

Mercado Argentino de Deuda Corporativa
un análisis de comportamiento de agentes
en el entorno de la crisis de 2001

Clarisa M. Sepliarsky *

Junio 2005

Abstract

Este trabajo aborda el análisis del comportamiento de deudores y acreedores de deuda corporativa en Argentina, en el entorno previo a la crisis de 2001. Con este propósito, se proponen y evalúan dos modelos basados en nociones de teoría de los juegos: el primero describe un escenario de riesgo moral por parte de los agentes, previo a la crisis; y el segundo, una conducta cooperativa, incentivada por el Gobierno, para la restructuración de las deudas en problemas. Los resultados de la investigación muestran que existe evidencia de estos comportamientos en el período de análisis, de forma más o menos robusta en función de la actividad de las empresas tomadoras de deuda.

Palabras clave: riesgo moral; restructuración de deuda corporativa; juegos cooperativos.

JEL: G1, G3.

* Ugarteche 2883 (1425). Capital Federal, Argentina. ++54 11 4809 0589. clarisa.sepliarsky@siemens.com

Introducción

En Argentina durante los '90, la apertura y desregulación de la economía permite el ingreso de capitales en forma abrupta y masiva. Los flujos dirigidos al sistema financiero generan un auge en el mercado de crédito, en el cual pueden darse comportamientos no deseados por parte de los agentes. Pueden existir –o coexistir- deudores oportunistas y optimistas en exceso, e inversores que no internalizan en forma correcta los riesgos inherentes a las operaciones. Es decir, pueden verificarse problemas de riesgo moral, que se encuentran asociados a la existencia real y/o percibida de instrumentos de seguro, explícitos y/o implícitos.

La crisis argentina de 2001-2002, en la que se produce una perturbación significativa de las variables fundamentales de la economía, tiene sus efectos negativos sobre el mercado de deuda corporativa. Principalmente, el abandono del régimen de tipo de cambio fijo genera problemas en forma generalizada para las empresas endeudadas en moneda extranjera, que no pueden hacer frente al pago de sus obligaciones. Para el conjunto de la economía, el alto nivel de endeudamiento del sector privado, combinado con la situación deteriorada del sistema financiero, puede extender la duración de la recesión.

La generación de condiciones para una restructuración amplia y rápida de las deudas en default se encuentra en interés del Gobierno, y eso explica la adaptación de los procesos judiciales con este propósito, durante la primera mitad de 2002. Desde entonces, las empresas han estado activas en la reformulación sus planes de negocio y en la renegociación de sus deudas, a pesar de la incertidumbre sobre la resolución de los problemas derivados de la crisis.

El objetivo de la presente investigación es explicar el comportamiento de los agentes en el mercado de deuda corporativa en Argentina, durante el entorno de la crisis de 2001. En primer lugar, se plantea y testea un modelo basado en el problema de riesgo moral, para explicar la conducta de deudores y acreedores en el período anterior a la crisis. Y en segundo lugar, se analiza la estructura de incentivos promovida por el Gobierno a través de la figura del acuerdo preventivo extrajudicial (APE), en búsqueda de evidencia sobre comportamiento cooperativo en los procesos de restructuración de las deudas.

Parte I: Riesgo Moral y Mercado Argentino de Deuda Corporativa

Aspectos Conceptuales: Riesgo Moral

Dentro de los problemas de información, el riesgo moral se manifiesta cuando una de las partes en una transacción puede emprender ciertas acciones que afecten la valuación de la transacción para la otra parte, sin que esta última pueda monitorear perfectamente. En el presente trabajo, se aplica este concepto para explicar el comportamiento de los agentes en un determinado mercado de deuda, bajo el supuesto de que deudores y acreedores perciben la existencia de un seguro.

