

# La crisis de la deuda del sector privado en la Argentina: ¿Un tema tabú?

Colaboración

*Aislada del mundo a partir de la declaración del default y enredada en una negociación con el FMI que por su duración y dureza amenaza con inscribirse en el libro Guinness de los records, la Argentina no es sin embargo un caso único y sin antecedentes, como suele pensarse, y existen, entre los extremos de la negociación, posiciones intermedias y propuestas creativas, avaladas por estudiosos de primer nivel, ex funcionarios y hasta premios Nobel de Economía. De esa variedad de propuestas posibles y del abandono de los tabúes trata esta nota.*

*"Sustainable reform and the resumption of growth require a fair sharing of the burdens of economic restructuring among external participants (short-term creditors, equity holders, and bondholders) and internal participants (shareholders, workers, and taxpayers)" ("Corporate Restructuring and Governance in East Asia", informe del FMI)<sup>1</sup>.*

Una vez más, nos encontramos frente a una nueva encrucijada que puede definir el futuro de la Argentina. Cuando creíamos que ciertas "comodidades" que proveía la "estabilidad" habían llegado para quedarse, la burbuja estalló y, otra vez (¿cuántas ya?), debemos decir que nos encontramos frente a una de las crisis más graves que enfrentó nuestro país (*"por lejos, la más profunda de la posguerra"* en palabras de Horst Köhler, *Managing Director* del FMI)<sup>2</sup>. **El improvisado y desprolijo abandono de la convertibilidad no sólo tuvo graves efectos sobre nuestra vida cotidiana, sino que implicó algo mucho más trascendente: cambió sustancialmente toda la base de nuestra economía, afectando de una u otra manera a la totalidad de los participantes en la vida económica argentina.** Y, por si esto fuera poco, la "pesificación asimétrica" (que mantuvo en dólares algunos créditos fundado sólo en la ley aplicable a los mismos) produjo situaciones de gran iniquidad, no resueltas por la catarata ininteligible de normas destinadas a "ordenar" el desorden creado.

## Fernando Muñoz de Toro

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

## Fabián D'Aiello

Socio, Estudio Muñoz  
de Toro & Muñoz  
de Toro.

1. "Corporate Restructuring and Governance in East Asia", Magdi Iskander (Banco Mundial), Gerald Meyerman (Banco Mundial), Dale F. Gray (FMI) y Sean Hagan (FMI), *Finance & Development*, A quarterly magazine of the IMF, March 1999, Volume 36, Number 1.

2. "The situation in Argentina remains very serious, and it is a country of great concern for us. Argentina's recession is by far its deepest in the post-war period" (Horst Köhler, "Transcript of a Press Briefing on Latin America", September 23, 2002, Washington D.C.).

**La complicada ingeniería de la pesificación asimétrica dejó desamparadas a las empresas con deudas regidas por la ley extranjera (la mayoría), “pesificándose”, en general, sus ingresos y multiplicándose por cuatro su endeudamiento.** En este contexto, y frente a la mega-devaluación sufrida, los créditos tomados por las empresas para financiar su crecimiento durante la “primavera estable” de los '90 se volvieron impagables en los términos pactados, aún para aquellas compañías bien administradas y perfectamente viables. Nos encontramos, entonces, frente a un problema que pone en riesgo a casi la totalidad del aparato productivo nacional (el encargado, en teoría, de generar valor, ingresos y empleos para el país).

Sin embargo, a pesar de la magnitud del problema del endeudamiento de las empresas privadas (cuyo endeudamiento fuera del sistema financiero argentino asciende a aproximadamente U\$S 40 mil millones) y de las graves consecuencias se derivan de su falta de solución, nadie se atreve a hablar en voz alta de esta cuestión. Algunos sueñan con el salvataje del Estado (“seguro de cambio”), mientras el gobierno continúa en la búsqueda de su único objetivo: la firma del remanido acuerdo con el FMI que le permita llegar sin demasiadas tormentas al final de su mandato. Como consecuencia, **el problema de la deuda del sector privado está completamente fuera de la agenda del gobierno**, que sólo ha atinado a armar comisiones de estudio de reformas legislativas que no

resuelven el problema de fondo: cómo resolver la cuestión del *stock* de deuda de las empresas luego de la mega-devaluación sin aumentar brutalmente el costo del capital futuro para el país.

Casi nadie parece ver que, **mientras la carga de una deuda impagable permanezca sobre sus hombros, las empresas privadas no podrán dedicarse nuevamente a producir. Y no habrá así recuperación posible.** Las cifras que surgen de un estudio preparado por el IERAL de Fundación Mediterránea muestran claramente la magnitud de este problema: la relación deuda privada total/exportaciones totales (151% en 2002, cifra que quintuplica la registrada por Malasia durante la crisis de 1997-98) implica

## Cuadro 1

### Deuda privada en relación a las exportaciones

|                         |              |
|-------------------------|--------------|
| <b>Corea (1998)</b>     | <b>59.5</b>  |
| <b>Malasia (1998)</b>   | <b>30.3</b>  |
| <b>México (2002)</b>    | <b>34.1</b>  |
| <b>Brasil (2002)</b>    | <b>161.0</b> |
| <b>Argentina (2002)</b> | <b>151.4</b> |

## Cuadro 2

### Intereses del sector privado no financiero: (1999-2001)

**3,619 millones de dólares / año**  
**1.30% del PIB**  
**8.1% de la Inversión**

una limitación severa para el crecimiento (ver cuadro 1). Hay que sumar a ello que el costo de los intereses pagados por el sector privado (sin contar las amortizaciones de capital incluidas en la mayoría de los acuerdos de reestructuración de las pocas empresas viables que quedan en pie) pasó de representar un 8,1% de la inversión en el período 1999-2001 a un 30,2% luego de la devaluación (ver cuadros 2 y 3). Basta destacar que la Argentina dejó de crecer cuando el costo financiero de la deuda privada superó el 6% de la inversión para entender que, con estas perspectivas, será muy difícil volver a generar crecimiento en nuestra economía (ver cuadro 4).

Es hora de abandonar los tabúes y discutir seriamente alternativas para diseñar un marco jurídico que permita dar un tratamiento más igualitario a todos los participantes en la vida económica argentina provenientes del sector privado frente a las consecuencias del abandono de la convertibilidad, con el objetivo de lograr una distribución más equitativa de los riesgos asumidos, evitando numerosos y extensos procesos de renegociación, cambios de control masivos y un sinnúmero de presentaciones en concurso y quiebras de empresas radicadas en el país, lo cual, además de implicar costos significativos, tendría graves efectos para la sociedad y su aparato productivo, demorando aún más la recuperación

económica. Es hora de encontrar soluciones creativas, que no impliquen un aumento del costo del capital para la Argentina. Es hora de ponerse a pensar.

