

# EJECUTIVOS DE FINANZAS

Revista del  
INSTITUTO ARGENTINO DE EJECUTIVOS DE FINANZAS

Miembro de la  
INTERNATIONAL ASSOCIATION OF FINANCIAL EXECUTIVES INSTITUTES



## El rompecabezas de Kirchner

El descalabro generado a comienzos de 2002 debe arreglarse con criterios objetivos y de mercado. No se arregla volviendo al pasado.

## Reestructuración de la deuda pública

Si no se acepta la realidad "seguiremos a los tumbos, asentados financieramente en un tembladeral".

## La formación de formadores

Apostar a la autoformación es el "secreto" del progreso del formador a lo largo de su carrera.



# El rompecabezas de Kirchner: productivismo, capitalismo nacional, pesificación asimétrica y sobreendeudamiento privado

Colaboración

*De la reinserción de la Argentina en el mundo dependen sus posibilidades de remontar la brutal caída en la producción verificada en los últimos años y acentuada con el default y la devaluación. No hay soluciones mágicas pero tampoco es válido copiar recetas del pasado cuya presunta infalibilidad queda desmentida con el análisis minucioso de las mismas y su posterior repercusión. “Creer que la solución de la deuda de las empresas es un problema de la **corporación empresaria** es, cuanto menos, ingenuo”, señalan los autores.*

## Kirchner, Roosevelt y Lord Keynes

Una constante en recientes discursos del presidente Kirchner es la referencia al presidente Franklin D. Roosevelt y las políticas keynesianas aplicadas en la década del '30 en los Estados Unidos durante los “primeros cien días” de su gobierno. La mayoría de las medidas adoptadas por Roosevelt bajo el denominado “New Deal” fueron declaradas inconstitucionales por la Corte Suprema americana. Sin embargo, una medida clave en su política de subir los precios de los *commodities* para revivir la economía consistía en devaluar, de hecho, el valor del dólar en los mercados internacionales. En ese entonces, el dólar era convertible en oro. Al no poder lograr su objetivo a través del “mercado”, Roosevelt logró que el Congreso, el 5 de junio de 1933, 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 seis meses de dictada esta norma, y luego de numerosas medidas que limitaban 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%.



**Fernando Muñoz de Toro**

Socio Gerente,  
Estudio Muñoz de  
Toro & Muñoz de  
Toro.



**Fabián D'Aiello**

Socio, Estudio  
Muñoz de Toro &  
Muñoz de Toro.

¿Por qué hizo esto Roosevelt? Porque de lo contrario, de ejecutarse esas cláusulas, hubiera aumentado la deuda de las empresas significativamente por la brusca devaluación de sus ingresos y no de sus pasivos, provocando numerosas quiebras y neutralizando el buscado aumento del precio de los *commodities*. En febrero de 1935, la Corte Suprema, por 5 votos contra 4, convalidó la decisión del gobierno, lo que evitó un incremento de la deuda pública y privada de más de U\$S 69.000 millones. El día que se conocieron los fallos, tanto las acciones como los bonos subieron sus cotizaciones en la bolsa, aún cuando esos bonos tenían cláusulas oro (que se cancelarían dólar por dólar, con una devaluación del 69%). Igual criterio siguió la Corte Suprema para la deuda de empresas americanas con acreedores externos, pactadas en otras monedas y con lugares de pago en Londres o París, entre otros.

La Argentina de Duhalde y Remes Lenicov copió en parte a Roosevelt (mal) y pesificó las deudas, pero no todas y no de igual manera: algunas las pesificó U\$S1 por \$ 1, otras U\$S 1 por \$ 1,40, a ciertos acreedores (los bancos) los compensó con bonos y normas contables que les permitieron superar la crisis con balances de ficción, algunas las ajustó por CER y otras por CVS, y a un grupo de acreedores “privilegiados” les mantuvo sus créditos en dólares, mientras los deudores seguían cobrando en pesos (sin compensación alguna, pese a que, curiosamente, se trataba de los “productores” y no del “sistema financiero” tan criticado pero subsidiado por entonces). En suma, lo que se conoce como la “pesificación asimétrica”.