Este seguro puede ser de tipo explícito o implícito. En el primer caso, por ejemplo, puede tratarse de una garantía de una compañía aseguradora, o emitida por una casa matriz internacional en aval de la compañía local, de menor respaldo financiero. Por otra parte, un seguro implícito se basa en la percepción sobre de que un tercero responda por las obligaciones del deudor, por más que no esté obligado contractualmente. Puede ser el caso de una compañía local de un grupo económico internacional, que no califica como sujeto de crédito, pero la cual logra concertar operaciones de deuda, sobre la base de que sus

acreedores perciben que la casa matriz respondería por las obligaciones por una cuestión de reputación o imagen, en caso de que la sucursal tenga problemas (este tipo de operaciones es conocida en el mercado como “*name lending*”).

Si deudores y acreedores no percibieran la existencia de un elemento de seguro, tendrían incentivos para evaluar todos los riesgos asociados a la operación de deuda, y trasladarlos a las condiciones de la misma (por ejemplo, tasa, plazo y moneda). Son estos agentes los que soportarán todo el costo de las medidas que tomen. Pero si los mismos se “sintieran cubiertos” por un tercer agente, el costo que deberían soportar sería menor. Si el seguro es total, no existirían incentivos para trasladar los riesgos a las condiciones de las transacciones y las partes pueden así permitirse cierto nivel de irresponsabilidad en sus decisiones, dado el recurso de última instancia provisto por el elemento de cobertura. Entonces, se estaría en presencia de riesgo moral. La cuestión clave es poder determinar si el riesgo moral inducido por la percepción acerca de la existencia de un seguro es significativo como para influenciar las decisiones de los agentes en el mercado de deuda.

Existen diferencias en las características del riesgo moral en el comportamiento del deudor, con respecto al del acreedor. La disponibilidad de un seguro de crédito puede generar riesgo moral en ambas partes, alterando los resultados de una operación para una parte en forma individual, o para ambas. Sin embargo, si el seguro implica que los flujos de capitales continúan financiando comportamientos no sustentables o excesivamente riesgosos, es difícil diferenciar si ese escenario resulta del comportamiento de deudores o de acreedores.

Formulación del Modelo

A continuación, se presenta un modelo en términos de Teoría de Juegos, a manera de esquematizar el comportamiento de los agentes en el mercado de deuda corporativa en Argentina, en el entorno de la crisis del 2001.

Las reglas del juego son:

- Juego estocástico (de decisión simultánea).
- Dos jugadores: deudores y acreedores.
- **Información incompleta:** Ambos jugadores perciben la existencia de un seguro de crédito explícito y/o implícito (en este último caso, dado por la figura de las casas matrices internacionales de las compañías locales, y del Gobierno para empresas proveedoras de determinados bienes y servicios, dado el impacto de su actividad sobre el bienestar).
- La estrategia de **responsabilidad** implica la correcta evaluación de los riesgos de una operación de deuda por parte de los agentes, tras la cual el acreedor busca optimizar las condiciones de la operación en función de su relación riesgo-rentabilidad; y el deudor hace lo mismo, buscando la estructura óptima de capital para la empresa. Ambos agentes ignoran la presencia de un elemento de seguro.
- La estrategia de **responsabilidad limitada** implica que los agentes no reflejan en las condiciones de la operación los riesgos conocidos, sino que descansan en su percepción acerca de la existencia del seguro, que internalizaría los costos de una eventual incobrabilidad.

En función de las reglas definidas, se puede construir la siguiente matriz de repagos para un entorno de crisis, en el cual probablemente el deudor (por razones exógenas, como la modificación del régimen cambiario) no pueda honrar sus obligaciones.

		Inversores	
		Responsabilidad Limitada	Responsabilidad
Deudores	Responsabilidad Limitada	(a,w)	(b,x)
	Responsabilidad	(c,y)	(d,z)

Donde se mantienen las siguientes relaciones: $c > a > d > b$; $x > w > z > y$.

