECIMIENTO: EL PAPEL DE LA INVERSIÓN PÚBLICA Y PRIVADA**

- ANDRES CHAMBOULEYRON
Investigador Jefe del IERAL
- DIEGO PETRECOLLA
Director Ejecutivo del Centro de Estudios de Regulación Económica (CEER), Universidad Argentina de la Empresa (UADE).

19:15 **COYUNTURA POLÍTICA Y ECONÓMICA**

- MANUEL MORA Y ARAUJO
IPSOS-Mora y Araujo y Asociados
 - ROBERTO CORTÉS CONDE
Universidad de San Andrés
 - GABRIEL SÁNCHEZ
Director de Investigaciones del IERAL
-



PROGRAMA XXVI ANIVERSARIO

VIERNES 31 DE OCTUBRE DE 2003
HOTEL SHERATON CORDOBA

09:30 ACREDITACIONES

10:00 **COMO CRECER Y REDUCIR LA POBREZA AL MISMO TIEMPO**

- ERNESTO KRITZ
Director de la Sociedad de Estudios Laborales (SEL)
- GABRIEL SÁNCHEZ
Director de Investigaciones del IERAL

11:15 CAFÉ

11:45 **EL ESTADO Y LAS PERSPECTIVAS PARA LAS DEUDAS DE LAS EMPRESAS ARGENTINAS**

- GUILLERMO MONDINO
Investigador Jefe Asociado del IERAL, Director de Macrovision Consulting, ex Secretario de Finanzas de la Nación
- FERNANDO MUÑOZ DE TORO
Socio de Muñoz de Toro & Muñoz de Toro

13:00 RECESO-ALMUERZO REUNION CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN
ASAMBLEA GENERAL ANUAL ORDINARIA

15:30 **LA RECUPERACIÓN DEL CREDITO EN UNA ECONOMIA DESFINANCIADA**

- DAVID MADERO SUAREZ
Director de Planeación Financiera de la Secretaría de Hacienda de México
 - JORGE VASCONCELOS
Investigador Jefe del IERAL
-



PROGRAMA XXVI ANIVERSARIO

**VIERNES 31 DE OCTUBRE DE 2003
HOTEL SHERATON CORDOBA**

16:45 CAFÉ

17:15 EL RENOVADO DESAFIO FEDERAL

- NADIN ARGANARAZ
Presidente del IERAL
- JOAQUIM LEVY
Secretario del Tesoro Nacional de la República Federativa del Brasil

18:30 EL DESAFIO DEL DESARROLLO DE UNA INDUSTRIA CON COMPETITIVIDAD GLOBAL

- CARLOS SÁNCHEZ
Investigador Jefe Asociado del IERAL, Rector de la UES21, ex Secretario de Industria y Comercio de la Nación
- CARLOS MAGARIÑOS
Director General de la Organización de las Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial

19:45 CIERRE A CARGO – a confirmar

- ALBERTO FERNANDEZ
Jefe de Gabinete de Ministros de la República Argentina

20:15 COCKTAIL DE CLAUSURA



PROGRAMA XXVI ANIVERSARIO

SABADO 01 DE NOVIEMBRE DE 2003 ESTANCIA LA PAZ - ASCOCHINGA

10:30 PARTIDA DESDE EL HOTEL

12:00 MISA EN MEMORIA DE SOCIOS E INVESTIGADORES FALLECIDOS

12:30 ACTO CONMEMORATIVO DEL XXVI ANIVERSARIO DE CREACIÓN
DE FUNDACION MEDITERRANEA

- HIMNO NACIONAL
- PALABRAS DEL LIC. NADIN ARGANARAZ
PRESIDENTE DEL IERAL
- PALABRAS DEL DR. FULVIO PAGANI
PRESIDENTE DE FUNDACION MEDITERRANEA

13:00 TRADICIONAL ASADO DE CAMARADERÍA

*REUNION XXVI ANIVERSARIO
FUNDACION MEDITERRANEA*

**ENDEUDAMIENTO CORPORATIVO:
SITUACIÓN ACTUAL Y POSIBLE ROL DEL ESTADO**

¿Qué pasó en la Argentina? De la Convertibilidad a la Mega-devaluación y Pesificación Asimétrica

- Durante la primera mitad de los '90, se dio una sustancial **expansión del crédito en la Argentina**, con un importante desarrollo del mercado de capitales que acompañó al crecimiento de la economía
- La previsibilidad que otorgaban la baja inflación y la **convertibilidad entre el peso y el dólar establecida por ley** permitió a las empresas nacionales financiarse mediante la emisión de obligaciones negociables y la toma de préstamos sindicados con entidades locales y del exterior
- Dichas **financiaciones eran tomadas en dólares**, al amparo de la Ley de Convertibilidad y en un contexto en el que no existía un mercado crediticio en pesos
- Además, de acuerdo a las prácticas internacionales, la mayoría de **los contratos estaban regidos por leyes extranjeras** con gran desarrollo de la jurisprudencia en materia contractual (Nueva York, Inglaterra)