## ¿Modelo de producción y trabajo?

En este contexto, y ya con el ministro Lavagna, asume como presidente Kirchner con un modelo de “producción y trabajo”, buscando crear un capitalismo nacional y mirando el ejemplo de Roosevelt y Lord Keynes. Es claro que la agenda de Kirchner y Lavagna para los primeros meses de gobierno estará muy cargada. La “herencia” que recibirá Lavagna (él lo sabe bien) está plagada de temas cuya solución se postergó en su momento, quizá con razón, por ser un gobierno de transición, pero que, ahora, requieren una solución urgente. Sin embargo, hay un tema que, por las declaraciones efectuadas por ambos hasta el momento,

sigue fuera de esta “agenda”: un tratamiento serio, integral y definitivo al problema del endeudamiento del sector empresario privado, afectado gravemente por la devaluación y la pesificación asimétrica (un “hecho del príncipe”, al cual, hay que reconocer, son ajenos Kirchner y Lavagna, que implicó la pesificación de sus ingresos, pero mantuvo en dólares su deuda, volviéndola impagable en sus términos originales).

*“El eje de mi proyecto será aplicar un modelo de producción y trabajo, cuyo objetivo principal será reconstituir el tejido productivo doméstico mediante la elevación de la productividad global y la creación de puestos de trabajo a través de la elaboración de bienes y la prestación de servicios. La administración nacional, con todos sus recursos, debe respaldar este esfuerzo productivo [...]. Los incentivos fiscales que se fijan tienen que tener por objeto la formación de capital”* (Néstor Kirchner, “Después del derrumbe”, Ed. Galerna, abril de 2003).

Casi todos coincidirán en que  
un rol que sin dudas debe  
ocupar el Estado es el de dictar  
reglas de juego claras y brindar  
los marcos normativos  
adecuados para el desarrollo de  
la actividad económica  
que desea impulsar.

Podemos imaginarnos que, con el nuevo gobierno, y ante tanta referencia a políticas neo-keynesianas y a Roosevelt, habrá un rol más activo para el Estado en muchas áreas. Habrá quien esté a favor y quien esté en contra de estas ideas (hay que esperar para ver cómo se ponen en práctica), pero casi todos coincidirán en que un rol que sin dudas debe ocupar el Estado es el de dictar reglas de juego claras y brindar los marcos normativos adecuados para el desarrollo de la actividad económica que desea impulsar.

El tan proclamado “productivismo” necesita de un marco normativo adecuado y, sobre todo, de empresas sanas que puedan impulsar el crecimiento productivo,



dar empleo, poner la economía en marcha. **Para ello, hay que solucionar un problema: el stock de deuda.**

Y, sin embargo, el ministro Lavagna sostuvo hace poco que el gobierno no pensaba adoptar ninguna medida que implicara intervenir en el tema de la deuda del sector privado. Sin este tema en la agenda, sin normas que permitan hacer frente a una crisis sistémica agravada por decisiones de poder administrador con un impacto directo en la salud de las empresas, sin una actitud responsable que reconozca los efectos derivados de las decisiones adoptadas y priorice al aparato productivo nacional, con un Estado prescindente en aquellas cuestiones que sin duda le corresponden, el “productivismo” y el “neo-keynesianismo” no pasarán de ser títulos para un discurso vaciado de contenido real. Y, que quede claro, no hablamos de seguro de cambio ni de que el estado asuma la deuda del sector privado. Hay otras formas de intervenir.