Bajo el supuesto de racionalidad, deudores y acreedores realizan elecciones que los llevan al resultado que más prefieren, sujeto al comportamiento del otro agente. En el caso del modelo propuesto, cada jugador tiene dos estrategias: responsabilidad o responsabilidad limitada. Dada cualquier combinación de estrategias por parte del otro agente, el resultado de ser responsable en forma limitada es mejor que el de ser responsable en sentido pleno. Esto se debe a que ambos perciben la existencia del elemento de seguro en la figura del Gobierno y/o de los accionistas extranjeros, y por lo tanto preferirán incurrir en menores costos y alcanzar la estructura de financiamiento óptima.

Entonces, puede decirse que la estrategia de responsabilidad limitada *domina* a la de responsabilidad completa, y siempre será elegida por el agente. Esto se encuentra representado por las relaciones especificadas para los repagos (presentados en la matriz en su forma genérica). El equilibrio resultante es un equilibrio de Nash, ya que se trataría de un conjunto de estrategias (una por agente) de forma que ninguno de ellos tiene incentivos para comportarse de otra forma. El equilibrio del juego planteado se alcanza con la conjunción de las estrategias dominantes de ambas partes –responsabilidad limitada ante la existencia del seguro, con menores costos de evaluación de riesgos, monitoreo y sobre todo, absorción por parte de un tercero de los costos de un eventual default. Se encuentra marcado en negritas sobre la matriz.

Este juego es representativo de diversas situaciones, en las que las dos (o más) partes buscan coordinar sus acciones, a pesar de las preferencias en conflicto sobre cómo coordinar, ya que ninguno de los agentes sabe de hecho cómo responderá el seguro. Es decir: si ante un default el Gobierno aliviaría el costo para los acreedores, deudores o ambos; y/o si existiría apoyo de los accionistas extranjeros.

Metodología de la Investigación

Como primer paso para evaluar la hipótesis de existencia de riesgo moral en el entorno de la crisis argentina del 2001, debe definirse si el caso de análisis cumple con las condiciones necesarias para ser un “experimento valido”¹. Estas condiciones se enuncian a continuación:

- Debe producirse un cambio en la percepción de los agentes sobre la magnitud, dimensiones y el carácter de la crisis.
- El evento de crisis debe ser inesperado.
- Las expectativas sobre la existencia de instrumentos de seguro en el futuro debe ser el único elemento de ajuste en la evaluación de los riesgos.

A los efectos del presente trabajo, puede convenirse que la crisis económica de Argentina hacia fines del 2001 se desata cuando las autoridades anuncian la inmovilización de depósitos (de distinto grado entre los meses de octubre y diciembre). A principios de 2002, se declara la cesación de pagos sobre la deuda soberana y la devaluación del peso argentino –a través del abandono de la Ley de Convertibilidad. Estos eventos no representan mayor información sobre el estado deteriorado de la economía argentina, lo cual sugiere que tanto deudores como acreedores en el mercado argentino de deuda (soberana y corporativa) se encuentran al tanto de los mayores riesgos económicos durante el período inmediato anterior a la crisis. Este período se define, a los efectos del presente trabajo, entre septiembre del 2000 hasta diciembre del 2001 (en adelante, “período crítico”). Con estos elementos, se satisface la primera condición para que el evento califique como experimento válido.

En segundo lugar, puede considerarse que las crisis anteriores en mercados emergentes (Asia y Rusia) llevan a una re-evaluación de los riesgos de los instrumentos de deuda soberana y sus impactos sobre las economías emergentes en general. Esto puede considerarse como una señal de alerta suficiente para los inversores. Sin embargo, el aspecto inesperado de la crisis argentina puede encontrarse en el hecho de que la comunidad financiera internacional no haya procedido al rescate de la Argentina bajo un programa de ayuda tradicional (mayores desembolsos de fondos), y siendo que el país era considerado un ejemplo de disciplina y recuperación económica en mercados emergentes.