**La pesificación asimétrica.** Cabe hacer un poco de historia y recordar que, luego de la pesificación de todas las obligaciones dispuesta en febrero de 2002 por el Decreto N° 214/02, el 8 de marzo “apareció” (sin anuncio ni debate previo alguno y con una sorprendentemente escasa repercusión posterior) el Decreto N° 410/02. Esta norma tuvo consecuencias devastadoras para las empresas endeudadas, ya que excluyó de la pesificación, entre otras, a las obligaciones “para cuyo

3. Cabe aclarar al respecto que dicha terminología “para cuyo cumplimiento resulte aplicable” está específicamente diseñada para evitar dudas acerca de la pesificación de los créditos representados en obligaciones negociables con oferta pública en la Argentina. Ello, por cuanto la gran mayoría de las obligaciones negociables están registradas por una doble ley: ley argentina para algunas cuestiones (requisitos para calificar como “obligaciones negociables” y obtener los correspondientes beneficios impositivos, reglas para la celebración de asambleas, acción ejecutiva, etc.) y ley de Nueva York (o Inglaterra) para regir las obligaciones de las partes (incluyendo el “cumplimiento” de la obligación. Si el Decreto N° 410/02 se hubiera referido a obligaciones “sujetas” a ley extranjera, hubiera generado dudas interpretativas respecto de estos casos. La precisa redacción incorporada cumplió el objetivo de dar tranquilidad a los acreedores.

### Cuadro 3

#### Intereses del sector privado no financiero: (2002)

**3,619 millones de dólares / año**  
**3.38% del PIB**  
**30.2% de la Inversión**

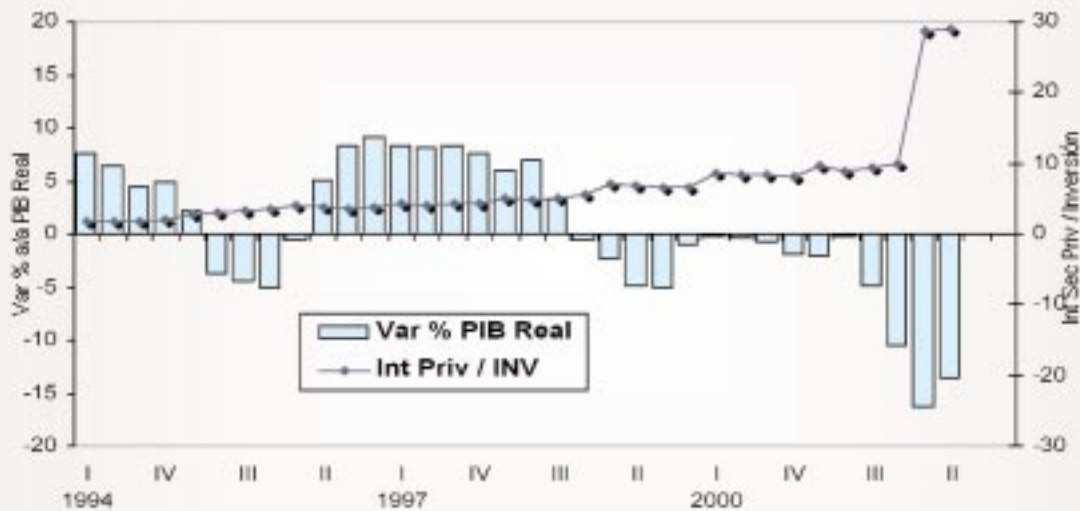
cumplimiento resulte aplicable la ley extranjera” (curiosa terminología que difícilmente haya surgido de la pluma del funcionario de turno)<sup>3</sup>. Recuérdese que, durante los ‘90, en prácticamente todo instrumento financiero (en particular, las obligaciones negociables y los préstamos sindicados) se incluía como cláusula “standard” la legislación de Nueva York o Inglaterra. En tal contexto, el criterio sentado por el Decreto N° 410/02 generó una gran asimetría entre los acreedores, basada exclusivamente en la ley aplicable, y colocó a los acreedores con créditos sujetos a ley extranjera como los únicos jurídicamente no afectados por la crisis argentina, dejando a las empresas radicadas en el país en una situa-

ción de extrema debilidad. Las situaciones generadas por estas normas son por demás complejas: si, por ejemplo, dos personas habían prestado durante el 2001 U\$S 20 millones para el desarrollo de una planta industrial, una mediante un pagaré y la otra mediante un promissory note, hoy la primera puede reclamar \$ 20 millones (más CER), mientras que la segunda reclamará casi \$ 80 millones. Y, si el deudor se concursara, la segunda tendría cuatro veces más votos que la primera. ¿Existe algún justificativo para esta situación? Ni hablar de la situación de las empresas de servicios públicos: sus tarifas fueron pesificadas y congeladas y la mayor parte de sus deudas son en dólares. ¿Cómo se su-

pone que puedan operar? ¿Por qué los derechos de los inversores en activos financieros (los acreedores) son más importantes que los de los inversores en capital? (en situaciones de extraordinaria emergencia, claro está). Casi nadie parece reparar en que estas medidas envían un grave mensaje: en la Argentina es “más seguro” realizar inversiones especulativas que invertir capital y generar empleo, lo cual, en palabras de Anne Krueger, *Deputy Managing Director* del FMI, genera otra forma de riesgo moral, ya que “*distorsiona las decisiones de inversión hacia formas poco deseables para un país*”<sup>4</sup>.

4. “There are ways in which the international economic system can be strengthened, and people are beginning to talk about them. These include the issue of moral hazard, where the problem is that the lenders know, or they believe that they know, that the IMF will be in there with so called bail outs. This means that lending is relatively safer than, for example equity investment or direct foreign investment; it tilts the composition of capital inflows in undesirable ways” (Anne Krueger, “Implications of the Asian Currency Crisis and the Debt Crisis of the 1980s”, 1998 Annual Giblin Lecture, University of Tasmania). Ver también, “Why should the foreign creditors of Argentina take a greater hit/baircut than the domestic ones: On the economic logic, efficiency, fairness and legality of “discriminating” between domestic and foreign debt in sovereign debt restructurings”, Nouriel Roubini, Stern School of Business, New York University, December 14, 2001.