Quizá el Presidente decida aplicar al problema de la deuda del sector privado, conceptos similares a los que él mismo expuso respecto de la deuda del sector público en su libro antes citado: *“El FMI nos tiene que dar viabilidad interna para que la Argentina sea sustentable, porque, ¿se puede cumplir internacionalmente si la Argentina se destruye? Esto es, si desciende su actividad económica y por ende, su recaudación se desploma en caída libre. El más elemental sentido común nos dice que para que el acreedor pueda cobrar, el deudor no se tiene que morir”*.

Pero revisemos un poco dónde estamos hoy, cómo llegamos hasta aquí y qué debemos hacer para salir de esta encrucijada.

## **Estado de situación: recesión, deuda en dólares, ingresos en pesos**

Como se sabe, la profundidad de la crisis que sufre nuestro país afectó gravemente a la casi totalidad de los participantes en su vida económica y social. Tanto la crisis, como las medidas dictadas para intentar paliarla, colocaron a las empresas argentinas (tanto de capital nacional como extranjero) en una situación de extrema gravedad, sumiéndolas en un profundo estado de parálisis y poniendo en riesgo el adecuado funcionamiento del aparato productivo.

Como resultado de la mega-devaluación de nuestra moneda y de la pesificación asimétrica dispuesta a comienzos de 2002, la deuda de casi la totalidad de las empresas se volvió impagable en los términos originalmente pactados, aún para aquellas compañías bien administradas y viables. La pesificación asimétrica determinó que la mayoría de los ingresos de dichas empresas se convirtieran a pesos (devaluados), pero mantuvo en dólares las deudas en las que se hubiera pactado la aplicación de una ley extranjera, en un contexto en el que la gran mayoría del endeudamiento empresario estaba instrumentado en obligaciones negociables o préstamos sindicados regidos, en general, por leyes extranjeras.

**La falta de una solución al problema de la deuda del sector privado no afecta sólo a las empresas y a los empresarios: impacta en las posibilidades para el país de lograr una rápida recuperación económica.**

El dispar impacto de estas medidas puede verse en que, mientras los préstamos al sector privado no financiero sujetos a ley argentina pasaron de representar aproximadamente U\$S 27.300 millones en diciembre de 2001 a U\$S 9.900 millones en junio de 2002 (es decir, luego de la pesificación), los préstamos bajo ley extranjera (excluidos de la pesificación) se mantuvieron en aproximadamente U\$S 18.000 millones y las obligaciones negociables y otros títulos sólo se redujeron de unos U\$S 14.200 millones a unos U\$S 13.700. Este efecto es aún más notorio si nos centramos en la situación de las 80 empresas más grandes, cuyo endeudamiento, luego de la pesificación, se redujo sólo de U\$S 28.000 millones a alrededor de U\$S 23.400, mientras que el endeudamiento de las 420 empresas siguientes y las PyMES pasó de aproximadamente U\$S 31.500 millones a unos U\$S 18.300 millones. **En definitiva, si bien el endeudamiento total del sector privado no financiero se redujo de aproximadamente U\$S 59.500 millones antes de la pesificación a alrededor de**

## Stock de deuda por acreedor y tamaño de empresa (estimado)

Diciembre 2001					Junio 2002 (estimado en base a diciembre 01)				
(US\$ MM)	Préstamos locales	Préstamos exterior	ONs - Títulos	Total	(US\$ MM)	Préstamos locales	Préstamos exterior	ONs - Títulos	Total
80 más grandes	6.825	13.680	7.526	28.031	80 más grandes	2.490	13.680	7.287	23.457
420 siguientes	15.561	4.320	6.674	26.555	420 siguientes	5.678	4.320	6.462	16.460
PyMEs	4.914	-	-	4.914	PyMEs	1.793	-	-	1.793
<b>Total</b>	<b>27.300</b>	<b>18.000</b>	<b>14.200</b>	<b>59.500</b>	<b>Total</b>	<b>9.961</b>	<b>18.000</b>	<b>13.749</b>	<b>41.710</b>

U\$S 41.700 en junio de 2002, unos U\$S 31.700 millones (el 76%) permanecen denominados en dólares. (ver gráfico).