Hasta ahora pueden considerarse satisfechas las primeras dos condiciones mencionadas para que el entorno de la crisis argentina resulte elegible como evento para evaluar la existencia de riesgo moral. La tercera condición, sin embargo, es más difícil de verificar. A los efectos, se considera que las crisis previas en mercados emergentes deberían haber alertado a los agentes en mercados de deuda sobre los riesgos en la operación. Y luego, puede argumentarse que la crisis no cambia la evaluación de los acreedores sobre los riesgos crediticios de las empresas en Argentina, sino su percepción sobre la dimensión y naturaleza del seguro implícito, cuya existencia habían percibido (con cierto error).

Ya habiendo establecido que el entorno de la crisis argentina del 2001 es un experimento válido, debe definirse el criterio de aceptación o rechazo de la hipótesis. A los efectos de la presente investigación, se considera evidencia suficiente de la existencia de riesgo moral que las condiciones de las operaciones de deuda (tasas, plazos y moneda) y los indicadores de riesgo financiero de las empresas no incorporen los mayores riesgos presentes en la economía argentina, y ampliamente conocidos.

¹ Se utiliza la noción de “experimento válido” desarrollado por Dell’Ariccia, Gódde y Zettelmeyer, así como las condiciones necesarias que debe satisfacer el evento de crisis para poder evaluar la hipótesis de existencia de riesgo moral.

Se consideran los indicadores trimestrales para los años 1998-2001 (período de análisis). Este período a su vez se compone de dos tramos: un “período crítico” –4T2000 a 2001- en el cual se evaluará la hipótesis, y a lo largo del cual se consideran conocidos los riesgos de la economía argentina y la alta probabilidad de crisis; y un “período previo” –1998 a 3T2000-, en el que se supone la ausencia de riesgo moral. Los indicadores se comparan entre ambos períodos para verificar si los riesgos conocidos se encuentran incorporados a las condiciones de las operaciones de deuda corporativa, transadas en el período crítico.

Cabe mencionar que la diferenciación entre período previo y crítico es consistente con el momento en que el indicador de riesgo país de Argentina supera los valores del EMBI+ (índice elaborado por J.P.Morgan y utilizado como medida de riesgo país de mercados emergentes, compuesto por instrumentos representativos de deuda soberana, en dólares estadounidenses).

A continuación, se exponen los indicadores a ser utilizados en el análisis:

Indicadores de Riesgo Financiero

- Apalancamiento o leverage. Representa en qué medida la estructura de activos es financiada con recursos de terceros. Se obtiene a través del cociente pasivo total / activo total.
- Endeudamiento. Relación entre el financiamiento provisto por terceros y el financiamiento propio de los accionistas. Se obtiene a través del cociente pasivo total / patrimonio neto; y se analiza en función de la sensibilidad de las empresas a cambios en variables exógenas relevantes (ej: tipo de cambio).
- Estructura de deuda. Se obtiene a través del cociente pasivo corriente / pasivo total; y se analiza a la luz de los riesgos de liquidez advertidos en el entorno de la crisis.

Indicadores de Rentabilidad, relevados con el objetivo de analizar la situación económica de las empresas, y su relación con los respectivos indicadores de riesgo financiero. Se seleccionan los siguientes ratios:

- ROE. Medida tradicional de eficiencia en el uso del capital propio de la empresa, que compone información sobre el margen, la rotación de activos y el apalancamiento financiero de la empresa.
- ROA. Medida de eficiencia en la alocaación y administración de los activos de la empresa. Compone información sobre el margen y la rotación de activos.

Operaciones de Deuda

- Tasa de interés. Niveles promedio de las tasas pactadas por las empresas de la muestra para los distintos tipos de deuda financiera durante los períodos definidos. En todos los casos se diferencia el componente variable de la tasa (base Libor) de la prima de riesgo o spread.
- Plazo. Relevamiento de los plazos promedio pactados, para ser analizados en forma conjunta con el indicador de estructura de deuda a fin de rastrear la sensibilidad de los plazos de las financiaciones con respecto a los riesgos identificados en el entorno previo a la crisis.
- Moneda. Relevamiento de la moneda de los contratos de deuda, y la relación con la moneda en que se encuentran denominados los ingresos de las empresas, a la luz del riesgo cambiario latente en el entorno previo a la crisis.