¿Qué pasó en la Argentina? De la Convertibilidad a la Mega-devaluación y Pesificación Asimétrica

- Hasta que estalló la crisis
 - ↳ Luego de más de 4 años de recesión, y en plena crisis social y política, el Gobierno resolvió declarar la emergencia económica, salir abruptamente de la convertibilidad, devaluar el peso, confiscar los depósitos en el sistema financiero, anunciar el “default” de la deuda pública y disponer la pesificación de ciertas deudas
- La mega-devaluación (que superó el 260% en 6 meses) excedió cualquier expectativa de reacomodamiento del valor del peso (que la generalidad de los economistas ubicaba en un 40%)
- Ante ese escenario, la pesificación de deudas podía aparecer como una medida razonable, si se aplicaba en forma global y con un criterio territorial estricto (como hizo Roosevelt en 1933)

¿Qué pasó en la Argentina? De la Convertibilidad a la Mega-devaluación y Pesificación Asimétrica

- Sin embargo, se optó por otro camino:
 - ▶ En enero de 2002, se pesificaron sólo las deudas hipotecarias
 - ▶ **En febrero, se pesificaron todas las deudas 1 a 1** (excepto los depósitos, pesificados a 1,40) y se creó el CER (Decreto N° 214/02)
 - ▶ **En marzo, se exceptuó de la pesificación a las deudas “para cuyo cumplimiento resulte aplicable la ley extranjera”** y se pesificaron las deudas públicas sujetas a ley argentina a 1,40 (Decreto N° 410/02)
 - ▶ A partir de allí, se sucedieron nuevas excepciones y reformas (organismos multilaterales, creación del CVS)
- Así, **la pesificación asimétrica implicó crear “a dedo” categorías de ganadores y perdedores**, afectando la seguridad jurídica y sin solucionar los problemas derivados de la mega-devaluación

Situación actual del endeudamiento empresarial

- **La mega-devaluación y la pesificación asimétrica triplicaron la deuda** de las empresas y la volvieron impagable en los términos originalmente pactados, aún para las compañías bien administradas y viables
- **La pesificación no fue un alivio para esta situación:** no se redujo en forma significativa la deuda de las grandes empresas
 - ↳ Si bien el endeudamiento total del sector privado no financiero se redujo de U\$S 59.500 MM a U\$S 41.700 MM, **unos U\$S 31.700 MM (el 76%) permanecen en dólares**
- **No hay nuevos créditos** para financiar el crecimiento
- **No hay incentivos** legales ni impositivos para las reestructuraciones
- **A julio de 2003, el 69% del capital y el 47% de los intereses de ONs no fueron pagados** (Fuente: CEF)

Situación actual del endeudamiento empresarial

- Los acreedores con deudas sujetas a ley extranjera (los “inmunes a la pesificación”) están poco dispuestos a aceptar un reparto equitativo de las pérdidas
- Por eso, a casi dos años del inicio de la crisis, **la mayoría de las reestructuraciones “reales” no se han cerrado** (salvo en los “extremos”)
- Esta **falta de solución** afecta no sólo a las empresas, sino que también **posterga la recuperación de la economía**
 - ↪ La relación deuda privada fuera del sistema financiero/exportaciones es 5 veces la de Malasia en la crisis del '97
 - ↪ el costo de los intereses pagados por el sector privado pasó de un 8,1% de la inversión en 1999-2001 a un 30,2% (y la Argentina dejó históricamente de crecer cuando dicho costo superó el 6%)

La actitud de los acreedores

- La actitud de los acreedores depende en gran parte de la situación en que se encuentra el deudor, endureciéndose su postura, paradójicamente, frente a los “buenos” deudores:

✚ Deudor “viable” (deuda sustentable): no se otorgan quitas de capital ni intereses

- ▶ Rechazo a la idea del standstill y preferencia por reestructurar a no más de 5 años, sin plazo de gracia para capital ni intereses, con tasas de mercado y nuevos avales o garantías, incluyendo la prenda del paquete de control accionario
- ▶ Sólo se reestructura “cosméticamente” a corto plazo (12/18 meses) a cambio de *downpayments* (sin quita)

La actitud de los acreedores

✚ Deudor con problemas, pero viable (Deuda/EBITDA superior a 3x ó 4x): se aceptan quitas de capital e intereses y/o prórrogas de plazos (con mejora de garantías y/o entrega de acciones)

- ▶ Designación de veedores en las empresas
- ▶ En los casos de falta de acuerdo, bloqueo de APEs, pedidos de quiebra o venta de las tenencias a fondos "buitres"