### Luego de más de 17 meses, todo sigue igual

La falta de una solución al problema de la deuda del sector privado no afecta sólo a las empresas y a los empresarios: impacta en las posibilidades para el país de lograr una rápida recuperación económica. Diversos estudios demuestran que, 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, y tirando por tierra cualquier idea de un crecimiento basado en “la producción y el trabajo”.

A modo de ejemplo, a fines de 2002 la relación deuda privada fuera del sistema financiero/exportaciones era del 151% (cinco veces la registrada por Malasia durante la crisis de 1997-98) y el costo de los intereses pagados por el sector privado (sin contar las amortizaciones de capital) pasó de representar un 8,1% de la inversión en el período 1999-2001 a un 30,2% luego de la devaluación. **Basta destacar, en tal sentido, que la Argentina dejó históricamente de crecer cuando el costo financiero de la deuda privada superó el 6% de la inversión.**

### La legislación tradicional frente a las crisis sistémicas y la judicialización de la economía

Los mecanismos tradicionales de resolución de conflictos (la negociación privada, el concurso y la quiebra) no resultan eficientes frente a crisis sistémicas, ya que no están diseñados para atender “epidemias” de conflictos ni brindan soluciones rápidas al problema de la economía en general, derivando en procesos largos, costosos y burocráticos. Además, deudores y acreedores carecen de incentivos legales, regulatorios e impositivos para llevar a cabo una negociación extrajudicial rápida, en la que cada parte reconozca sus pérdidas y acuerde una forma equitativa de compartir los efectos de la crisis. En consecuencia, prácticamente no se cierran reestructuraciones, derivando en una parálisis que contribuye a frenar una rápida recuperación económica.

Muestra de lo antedicho es que los pocos casos de acuerdos cerrados se han dado sólo en los extremos: es decir, empresas en situación terminal (donde es más sencillo para los acreedores resignarse a reconocer sus pérdidas) o empresas poco afectadas por la crisis por tener sus ingresos “dolarizados” o fácil acceso a otras fuentes de financiamiento (acceso a moneda extranjera, a través de exportaciones u operaciones en el exterior, o respaldo de sus accionistas).

Se está avanzando hacia un proceso de judicialización de las relaciones económicas (pedidos de pesificación

o redolarización, de reajuste equitativo, amparos de todo tipo, reclamos vinculados al ajuste por inflación, presentaciones ante el CIADI y otros procesos), que aumenta el costo de la administración de justicia y demora las soluciones al problema del endeudamiento, clave para la recuperación económica y del mercado laboral, todo lo cual contribuye al aumento de los conflictos en la sociedad.

**La experiencia muestra que en tales situaciones es donde se hace necesaria la intervención del Estado. No mediante la asunción de funciones que corresponden al sector privado, sino estableciendo un marco jurídico inteligente y de mercado que favorezca la rápida resolución de conflictos y evite situaciones abusivas de uno y otro lado.**

## Un marco legal integral

La solución de un problema tan complejo como el del endeudamiento privado enfrenta numerosas limitaciones, en gran medida derivadas de la demora en su tratamiento por más de 17 meses, y requiere de un importante ejercicio de coordinación de las distintas partes: deudores, acreedores y el Estado, como propiciador de un marco que incentive a las otras partes a negociar en términos razonables y llegar a acuerdos rápidos, de bajo costo, equitativos y mediante mecanismos que permitan una vuelta lo más rápida posible del crédito.

La resolución de este problema debe ser parte de un plan económico integral que ataque también otros problemas que enfrentará el nuevo gobierno (como la renegociación de la deuda pública y las tarifas) y de forma tal de

- (i) asegurar el funcionamiento operativo de las empresas viables;
- (ii) evitar la destrucción de valor;
- (iii) maximizar el acceso a nuevos flujos de financiamiento;
- (iv) propender a la reducción del costo de capital futuro; y
- (v) distribuir en forma equitativa los costos derivados de la crisis entre acreedores y deudores, teniendo en cuenta, además, los intereses de otras partes

involucradas, como accionistas, empleados, usuarios o clientes, proveedores y, en algunos casos, el propio Estado.