- Garantías. Existencia de seguros de crédito explícitos, como avales emitidos por agencias multilaterales, agencias de crédito gubernamentales (ECAs), y aseguradoras. El análisis de estos instrumentos, en conjunto con las demás variables relevantes, puede explicar la existencia de riesgo moral.

Estos indicadores se obtienen para una muestra definida de veinticinco empresas argentinas de primera línea con operaciones de deuda financiera (en el sistema bancario y en mercado de capitales), que registran procesos de restructuración de pasivos hacia el 2002. A su vez, estas empresas se agrupan por tipo de actividad –que es considerado *a priori* un factor relevante asociado a la percepción del seguro implícito que define el problema de riesgo moral. Los grupos son: servicios públicos, compañías con actividades no reguladas, petróleo y gas, y exportadores e ingresos del exterior. La composición de la muestra se expone en el Anexo I.

Exposición del Análisis Empírico

En la presente sección, se muestran los elementos empíricos del caso de estudio y los resultados del análisis. En primer lugar, se relevan los elementos de riesgo que se manifiestan en el período crítico, y que deberían afectar las condiciones de las operaciones de deuda. Luego, se exponen las conclusiones del análisis de las empresas de la muestra, con el objetivo de evaluar la hipótesis y determinar si existe evidencia suficiente de riesgo moral.

Elementos de Riesgo

A continuación se exponen los elementos de riesgo que se manifiestan en el transcurso del período crítico, y que se consideran conocidos por los agentes del mercado argentino de deuda corporativa –tanto deudores como acreedores. Se muestran primero los riesgos de tipo “histórico”, que tienen que ver con las experiencias de la Argentina y sus problemas de deuda en el pasado. Y luego se abordan los riesgos derivados de la coyuntura económica del país en el período crítico, difundidos en forma amplia y oportuna. El análisis conjunto de ambos tipos de riesgo muestra el nivel de información de deudores y acreedores, y sus expectativas sobre la economía y las probabilidades de default de los instrumentos de deuda (soberana y corporativa).

I. Riesgos “históricos”. Dentro de los factores de riesgo de tipo histórico, se considera la clasificación de la Argentina como un “defaulteador serial”². La falta de sustentabilidad de los acuerdos de reprogramación de deuda determina que los países que cayeron en cesación de pagos se conviertan en defaulteadores seriales a lo largo de la historia. Una vez que un país se convierte en un defaulteador serial, tiende a mantener un alto nivel de intolerancia a la deuda que es difícil de revertir; y que se encuentra agravado por factores como corrupción, instituciones inadecuadas, entre otros. Más allá de los factores reputacionales, un default serial debilita las instituciones del país, incrementando la probabilidad de ocurrencia de futuros defaults.

En América Latina los defaults son recurrentes, y muchos de los países que experimentan problemas de deuda en los '90 y principios del siglo XXI son los mismos que tienen antecedentes de problemas en los '80 y en los '30. La Argentina registra un total de cinco eventos de problema de deuda: dos en el período 1801-1900 y tres entre 1901-2002.

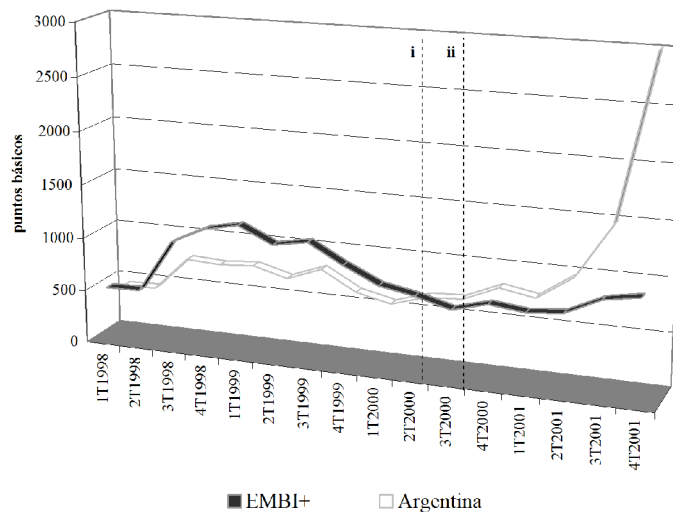
² Término utilizado por Reinhart, Rogoff y Savastano.