Cuadro 4



nos muestra que estas soluciones no han resultado exitosas<sup>7</sup>. Por otra parte, parecería verdad que las fuertes reacciones del FMI y los mercados internacionales ante cualquier medida adoptada por la Argentina harían presumir que cualquier intento por regular más equitativamente las consecuencias de la mega-devaluación generarían un rechazo absoluto y “sacarían a la Argentina del mundo”. Pero vale repasar las opiniones que el FMI ha vertido al respecto, ya que muchas veces los argentinos tendemos a ser “más papistas que el Papa”.

**La posición del FMI.** El *“debt overhang”* demora la recuperación de la actividad económica. *“El alto nivel de endeudamiento corporativo está impidiendo la recuperación económica [...] La onerosidad de los servicios de la deuda está amenazando la solvencia de muchas compañías [...]. Y, lo que es peor, el peso de la deuda impaga (el “debt overhang”) se perpetúa a sí mismo en el tiempo: las compañías no pueden mejorar su “leverage” mediante la retención de ganancias o la emisión de capital a raíz de la recesión, pero la recesión se prolonga debido al alto nivel*

*de endeudamiento de las mismas”*<sup>8</sup>. Estas frases no provienen de fuentes que abogan por decisiones drásticas que impliquen patear el tablero de la comunidad internacional. Son citas de un trabajo publicado por escrito por Mark R. Stone en octubre de 1998 (“Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons from International Experience”) bajo el auspicio del propio FMI, e incluido como *“IMF Paper on Policy and Assessment”* en el sitio de Internet del Fondo. En este interesante artículo, Stone analiza las lecciones extraídas por FMI de las distintas formas de solución de las crisis de deuda corporativa en diversos países. Y, tal como surge de la cita anterior, refleja una importante conclusión del FMI al abordar el problema de la deuda corporativa: **el “debt overhang” demora la recuperación de la actividad económica** (tal como puede concluirse de proyectar la información que surge de los cuadros incluidos más arriba).

Aceptado este punto, parece indudable que el problema de la deuda del sector privado debe solucionarse con la mayor premura y eficiencia posible, ya que, de otra forma, no se logrará

una rápida recuperación de la economía. Pero, ¿cómo lograrlo?

Intervención del Estado vs. fuerzas del mercado. El Fondo manifiesta que hay dos caminos: la reestructuración liderada por el Estado o la reestructuración librada sólo al sector privado, resuelta exclusivamente en términos “de mercado”. Y reconoce que el primer enfoque genera un alto costo fiscal y problemas de “riesgo moral”, pero soluciona más rápidamente el problema de la deuda, mientras que la reestructuración liderada por las fuerzas del mercado *“es más prolongada y, consecuentemente, resulta más apropiada cuando los mercados operan eficientemente y el problema de la deuda corporativa es limitado”*<sup>9</sup>. ¿Alguien puede decir que esta es la situación imperante en la Argentina? No. ¿Y entonces? *“Normalmente el gobierno toma una posición prescindente y las reestructuraciones de deuda son manejadas por los bancos o grupos de bancos caso por caso. La intervención del Estado no es necesaria porque el número de empresas en problemas es pequeño y su importancia macroeconómica es limitada [...] Por el contrario, un marco integral pa-*

7. “Although the link between corporate restructuring techniques and financial sector restructuring is reasonably straightforward, too little operational restructuring has occurred, and East Asia’s corporate and financial sectors have yet to recover from the crisis. The failure to shed marginal businesses and resolve unsustainable debt has left corporations, banks, and national economies less competitive, less able to respond to real growth opportunities, and vulnerable to future shocks” (“Corporate restructuring in East Asia: Promoting best practices”, William Mako, *Finance & Development*, A quarterly magazine of the IMF, March 2001, Volume 38, Number 1).

8. “The high level of corporate debt is inhibiting recovery in east Asia through several channels. Onerous debt servicing costs are threatening the solvency of many corporations. Credit to small enterprises is being crowded out by banks that feel obliged to roll over loans to large heavily indebted borrowers. The adverse effect of an increase in interest rates on highly leveraged corporate balance sheets is limiting the scope for monetary policy. Moreover, the debt overhang is self-perpetuating: corporations are unable to deleverage by retaining earnings or issuing equity because of recession, but recession is being prolonged by the high level of debt” (Stone, artículo antes citado).

9. “The tradeoffs between public or private sector-led restructuring hinge on the systemic consequences of the debt overhang and market efficiency. Public sector-led restructuring entails high fiscal costs and raises potential moral hazard problems, but should eliminate the debt overhang more quickly, which is of greater concern when corporate debt problems are delaying economic recovery. Alternatively, private sector-led restructuring has the advantage that the outcome is determined by market forces, but this approach is more prolonged, and therefore is more appropriate when markets operate efficiently and corporate debt problems are limited” (Stone, artículo antes citado).

10. “Normally, the government takes a hands off approach and debt workouts are handled by banks or bank groups on a case-by-case basis. Government intervention is not needed because the number of troubled corporations is small and their macroeconomic importance is limited, financial information is sound, and banks and corporations have incentives to restructure debt—including the threat of bankruptcy [...]. In contrast, a comprehensive debt restructuring framework involving the government is needed when corporate debt problems are widespread or have macroeconomic consequences, market failures inhibit the debt restructuring process, and banks are short of the capital and expertise needed to workout debt on a large scale. In addition, extensive financial reform is needed in these circumstances because bank and corporate balance sheets are intertwined, and banks usually play a large role in restructuring owing to the unique information they have about their corporate customers (Fries and Lane, 1994). Further, a workable bankruptcy law is essential in order to give debtors an incentive to cooperate” (Stone, artículo antes citado).

*ra la reestructuración de deudas que involucre al gobierno es necesario cuando los problemas de deuda corporativa son generalizados o tienen consecuencias macroeconómicas [...]”<sup>10</sup>.*

La postura del FMI podría resumirse de la siguiente forma: la intervención del Estado en la solución de los problemas de deuda corporativa no es necesaria cuando el problema es limitado, pero sí cuando la crisis es generalizada y tiene efectos sobre la economía del país. Ahora bien, ¿significa esto que el Estado debe implementar un salvataje generalizado de empresas en problemas? No necesariamente.