## Algunas medidas propuestas

Las soluciones que se propongan deberán respetar las reglas del mercado, contar con un gran consenso en los distintos sectores y ser presentadas en forma inteligente, so pena de postergar aún más la ya averiada posibilidad de que el país se reinerte en la comunidad internacional de negocios. Debe buscarse una solución seria e integral, que atienda a los intereses de todos los sectores en forma simultánea, que incluya un claro esquema de premios y castigos y que tenga fundamentalmente en cuenta la importancia del día después: los esquemas que continúen alejando a la Argentina del flujo de capitales internacionales serán pan para hoy y hambre para mañana.

**Las soluciones que se  
propongan deberán respetar  
las reglas del mercado, contar  
con un gran consenso en  
los distintos sectores y ser  
presentadas en forma  
inteligente, so pena de  
postergar aún más la ya  
averiada posibilidad de que el  
país se reinerte en la  
comunidad internacional  
de negocios.**

Por ello, podemos imaginar que un esquema inicial debería comenzar por reordenar el complejo conjunto de normas de emergencia dictadas para regular el endeudamiento del sector privado no financiero, estableciendo con total claridad (y en base a criterios

objetivos, no formales, de conexión real de la transacción con la Argentina), las deudas alcanzadas por la pesificación y el alcance de las compensaciones a otorgar al sistema financiero, y brindando a acreedores y deudores la posibilidad de recurrir a la justicia a fin de solicitar el reajuste equitativo de las obligaciones que, por sus características particulares o la situación de las partes, merezcan un tratamiento diferente al que surja de dichos principios generales, sobre la base del principio del esfuerzo compartido reconocido en la Ley de Emergencia Pública.

**El marco normativo actual no contiene previsiones para situaciones de excepción que tiendan a favorecer acuerdos entre acreedores y deudores, sino que, por el contrario, puede generar consecuencias tributarias que desincentiven tales acuerdos.**

Para los casos en que, a pesar de dichas medidas, las partes no logren llegar a un acuerdo, debería **brindarse a deudores y acreedores un procedimiento rápido e informal para negociar sus diferencias**, con un plazo de espera limitado que evite que los acreedores minoritarios amenacen a la compañía con pedidos de quiebra y resguardando al mismo tiempo la integridad del patrimonio del deudor y las expectativas de cobro de los acreedores, restringiendo las posibilidades de que el deudor realice actos de disposición durante las negociaciones. También debería **facilitarse la homologación de los “tan de moda” acuerdos preventivos extrajudiciales**.

Las partes que alcancen alguna forma de acuerdo extrajudicial (y eviten la vía judicial, el concurso o la quiebra) deberán contar con **importantes beneficios**

**impositivos y regulatorios**. Cabe destacar que el marco normativo actual no contiene previsiones para situaciones de excepción que tiendan a favorecer acuerdos entre acreedores y deudores, sino que, por el contrario, puede generar consecuencias tributarias que desincentiven tales acuerdos. Por ello, existe la necesidad de hacer neutras las consecuencias tributarias de los nuevos acuerdos e incentivar resoluciones de conflictos rápidas y eficientes.

Un esquema como el descrito permitiría al país contar con un mecanismo claro de premios y castigos, ya que, en caso de que las posturas extremas de las partes impidan alcanzar un acuerdo y deba recurrirse a una solución judicial, perderán los beneficios citados, sumado al riesgo que para el deudor suponga la posibilidad de perder su empresa en la quiebra o a través del *cram-down* y a la eventualidad de que los acreedores sufran un reajuste equitativo de sus créditos en moneda extranjera.