Las crisis de deuda soberana impactan sobre el mercado de deuda corporativa en forma más o menos severa (por ejemplo, a través de cambios posteriores de ciertas políticas económicas, calificaciones de riesgo, racionamiento de crédito de parte de los inversores dirigido al país). Al tratarse de agentes con memoria, sus expectativas –tanto para deudores e inversores, en el mercado de deuda soberano y/o corporativo- incorporan el conocimiento de estos impactos y la probabilidad de ocurrencia de nuevas crisis, dadas las experiencias pasadas.

II. Riesgos derivados de la coyuntura económica. La economía argentina entra en recesión en 1998. A partir de ese momento es conocido el estado deteriorado de los fundamentos macroeconómicos y su impacto a nivel sectorial y sobre las empresas locales. A continuación, se comentan los aspectos de riesgo relevantes a las operaciones del mercado de deuda corporativa:

- Tipo de cambio. En junio de 2001 se aprueba un régimen de convertibilidad extendido, estableciendo el valor del peso argentino como un promedio entre el dólar y el euro (este régimen sería efectivo desde el momento en el euro alcance paridad con el dólar). El impacto sobre la economía es mínimo, pero constituye un pilar importante de la estrategia de mediano plazo del Ministerio de Economía. Este evento permite asumir que los agentes en el mercado de deuda poseen información sobre la debilidad del régimen de tipo de cambio fijo establecido por la Ley de Convertibilidad.
- Riesgo país. Los niveles de riesgo país fluctúan a lo largo del período, con períodos de leve mejora entre meses, pero con tendencia ascendente en general como se muestra en el gráfico siguiente.

Indicadores de Riesgo País



Elaboración propia sobre la base de la información publicada por el Ministerio de Economía de la Nación, Información Económica, Mercado de Capitales, Cuadro A7.5. (<http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html>).

En el segundo trimestre del año 2000 –señalado en el momento i- el riesgo país de la Argentina supera el índice EMBI+, que representa el riesgo de invertir en países emergentes. Esto ocurre un trimestre antes del inicio del período crítico (momento ii), y el comportamiento ascendente del riesgo país se mantiene. De esta forma, puede considerarse que existe suficiente tiempo para que los agentes del mercado de deuda corporativo evalúen el riesgo, y lo incorporen a sus operaciones de deuda durante el período crítico –si los mismos no confiaran en la existencia de un seguro de crédito, e internalizaran los eventuales costos de una incobrabilidad.

- Crecimiento económico. Se verifica un crecimiento débil a lo largo del período crítico, con riesgo de mayor deterioro y considerando un contexto internacional adverso. Una mayor volatilidad del crecimiento implica una economía más incierta, que debiera ser compensada con una mayor tasa promedio de crecimiento para resultar atractiva a inversores e incrementar el stock de capital y el producto potencial. Sin embargo, este no es el caso de Argentina con una volatilidad de la tasa de crecimiento de aprox. 5% para el período 1990-2000 versus una tasa promedio de 4%.
- Deuda Soberana. Las operaciones de canje de deuda soberana en el período crítico son bien recibidas por los acreedores (nacionales e internacionales), y reducen eventualmente los niveles de spread de los nuevos instrumentos. Las tasas de interés locales también presentan reducciones esporádicas, pero la tendencia general es ascendente. De esta forma, mientras los canjes de deuda explican la disminución de las tasas de interés, la situación política vigente (adversa) genera el efecto contrario.
- Aspectos monetarios adicionales. Durante el período crítico se intensifica la emisión de diversas monedas secundarias, con el propósito de flexibilizar el tipo de cambio, sin romper la (ya percibida como puramente teórica) paridad entre peso argentino y dólar. La introducción de estas monedas no soluciona los problemas de competitividad del sector privado, ya que el peso y el dólar continúan siendo las monedas de denominación habitual de los contratos privados.