El Estado como “mediador”. *“El Estado debe mediar entre las empresas y los bancos o entre los bancos entre sí cuando hay fallas en los mecanismos de mercado u otros factores que evitan que los bancos puedan liderar el proceso de reestructuración en forma eficiente. Esos factores incluyen la falta de cooperación, la existencia de un excesivo poder de negociación en una de las partes (acreedores o deudores) o la falta de incentivos para que bancos o empresas reestructuren las deudas [...]. Tales impedimentos pueden prolongar o incluso impedir las reestructuraciones, resultando en costos excesivos y aún en una innecesaria liquidación de empresas”<sup>11</sup>.*

¿Y cómo puede “mediar” el Estado? Una forma sería a través de la creación de un procedimiento de mediación (y de los organismos que intervenirían en el mismo), al estilo del “*London Approach*” (según se describe más adelante). Tales mecanismos, si bien pueden ser un aporte útil a nuestra legislación, no resuelven el problema que actualmente aqueja a nuestra economía: la necesidad de resolver rápidamente el problema del *stock* de deuda post-devaluación (ya volveremos sobre este punto). Sin embargo, hay otra forma de “mediación” del Estado que permitiría brindar una solución “de mercado”, pero eficiente: el establecimiento de reglas de juego claras y **equitativas** que permitan nivelar la relación de fuerzas entre acreedores y deudores y los incentiven a llegar rápidamente a un acuerdo extrajudicial que posibilite una reestructuración ordenada de las deudas. Es decir, el dictado de normas claras de aplicación general que protejan el interés general (incluyendo incentivos fiscales, regulatorios y/o contables para acreedores y deudores que reestructuren sus deudas extrajudicialmente). Ni más ni menos que la función básica del Estado, dentro de la cual deben moverse las fuerzas de mercado. **Y cuya necesidad ha sido reconocida por el mismo FMI<sup>12</sup>.**

El problema de los incentivos. Cualquier solución “de mercado” al problema de la deuda (incluyendo las que se den dentro de un marco normativo claro y equitativo provisto por el gobierno) requiere que tanto deudores como acreedores tengan incentivos suficientes para sentarse a negociar en forma constructiva. Si bien esta necesidad de incentivos para ambas partes ha sido expresamente reconocida por el Fondo<sup>13</sup>, muchas veces parece concentrarse exclusivamente en las medidas que empujen a los deudores a negociar (por ejemplo, la existencia de una ley de quiebras efectiva). Esta visión, que trasunta el borrador de carta de intención que el FMI estaría negociando con la Argentina (según se analiza más adelante), puede tener su origen en la experiencia del fondo en varios países del sudeste asiático en los que la combinación de reglas poco claras y tribunales impredecibles hacía prácticamente imposible para un acreedor recurrir a los mecanismos habituales de quiebra para hacer valer sus derechos frente a los deudores.

En la Argentina, por el contrario, la ley de quiebras protege adecuadamente los derechos de los acreedores (en forma más fuerte aún que en la legislación de los Estados Unidos), por lo que la amenaza de la quiebra es un incentivo importante para que los

11. “Government mediation between corporations and banks or between banks is warranted if there are market failures or other factors that inhibit banks from effectively leading debt restructuring. Such factors include a lack of cooperation, excessive negotiating power by either debtors or creditors, or a lack of incentives for banks or corporations to workout debt usually arising from poor supervision and bad governance. These factors can throw up obstructions to the close coordination needed for effective restructuring, including the sharing of information between banks, formation of a common strategy, and the provision of new credit during the negotiation process. Such obstructions can prolong or even preclude debt restructuring, resulting in excessive costs and even the unnecessary liquidation of debtors” (Stone, artículo antes citado).

12. “The challenge for policymakers is to undertake comprehensive reform that maintains pressure on all parties in a way that promotes equitable burden sharing among borrowers, equity holders, the government, and external creditors; restores credit to viable enterprises and confidence in the financial system; and leads to a competitive corporate and financial system that minimizes the chances of recurrence of a crisis” (“Corporate Restructuring and Governance in East Asia”, artículo del FMI antes citado).

13. “We recognize that the market-based strategy can only succeed if the incentive structure drives both debtors and creditors to accelerated negotiation and resolution. Thus, it remains crucial to strengthen bankruptcy legislation and to reform judicial foreclosure proceedings and secured lending legislation as much as possible” (Carta de intención suscripta entre el FMI y Tailandia el 25 de agosto de 1998).

deudores se sienten a negociar alternativas que permitan reducir la carga de la deuda y restituir el crédito para las empresas viables. Seguramente se necesiten incentivos adicionales que eviten abusos de algún deudor frente a disposiciones tendientes a equilibrar la carga de la crisis (medidas impositivas, regulatorias, contables), pero el riesgo de perder la empresa como resultado de un concurso manejado por los acreedores no resulta un incentivo menor (máxime, luego de las modificaciones introducidas al procedimiento de “cram down” a principios de este año).

Pero el problema también se encuentra muchas veces del otro lado de la mesa de negociaciones. La pesificación asimétrica dejó a los acreedores con créditos sujetos a ley extranjera en una situación de tanto poderío frente a sus deudores que, en empresas viables, cuyo valor patrimonial sea superior a su deuda, no aceptan negociar condiciones razonables para el repago de la misma, ni asumir adecuación alguna de sus derechos a la situación actual. En tales casos, no existe una voluntad de reconocer las pérdidas lógicas derivadas de la crisis, como el propio FMI requiere cuando plantea la necesidad de evitar las denominadas “reestructura-

ciones cosméticas”<sup>14</sup>. En la Argentina, a diferencia de lo que ocurrió en Asia en 1997, deben encontrarse incentivos para que los acreedores acepten la reestructuración razonable de sus créditos contra empresas viables y atractivas (que son las que, en definitiva, deberán liderar la recuperación de la economía). Y este es el tema del que nadie parece dispuesto a hablar (aún cuando el propio FMI ha reconocido su importancia)<sup>15</sup>.

Obviamente, en caso que, como hasta ahora, el gobierno no haga nada para equilibrar los derechos de deudores, acreedores sujetos a ley argentina y acreedores sujetos a ley extranjera, existen para las empresas numerosas defensas para enfrentar un reclamo desmedido de estos últimos. La mayoría de los deudores podrán requerir un reajuste equitativo de sus obligaciones con fundamento en defensas tales como la teoría de la imprevisión, el abuso de derecho, la lesión enorme, la excepción de orden público y otras defensas de equidad. Todas soluciones “de mercado”, ya que, cabe destacar, todas estas defensas existían en la Argentina a la fecha de otorgamiento de los préstamos en cuestión y eran perfectamente conocidas por los acreedores. En efecto, prácticamente toda opinión

legal que los abogados de los deudores emitieron en favor de los acreedores (así como las consideraciones de inversión incluidas en los prospectos de emisión de títulos) describía la existencia de tales “riesgos”. La propia Ley N° 25.561 de Emergencia Pública reconocía la necesidad de “*compartir de modo equitativo los efectos de la modificación de la relación de cambio*”. Sin embargo, la utilización de estas defensas, si bien pueden resultar útiles para algunas empresas, no solucionan el problema integral que afecta a la Argentina. Se darán caso por caso y su resolución llevará años (los tiempos de la justicia argentina), durante los cuales seguirá (o se agravará) el estancamiento actual. En otras palabras, parece claro que, en la instancia judicial, es muy difícil que un acreedor, cualquier sea la ley aplicable al crédito, pueda cobrar el 100% del mismo, dólar por dólar.