## **El camino hacia un “capitalismo nacional”**

En estas primeras semanas del nuevo gobierno nos espera a todos un gran trabajo de concientización acerca de los problemas que deben ser solucionados sin demoras. No escapa al acotado propósito de este artículo que situaciones como la de la Provincia de Santa Fe, el hambre y la inseguridad requieren soluciones más que urgentes. Pero creer que la situación de la deuda de las empresas es un problema “de la corporación empresaria” o que se puede mirar para otro lado esperando que la solución llegue sola sin que ello afecte al empleo y la producción es cuanto menos ingenuo. Y puede ser suicida en un contexto en el que todo el plan de gobierno se centra en la idea de “producción y trabajo”. Es claro que, hoy, soluciones como la de Roosevelt en 1933 no son posibles, pero el descalabro que se generó en los primeros meses del 2002 tiene que arreglarse con criterios objetivos y de mercado. Se puede hacer. Hace falta una decisión: ponerlo en la agenda. Sin empresas sanas no habrá producción, ni habrá trabajo. Y, mucho menos, capitalismo nacional.

comunicación de pago. Si bien dicho accionar es aislado y no define un número representativo de situaciones, los argumentos considerados por tales funcionarios carecen de fuente legal expresa, y evidencian un total desconocimiento de los derechos de los contribuyentes en esta materia.

Es en nuestra opinión una decisión muy adecuada la de utilizar a los contadores públicos, como parte del sistema de control de los contribuyentes. Esto, en tanto también se controle adecuadamente su desempeño, y por lo tanto se castiguen los incumplimientos a su cometido con sistemas claros que permitan a los profesionales defender sus posiciones adecuadamente.

Cuando las normas no son estables, o cuando las reglas no son suficientemente claras el órgano de recaudación debe asumir roles que no le competen, quedan espacios vacíos que permiten actitudes discrecionales de parte de los agentes fiscales, y finalmente el descrédito del sistema fiscal en general cunde y desalienta el cumplimiento de los contribuyentes.

En este sentido, el Banco Central de la República Argentina ha desarrollado métodos adecuados, que sin duda mejoraron su posibilidad de control sobre las instituciones financieras, y transparentaron el sistema.

Creo que la AFIP podría capitalizar esta experiencia, como lo ha hecho en el caso del recupero del IVA por parte de los exportadores, pero avanzando en el sistema de control del rol de los contadores públicos, y definiendo la responsabilidad de los mismos.

Los profesionales y los contribuyentes en Argentina, ansiamos vivir y trabajar en una sociedad que cuente con normas estables, reglas claras, y que conjuntamente con una moneda también estable nos permita planificar nuestro futuro. La convivencia social implica un relacionamiento con el Estado, que se realiza desde lo material esencialmente a través del sistema fiscal, y dentro de éste el sistema de recaudación. El órgano de recaudación, para la Argentina AFIP, es un instrumento. No es ni puede ser un fin en sí mismo. Cuando las normas no son estables, o cuando las reglas no son suficientemente claras el órgano de recaudación debe asumir roles que no le competen, quedan espacios vacíos que permiten actitudes discrecionales de parte de los agentes fiscales, y finalmente el descrédito del sistema fiscal en general cunde y desalienta el cumplimiento de los contribuyentes.

El fortalecimiento de la Institución de Recaudación, AFIP, en el marco del fortalecimiento institucional que proclama el actual gobierno, es una necesidad imperiosa, y por todo lo que estuvimos diciendo en el presente trabajo, a nuestro juicio posible.

Se debe invertir en capacitación, en informática y se debe crear un sistema de premios y castigos para los funcionarios de la Administración, que tienda a devolverle el prestigio que alguna vez tuvieron.

Esta también es una condición necesaria para tener un Gobierno CREIBLE.

(\*) BDO es la 5ª organización internacional de servicios profesionales de Auditoría y Consultoría para entes privados y públicos.