✚ Deudor en situación "terminal": toma de control, abandono de la inversión o concurso hostil

- ▶ Pérdida total de la inversión para el accionista

Unicos participantes en la economía argentina
"inmunes" a la devaluación: **acreedores con
créditos sujetos a ley extranjera**



Todo el peso de la devaluación lo soporta el accionista

El rol del Estado en crisis sistémicas

- En crisis sistémicas, **los mecanismos tradicionales de resolución de conflictos (negociación privada, concurso, quiebra) no son eficientes**
 - ↳ Son procesos largos, costosos y burocráticos
- Además, se está yendo hacia una **judicialización de las relaciones económicas** (pesificación, redolarización, reajuste equitativo, amparos, ajuste por inflación, presentaciones en el CIADI)
 - ↳ Se aumenta el costo de la administración de justicia y se demoran las soluciones y la recuperación económica y del mercado laboral
- La demora en solucionar el problema del stock de deuda también **agrava “el tema tarifario”**
- Ante esta situación, **el Estado debe intervenir**, no con “seguros de cambio” o medidas similares, sino dictando reglas de juego claras y brindando los marcos normativos adecuados para el desarrollo de la actividad económica que desea impulsar

Algunas experiencias internacionales:

Roosevelt y el abandono del patrón oro

- La intervención del Estado frente a crisis sistémicas que afecten el aparato productivo no son nuevas en la historia
- Y hay un ejemplo con aristas similares a la “pesificación” (salvando las distancias temporales y geográficas y los personajes involucrados)
 - ↳ las medidas adoptadas por **Franklin D. Roosevelt** para el abandono del patrón oro por los Estados Unidos en 1933
- Roosevelt asumió la presidencia en 1933, en plena crisis derivada de la “Gran Depresión” de 1929/30 e implementó diversas medidas que constituyeron el “New Deal”
- Si bien la mayoría de ellas fueron declaradas inconstitucionales por la Corte Suprema, **una medida clave en su política de subir los precios de los commodities consistía en devaluar**, de hecho, el valor del dólar (convertible en oro) en los mercados internacionales

Algunas experiencias internacionales:

Roosevelt y el abandono del patrón oro

- Para ello, Roosevelt logró que el Congreso aprobara una *Joint Resolution* por la cual **se consideraba contraria al orden público y no ejecutable en el territorio de los Estados Unidos toda cláusula contractual que permitiera al acreedor requerir el pago de la obligación en oro o en una moneda específica y estableció que el deudor cumplía su obligación pagando dólar por dólar**
- **A los 6 meses** de dicha medida, y luego de llegar a prohibir la tenencia de oro por los privados, Roosevelt cambió el precio del oro de U\$S 20,97 la onza (vigente desde 1837) a U\$S 35, una **devaluación del 69%**
 - ↳ Es decir, **primero protegió a las empresas endeudadas y recién después devaluó**
- Dicha medida **impidió un aumento desmedido de la deuda de las empresas**, que hubiera provocado numerosas quiebras y neutralizado el aumento del precio de los *commodities*

Algunas experiencias internacionales:

Roosevelt y el abandono del patrón oro

- **La norma fue convalidada por la Corte Suprema (5 a 4)** en febrero de 1935, evitándose un incremento de la deuda pública y privada de más de U\$S 69.000 MM. El día que se conocieron los fallos, **tanto las acciones como los bonos subieron** sus cotizaciones
- **Igual criterio siguió la Corte Suprema para la deuda de empresas americanas con acreedores externos**, pactadas en monedas múltiples y con lugares de pago fuera de los Estados Unidos
- La pesificación asimétrica de Duhalde/Remes Lenicov fue una mala copia de estas medidas de Roosevelt
 - ✚ Se pesificaron deudas, pero no todas y no de igual manera:
 - ▶ Algunas 1 a 1 y otras a 1,40, ajustables por CER o por CVS
 - ▶ A ciertos acreedores (bancos) los compensó con bonos y normas contables que permitieron balances de ficción
 - ▶ Y a un grupo de acreedores “privilegiados” les mantuvo sus créditos en dólares (mientras los deudores seguían cobrando en pesos, sin compensación)

Propuestas para la solución de la crisis de la deuda empresarial

- Como marca la experiencia histórica, ante crisis sistémicas **el Estado debe brindar un marco que favorezca la rápida resolución de los conflictos** entre acreedores y deudores, evitando situaciones abusivas de uno y otro lado
 - ✚ Dicho marco debe basarse en las siguientes premisas:
 - ▶ asegurar el funcionamiento de las empresas viables y evitar la destrucción de valor
 - ▶ maximizar el acceso a nuevos flujos de financiamiento y reducir el costo de capital futuro
 - ▶ incentivar la negociación de acuerdos razonables, rápidos y de bajo costo
 - ▶ distribuir en forma equitativa los costos de la crisis