### **La “obsesión” del gobierno: La carta de intención con el FMI.**

Ajeno a la necesidad de resolver urgentemente el problema de la deuda del sector, el gobierno tiene como única meta la firma de la carta de intención con el FMI. Es este un objetivo por demás entendible, que hace a su propia estabilidad y supervivencia. Pero no es (ni tendría

14. El FMI ha destacado la importancia de evitar las denominadas “reestructuraciones cosméticas”, en las que los acreedores posponen el reconocimiento de las pérdidas prorrogando los vencimientos de la deuda y otorgando períodos de gracia, aún cuando el deudor será incapaz de cumplir con los pagos requeridos al vencimiento de tales prórrogas. “Cosmetic restructuring essentially postpones the recognition of losses and can take many forms. Most common is the deferral or required debt service payment by granting extended grace periods but where the debtors is unlikely to be able to able the payments. Another is to remove the weak asset from bank's books, while retaining the ultimate credit risk (by, for example, selling debts to bank-owned or bank-funded affiliates like so-called “bad bank”). A third common form is the transfer of debts to government-owned asset management companies “with recourse,” where the originating bank retains some or full responsibility for losses. Conversion of debt into equity carried at inflated values is a fourth common form. Finally, it is not uncommon for bank managers to engage in reciprocal transactions with managers of other bank for the purpose of postponing the recognition of losses” (David Scott, “A Practical Guide to Managing Systemic Financial Crises: A Review of Approaches Taken in Indonesia, the Republic of Korea, an Thailand”, May 2002, publicado en el sitio de Internet del Banco Mundial).

15. “Perverse incentives and inequitable burden sharing can result if obligations to short-term external creditors are met and losses are concentrated on the government, labor, and, ultimately, the taxpayers” (“Corporate Restructuring and Governance in East Asia”, artículo del FMI antes citado).



por qué ser) incompatible con la adopción de las medidas necesarias para poner al aparato productivo del país nuevamente a producir.

Lamentablemente, el borrador de carta de intención que trascendió en los medios sólo se refiere a esta cuestión desde la perspectiva de los acreedores y con la protección del sistema bancario como objetivo primordial. Así, el Capítulo V (*“Corporate Restructuring and Legal Reform”*), luego de recordar las medidas adoptadas por el gobierno para fortalecer la confianza de los inversores (tales como la derogación de las “problemáticas” modificaciones introducidas a la ley de quiebras en febrero), destaca que el proceso de reestructuración de la deuda privada es crucial *“para la salud del sistema bancario y la recuperación de un crecimiento económico sostenido”*. Esta línea constituye una preocupante exposición de principios. ¿La principal razón para impulsar la reestructuración de las deudas corporativas es el fortalecimiento del sistema financiero? ¿No debería ser su objetivo principal la rehabilitación del aparato productivo que impulse el crecimiento económico y aumente la oferta de empleo? Además, se omite mencionar un objetivo que, según lo ha expresado el propio FMI en la carta de intención suscripta con Tailandia el 25 de agosto de 1998, resulta fundamental para restablecer el crecimiento sostenido de la economía: **reducir la carga de la deuda del sector privado**<sup>16</sup>.

Al menos, los restantes puntos del referido Capítulo expresan un compromiso del gobierno de encomendar a la Secretaría de Finanzas la evaluación de factibilidad de establecer un programa que facilite y motive las reestructuraciones extrajudiciales, incluyendo el diseño de las modificaciones legislativas que puedan ser necesarias para incentivar dichos acuerdos y el análisis del rol del gobierno, “si lo hubiera”, en este proceso. Es de esperar que, como dijimos anteriormente, los incentivos que se implementen tengan en cuenta el actual desbalanceo del poder de negociación en la Argentina y motiven a ambas partes a negociar constructivamente. Sin embargo, la propia carta revela que la intención del Fondo (basado erróneamente en sus experiencias en Asia) al indicar que el éxito de este programa de reestructuración depende de la fortaleza de la ley de quiebras como “amenaza” para el deudor y que aún faltan modificaciones en tal sentido. Una vez más, mira a un sólo lado de la mesa. Es de esperar que nuestro gobierno sea quien equilibre la balanza. ¿Podrá?

**El proyecto del gobierno: cambiar para no cambiar (o la verdad acerca del London Approach).** En línea con lo expuesto en la carta de intención con el FMI y con las propuestas auspiciadas por el Banco Mundial, una comisión creada por el Ministerio de Justicia se encuentra trabajando en

la redacción de diversos anteproyectos de reforma de la Ley N° 24.522 de Concursos y Quiebras y de creación de nuevas normas que permitan mejorar las disposiciones que actualmente regulan los acuerdos preventivos extrajudiciales e introducir en nuestra legislación un procedimiento integral de reestructuración de deudas empresarias y pequeños concursos.

Escapa al objeto de este artículo comentar en detalle dichos trabajos. De todas formas, no podríamos hacerlo, ya que, simplemente, no se conocen (“oficialmente”) en detalle. La Argentina continúa cometiendo el error de legislar en temas de importancia sin abrir el debate a los principales estudios y a la comunidad jurídica, económica, financiera y contable (como sí ocurre, por ejemplo, en los Estados Unidos). Sin embargo, vale la pena destacar que, más allá de las bondades o defectos que finalmente tenga el proyecto, resulta saludable que se mejoren las normas que hacen al acuerdo preventivo extrajudicial y a los pequeños concursos. También, como ya dijimos, resulta útil contar con un mecanismo de reestructuración extrajudicial de pasivos empresarios y contar con normas que posibiliten evitar los abusos de acreedores minoritarios (los llamados *“bold-outs”*) que se opongan a los acuerdos que acepte la mayoría con la esperanza de ser “recomprados” para evitar molestias. Pero esto NO ayudará a solucionar la crisis

16. La propia carta de intención suscripta entre el FMI y Tailandia el 25 de agosto de 1998 expresa que *“Corporate debt restructuring is closely intertwined with financial restructuring. Both are essential to reestablish normal market relations, allow the resumption of credit flows, and support a recovery of the private sector. A key focus is to reduce the debt burden of the corporate sector which has risen sharply. Thus, restructuring of corporate debt is a key focus of the strategy, essential for Thailand to restore sustained growth over the medium term”*.

de stock de deuda derivada de la devaluación, ya que, sin normas que “castiguen” a deudores y acreedores por su falta de voluntad negociadora, no ayudará a encontrar soluciones equitativas que distribuyan adecuadamente el peso de la deuda. ¿Por qué el acreedor de una empresa viable y atractiva va a aceptar participar de las consecuencias del “final de la fiesta” en la Argentina si, con la legislación actual, podría quedarse con la empresa que no le pague el 100% de sus acreencias en dólares?

El FMI y el Banco Mundial propician estas soluciones en la línea del “London Approach” (actual panacea de muchos) porque favorecen claramente la posición de los acreedores (es decir, no cambian nada). Y el propio Fondo lo reconoce: *“La principal fortaleza del London Approach radica en su adaptabilidad. Desde ya, debe tomarse en cuenta que la aplicación del London Approach a la reestructuración de deudas en el Reino Unido se ve facilitada por un contexto regulatorio favorable y por la estabilidad macroeconómica, por el escaso rol de acreedores extranjeros y, fundamentalmente, por la escasez e insignificancia de las reestructuraciones*

*de deuda privada. En tal contexto, el London Approach, apoyado en la sólida reputación y objetividad del Banco de Inglaterra, resultó exitoso”*<sup>17</sup>. Es un sistema útil, pero no resuelve los problemas que nos preocupan. Confundir esto y creer que la solución pasa por implementar estos mecanismos sería, una vez más, cambiar para no cambiar nada<sup>18</sup>.

### **Algunas alternativas propuestas.**

Un callejón sin salida. La carta de intención con el FMI también expresa que el gobierno no proveerá recursos fiscales para subsidiar el pago de la deuda corporativa o establecer un seguro de cambio. En definitiva, la carta pone a la Argentina en una encrucijada de difícil resolución: se pretende que la Argentina no siga el camino de un solución ex-ante de aplicación general, como lo hicieron Estados Unidos en 1933 y México en 1982 (en ambos casos, con la bendición de los tribunales, según se describe más adelante), sino las variantes implementadas en Asia en 1997, **pero con una “sutil” variante: sin grandes aportes de los organismos multilaterales ni medidas que generen costo fiscal.** Es decir, un callejón sin salida para las

empresas argentinas y, en consecuencia, para nuestra economía. Como ya indicamos, resulta entendible que un Estado “quebrado” como el argentino no destine sus escasos recursos a un salvataje generalizado de empresas. Pero no es lógico que se deje a las empresas libradas a su suerte en el contexto de una crisis de semejante magnitud. Hay que encontrar una salida creativa, que resulte equitativa para acreedores, deudores, accionistas, empleados, usuarios, proveedores, etc., y que se adapte a la realidad argentina. En palabras del Fondo: *“El objetivo de la reestructuración de deuda es lograr en forma ordenada y oportuna una transformación y reducción de la deuda con la finalidad de mejorar la rentabilidad, reducir el “leverage” y restablecer el crédito para las empresas viables. A fin de dar a acreedores y deudores incentivos para que reestructuren las deudas en línea con dicho objetivo, el enfoque específico de la reestructuración debe ser diseñado a medida de las circunstancias económicas, institucionales y políticas vigentes”*<sup>19</sup>.

La emergencia en el “mundo civilizado”. Si bien han pasado muchos años y las circunstancias y protago-

17. “Adaptability is the strength of the London Approach. Of course, it should be kept in mind that application of the London Approach to corporate debt restructuring in the UK is facilitated by the favourable regulatory environment and macroeconomic stability, the negligible role of foreign creditors, and most important the infrequency and small scale of corporate debt restructuring. In this setting, the London Approach, supported by the sound reputation and objectivity of the Bank of England, has proved successful” (Stone, artículo antes citado).

18. Para un estudio más detallado del “London Approach” ver “Corporate workouts, the London Approach and financial stability”, Peter Brierley y Gertjan Vlieghe, *Financial Stability Review*, November 1999; “Corporate workouts – A UK perspective”, Pen Kent (ex Director Ejecutivo del Banco de Inglaterra), *International Insolvency Review*, 1997; y “Norms in private insolvency procedures: The “London Approach” to the resolution of financial distress”, John Armour y Simon Deakin, *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 173, September 2000*.

19. “The goal of corporate debt restructuring is the timely and orderly transformation and reduction of debt with a view to enhancing profitability, reducing leverage, and restoring credit to viable enterprises. To give creditors and debtors incentives to restructure debt in accordance with this goal, the specific approach toward debt restructuring must be tailored to the economic, institutional, and political circumstances at hand” (Stone, artículo antes citado).

nistas son diferentes, la discusión jurídica que se planteó a partir de las medidas adoptadas por Roosevelt en 1933 cuando los Estados Unidos abandonaron el patrón oro merece tomarse en cuenta para comprender cómo el “mundo civilizado” actúa en situaciones de emergencia económica y social. Luego de la “Gran Depresión”, y de la adopción de diversas medidas de emergencia (como la suspensión en 1932 de ejecuciones hipotecarias por varios estados<sup>20</sup>, el recientemente asumido gobierno de Franklin D. Roosevelt remitió al Congreso (e hizo aprobar) un proyecto que declaró que las cláusulas que otorgaban al acreedor el derecho a requerir el pago de una deuda en oro eran contrarias al orden público y podían cancelarse en dólares billete a una relación de 1 a 1. Seis meses después, Roosevelt devaluó el dólar un 69% respecto del oro. El profesor Kenneth Dam, actual nú-

mero 2 del Tesoro americano, destaca que el propósito más importante de la Joint Resolution dictada por el Congreso fue brindar protección a los deudores privados y darles certeza respecto de su situación legal frente a las obligaciones con cláusulas oro, impidiendo que los acreedores pudieran ejecutarlas cuando se devaluara el dólar<sup>21</sup>.