Es decir, un marco que favorezca los acuerdos para evitar concursos y quiebras

Acuerdo con el FMI

- *"La reestructuración de la deuda societaria y un entorno jurídico más previsible son factores esenciales para complementar la estrategia bancaria y prerequisites cruciales para sostener la recuperación económica"* ("Memorándum de Políticas Económicas y Financieras del Gobierno Argentino para el período 2003-2006 - Reestructuración de la deuda empresaria y reformas legales")
- **El acuerdo con el FMI reconoce la importancia de reestructurar la deuda empresaria y otorga al Gobierno un rol importante ("aunque limitado") en el proceso**, tanto mediante el desarrollo de principios generales aplicables a los "work-outs" (de escasa utilidad práctica) como a través de la eliminación de los obstáculos legales y regulatorios existentes y de la implementación de incentivos que alienten reestructuraciones rápidas
- También el **Banco Mundial** sostuvo que el Gobierno debería fomentar un programa extrajudicial para resolver el problema de la deuda empresaria y que **"los acreedores tienen poco que ganar si se hacen del control de estas empresas o provocan su quiebra"**

Principales reformas propuestas

- **Reordenamiento de las normas de emergencia:** a fin de (i) **desentrañar la maraña de normas existentes**, (ii) establecer expresamente la posibilidad de que cualquier acreedor o deudor solicite el **reajuste equitativo** ante la justicia y (iii) aclarar los **alcances de la pesificación**, en particular, frente a las **deudas con bancos locales** (por ejemplo, en el caso préstamos de bancos locales a empresas locales, fondeados con depósitos en la Argentina, en los que el banco percibe dólares y devuelve pesos a 1,40, recibiendo además el bono de compensación)
- **Programa de negociación:** permitiría establecer un ámbito para la negociación privada y voluntaria, amparada por un *standstill* limitado que impida que los *hold-outs* afecten el proceso
- **Reformas a la Ley de Concursos y Quiebras:** para **mejorar el procedimiento de homologación de APEs**, con un *standstill* limitado que otorgue un plazo para obtener la conformidad de los bonistas, a fin de completar la oferta de canje o asamblea de bonistas (freno a los *hold-outs*)

Principales reformas propuestas

- **Disposiciones transitorias durante la emergencia:** se aplicarían a concursos y/o APEs iniciados durante la emergencia y los 12 meses posteriores a fin de desincentivar los concursos o quiebras, incluyendo:
 - ▶ Pesificación de deudas para el cálculo de los votos
 - ▶ Reducción de las mayorías para aprobar la propuesta
 - ▶ Posibilidad de que el juez del concurso reajuste equitativamente los créditos (esfuerzo compartido)
 - ▶ Pesificación en la quiebra
- **Fideicomiso de asistencia:** disponible para empresas que hubieran reestructurado extrajudicialmente sus deudas existentes al 31/12/01
- **Reformas complementarias:** modificación de normas del Banco Central, Superintendencia de AFJPs, la CNV, la IGJ, la AFIP y otras, a fin de brindar incentivos adicionales

Principales reformas propuestas

- **Beneficios impositivos:** aplicables a los acuerdos de reestructuración que se alcancen fuera del concurso hasta el 10/12/04 respecto de deudas existentes al 31/12/01:

↳ *Impuesto a las Ganancias*

- ▶ Mantenimiento de exenciones otorgadas a ONs o títulos de fideicomisos, independientemente de su instrumentación
- ▶ Exención de ganancia por condonaciones o quitas
- ▶ Exención de intereses de deudas reestructuradas
- ▶ Flexibilización de las reorganizaciones de empresas (posibilidad de transferir quebrantos dentro del grupo)

↳ *Impuesto al Valor Agregado*

- ▶ Entre otras, mantenimiento de exenciones otorgadas a ONs o títulos de fideicomisos, independientemente de su instrumentación

↳ *Otros impuestos (Ganancia Mínima Presunta, Débitos y Créditos Bancarios, pago de impuestos con títulos públicos)*

Conclusión

- A casi dos años de la pesificación asimétrica, una solución como la de Roosevelt no es posible
- Sin embargo, **es indispensable que el Estado ponga este tema en su agenda y colabore para su resolución, si es que se pretende lograr un crecimiento sostenido de la economía, la vuelta de las inversiones y el crédito y un impulso a la producción y al trabajo**

Mientras la carga de una deuda impagable permanezca sobre sus hombros, las empresas privadas no podrán dedicarse nuevamente a producir, impidiendo la recuperación económica del país en plazos y niveles razonables

*REUNION XXVI ANIVERSARIO
FUNDACION MEDITERRANEA*

**ENDEUDAMIENTO CORPORATIVO:
SITUACIÓN ACTUAL Y POSIBLE ROL DEL ESTADO**