Dichas medidas fueron posteriormente avaladas por la Corte Suprema de los Estados Unidos liderada por Charles Hughes, tanto para acreedores locales como extranjeros<sup>22</sup>. Tal como destaca Kenneth Dam, la Corte fundó su decisión en argumentos jurídicos como fácticos. En el plano jurídico, fundó su decisión en las facultades del Congreso para determinar la política monetaria y fijar el valor de la moneda, sosteniéndose que, en consecuencia, cualquier convención entre partes privadas que interfiriera con

dichas facultades podía ser invalidada, independientemente de que se tratara de acreedores domésticos o extranjeros<sup>23</sup>. Desde el punto de vista fáctico (o económico), la Corte sostuvo que (i) la devaluación había producido un gran descabro en la economía doméstica<sup>24</sup>, (ii) las cláusulas oro no sólo eran injustas para los deudores, sino que además importaban un beneficio injustificado (*windfall gain*) para los acreedores, y (iii) la magnitud de la devaluación había sido particularmente inusual<sup>25</sup>. Sorprendentemente (o no tanto), la decisión de la Corte fue bien recibida en Wall Street (ver figura 1 y 2)<sup>26</sup>.

Un criterio similar fue sostenido por los tribunales de los Estados Unidos durante la crisis de México de 1982, en la que se decidió que la devolución en pesos de plazos fijos constituidos en dólares a una tasa que implicaba una quita del 50%

20. Convalidada por la Corte Suprema de los Estados Unidos en 1934, en el caso *Home Building & Loan Association v. Blaisdell*, 290 U.S. 398 (1934).

21. “This Joint Resolution provided that “every provision [...] with respect to any obligation which purports to give the obligee a right to require payment in gold or a particular kind of coin or currency [...] is [...] against public policy” and that all past or future obligations, “whether or not any such provision is contained therein [...] shall be discharged upon payment, dollar for dollar; in any coin or currency which at the time of payment is legal tender.” One purpose, and in retrospect the most important purpose, was to give “private debtors with gold clause obligations [...] protection and a prompt and clear definition of their legal position” -- in short, to assure that creditors would not be able to enforce gold clauses when the dollar was devalued” (Kenneth Dam, “From the Gold Clause Cases to the Gold Commission: A Half Century of American Monetary Law”, *University of Chicago Law Review*, Spring 1983, 50 U. Chi. L. Rev. 504).

22. “The bonds, originally sold in this country to a group of bankers, were offered by that group not only in this country, but also abroad, and [...] the present holders are foreign corporations, some of whose bonds were bought in foreign countries. These distinctions do not remove foreign holders from the operation of the Joint Resolution of June 5, 1933 [...] [The plaintiffs] seek to enforce that obligation in this country and Congress has, as it constitutionally may, provided that multiple currency provisions of dollar obligations are against public policy here and, thus, unenforceable. Courts in this country, State and Federal, can no longer enforce the contractual provisions which respondents have proceeded on, irrespective of their place of making”. (U.S. Supreme Court, *Bethlehem Steel Co. v. Zurich General Accident & Liability Ins.*, 307 U.S. 265, 1939).

23. “The reasoning was straightforward. Congress had broad power over the value of money [...] derived not merely from the coinage power expressly granted in the Constitution, but from the aggregate of the powers granted to the Congress. [...] In execution of those powers Congress had the power of “frustrating the expected performance of contracts,” and such an impact on private contractual relations did not constitute a taking under the fifth amendment. [...] Since, under the circumstances prevailing in 1933, gold clauses constituted an “actual interference” with its broad monetary powers, Congress had the power to invalidate such clauses” (Kenneth Dam, artículo antes citado).

24. El U.S. Attorney General declaró a *The New York Times* el 10 de enero de 1935 (mientras la Corte analizaba los casos) que “a decision adverse to the government would reduce the balance in the Treasury by \$2,500,000,000 and would increase the public and private debt of the nation by more than \$69,000,000,000, of which \$17,000,000,000 is Federal”.

25. “The devaluation of the dollar placed the domestic economy upon a new basis. [...] It requires no acute analysis or profound economic inquiry to disclose the dislocation of the domestic economy which would be caused by such a disparity of conditions in which those debtors under gold clauses should be required to pay \$1.69 in currency while respectively receiving their taxes, rates, charges, and prices on the basis of \$1 of that currency” (U.S. Supreme Court, *U.S. v. Bankers' Trust Co.*, 294 U.S. 240, 1935).

26. “The financial community received the news of the Supreme Court decision in the gold clause cases with unmixed relief that the long-drawn suspense which acted as a drag on market activity and put a damper upon business was at last over [...]. Frank A. Vanderlip, former president of the National City Bank, declared that the Supreme Court had avoided chaos and had [...] afforded great relief to the country [...]. He said that the business world was to be considered fortunate in the outcome of the gold clause cases” (*The New York Times*, 19 de febrero de 1935).

Figura 1.



no resultaba un acto confiscatorio y, por ende, constituía un “acto de estado” del gobierno mexicano no justiciable en los Estados Unidos, estableciéndose que “las cortes de este país no deben funcionar como una compañía de seguros de depósitos internacionales, arrastrando ante nosotros a países soberanos cuando así lo deseen los inversores descontentos. [Los actores] eligieron

adquirir tanto certificados de depósito en pesos como en dólares debido a los extraordinarios rendimientos que se estaban obteniendo. Las acciones del gobierno mexicano y las pérdidas ocasionadas se encontraban comprendidas dentro de los riesgos previsibles asociados con dichos rendimientos potencialmente extraordinarios”<sup>27</sup>.

Algunas propuestas creativas. Los “polémicos” profesores Marcus Miller y Joseph Stiglitz propusieron en 1999 una solución novedosa: la implementación de un mecanismo de quitas preestablecidas en caso de mega-devaluaciones (un “Super-Chapter 11”), a fin de evitar afectar el nivel de producción y las quiebras o cambios de control masivos<sup>28</sup>. Dichos profesores se pregun-

27. West v. Multibanco Comermex, S.A., 807 F. 2d 820 9th Cir. 1987.

28. Dicen los autores: “[...] Dare a country like Indonesia, hit by a major devaluation which has trebled the price of a dollar in local currency, abrogate creditors’ rights? We [draw] our attention to an important precedent: that of the U.S. in the Great Depression. When the U.S. left the Gold Standard in 1933, Congress passed a Joint Resolution nullifying gold clauses in both private and public debt contracts. If the clauses had been enforced, the debt burden of borrowers would have increased by 69%, the rise in the dollar price of gold. Although this resolution was challenged in the courts, it was upheld by the Supreme Court [...]. Confirmation of the debt relief lead to higher prices for corporate bonds as the benefits of eliminating debt overhang and avoiding bankruptcy for private firms more than offset the loss to creditors of some chance of trying to recover an additional 69% [...]”. Y agregan: “[...] Even a well-managed firm could easily go bankrupt simply because it failed to plan for an 80% devaluation. [...] In theory and in recent experience, it appears that asset sales by credit-constrained firms in response to devaluation could greatly amplify its effects and lead to wholesale collapse of leveraged firms [...]” (“Bankruptcy Protection Against Macroeconomic Shocks: the case for a Super Chapter 11”, Marcus Miller y Joseph Stiglitz (última actualización, diciembre de 1999).

29. “When the U.S. went off the gold standard and devalued the dollar with respect to gold, the government declared that the courts would no longer enforce gold indexation clauses that were contained in virtually all long-term private and public debt contracts. If the gold clauses had been enforced, the debt burden of borrowers would have increased by the extent of the devaluation, which was 69 percent. I examine asset price responses to the Supreme Court’s decision to uphold this effective debt forgiveness. Equity prices rise, but more surprisingly, the debt relief also leads to higher prices for corporate bonds (all of which contained gold clauses) [...]. These responses suggest that the benefits of eliminating debt overhang and avoiding bankruptcy for private firms more than offset the loss to creditors of some chance of trying to recover the additional 69 percent [...]. The results suggest that in these circumstances it is indeed better to forgive than to receive. [...]. If the costs of distress are sufficiently high, a partial debt forgiveness, which helps to avoid the costly bankruptcy state and mitigates investment distortions of debt overhang, can increase the expected payments to the bond holders while also making the equity holders better off” (Randall Kroszner, “Is it Better to Forgive than to Receive? Repudiation of the Gold Indexation Clause in Long-Term Debt During the Great Depression, University of Chicago”, November 1999).

30. “Admittedly, the fact that much private debt in Argentina is indexed to the dollar means that a peso devaluation might create financial problems. But as **Ricardo Hausmann, former chief economist of the Inter-American Development Bank** (and a strong advocate of sound money), has pointed out, there is an answer. Simply issue a decree canceling the indexation. It’s a radical solution, but the situation is desperate, and there is precedent: it’s more or less what Roosevelt did in 1933. And some investment bankers have privately supported such a plan for months” (Paul Krugman, “A Cross of Dollars”, The New York Times, November 7, 2001).

*Figura 2.*

tan si un país que sufre una mega-devaluación tiene fundamentos para afectar en alguna forma los derechos de los acreedores. Y acuden para la respuesta a un precedente: la ya descrita salida del patrón oro por parte de los Estados Unidos en 1933.

Asimismo, otros economistas de prestigio han destacado los beneficios que para la economía pueden derivarse de la adopción de soluciones ex-ante a los problemas emergentes de crisis sistémicas. Así, por ejemplo,

en un trabajo publicado en noviembre de 1999, Randall Kroszner (actual miembro del Comité de Asesores Económicos de Bush) sostiene que la decisión de la Corte Suprema de Estados Unidos de convalidar la anulación de las cláusulas oro fue beneficiosa para los mercados, impulsando el valor de las acciones y de los bonos corporativos al eliminar el riesgo de quiebras masivas. Y concluye que, en casos de crisis semejantes “es mejor perdonar que recibir”<sup>29</sup>. También Paul Krugman, profesor de la

Universidad de Princeton y columnista de The New York Times, predijo en noviembre de 2001 que la Argentina debía abandonar la convertibilidad y derogar las cláusulas de indexación por dólar, igual que hizo Estados Unidos en 1933 y tal como lo sugería Ricardo Hausmann, ex-economista en jefe del BID, propuesta también apoyada por Nouriel Roubini (profesor de la New York University y asesor del U.S. Treasury Department, 2000/2001) en caso de mega-devaluaciones<sup>30</sup>.

### Conclusiones: una convocatoria a pensar.

Desde ya, en una economía global como la actual, transcurridos tantos meses desde la devaluación y en el contexto de las duras negociaciones con el FMI, entendemos que una solución general con vigencia territorial como la implementada por Roosevelt podría ser cuestionada por la comunidad internacional. Pero tanto las opiniones antes citadas como diversos estudios realizados respecto de la Argentina demuestran que la adopción de soluciones ex-ante permite una más rápida recuperación de la economía, con un menor costo (punto en el que, como ya vimos, coincide hasta el FMI). Y, además, se apartan de las dos posturas extremas predominantes (Estado prescindente vs. Estado salvador), brindando soluciones “de mercado” que permitan poner el aparato productivo argentino nuevamente en funcionamiento.

Puede ser que una “tercera posición” en línea con lo antes descripto pueda orientarnos hacia

un mejor rumbo. Porque no es lógico pretender que el Estado asista como un mero observador a la crisis de todo el sistema productivo. Ni tampoco pedirle que se haga cargo de la totalidad de las deudas privadas, distribuyendo su carga entre todos los argentinos. Pero sí puede reclamársele al Estado que cumpla con su rol principal: brindar un marco normativo claro y equitativo que permita a las partes privadas negociar en un plano de menor desigualdad, compartiendo los riesgos asumidos. Ni más, ni menos. Es hora de poner este tema en la agenda. Es hora de ponernos a pensar soluciones creativas, “de mercado”, pero que reconozcan la necesidad de que todos participen equitativamente de los efectos de la crisis, para así lograr una solución rápida de la crisis que ponga el aparato productivo otra vez en movimiento, sin aumentar el costo o aniquilar el financiamiento futuro. Es hora de tomar el toro por las astas. No habrá otra forma de reactivar en el corto plazo la economía y ponernos a mirar para adelante.

*"The argument for an ex-ante solution is compelling: if a real devaluation will lead to the widespread bankruptcy of private agents [...] then the real resource costs of restructuring, reduction of debts and liquidation of assets may be massive leading to a severe credit crunch and a sharper fall in output than socially necessary or desirable. Since these are real resource and output costs that can be and should be avoided, it is better to deal with them ex-ante by reducing the real value of dollar debts than ex-post through messy, costly and protracted bankruptcy/restructuring procedures [...] One way to solve this balance sheet problem ex-ante is via the Hausmann proposal of turning all dollar debts into domestic currency debt and indexing the returns of these claims to the inflation rate. This way, the cost of any real depreciation, that would have increased the real burden for the holders of this dollar debt, is shifted instead to the creditors/holders of these claims" ("Why should the foreign creditors of Argentina take a greater bit/hairstrip than the domestic ones: On the economic logic, efficiency, fairness and legality of "discriminating" between domestic and foreign debt in sovereign debt restructurings", Nouriel Roubini, Stern School of Business, New York University, December 14, 2001).*



R O D R Í G U E Z - L A M A D R I D

Planificación Estratégica de Negocios - Imagen, Marketing y Publicidad

Agüero 1650 7° 45 - [C1425EHL] - Bs. As. - Argentina  
[54 11] 4821-5933 - info@mlamadrid.com.ar