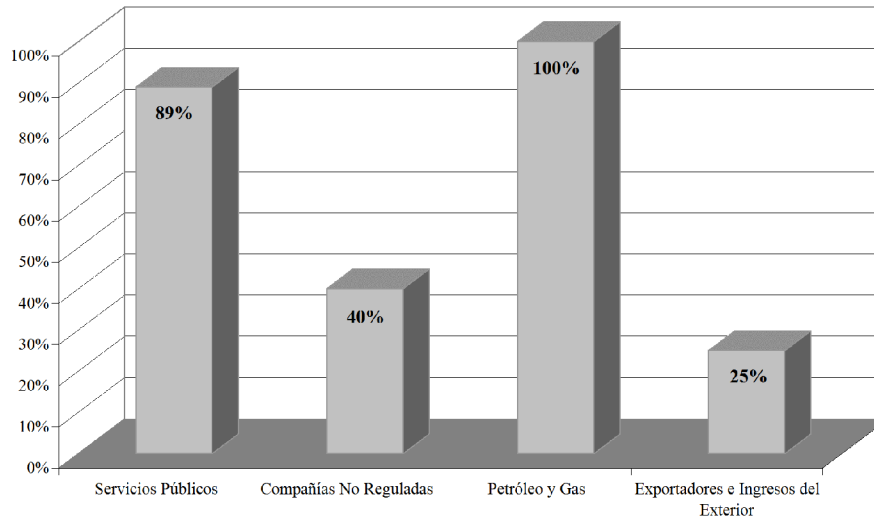
Evidencia de Riesgo Moral

En esta sección, se evalúa la hipótesis sobre existencia de riesgo moral en el entorno de la crisis argentina de 2001. Se presentan a continuación los resultados del análisis de los indicadores de rentabilidad y riesgo financiero de las empresas de la muestra, y las condiciones relevadas de deuda en el período de análisis.

I. En principio, se verifica la existencia de elementos que justifiquen la percepción de un seguro implícito por parte de los agentes. Por un lado, se identifica el interés del Gobierno en asistir a las empresas en problemas, de acuerdo al impacto sobre el bienestar de la actividad que realizan. Este componente se encuentra representado en la muestra por el grupo de empresas de servicios públicos, de las cuales depende la operación de los servicios de infraestructura de determinadas regiones del país. Desde este punto de vista, deudores e inversores tienen, entonces, argumentos para creer que podría existir apoyo del Gobierno en situaciones de crisis.

El segundo argumento para justificar la percepción de un seguro es la alta participación de capitales internacionales. Se verifica que el 67% de las empresas de la muestra tienen accionistas extranjeros; la información ampliada se muestra en el Anexo I. En el siguiente gráfico se expone el porcentaje de empresas *controladas* por capitales internacionales –se considerando porcentajes de tenencia superiores al 51%.

Porcentaje de Empresas Controladas por Accionistas Extranjeros



Elaboración propia sobre la base de los balances trimestrales de las empresas de la muestra, publicados por la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.org).

Se puede observar que la participación de accionistas extranjeros es significativa en dos grupos de empresas especialmente: servicios públicos y petróleo y gas. Desde este punto de vista, deudores e inversores en estos grupos tienen argumentos para creer que podría existir apoyo de las casas matrices en caso de crisis de las compañías locales –aún en ausencia de garantías explícitas, el impacto de una crisis de una de las empresas del grupo sobre la reputación y el nombre de la casa matriz, puede llevar a esta última a brindar apoyo financiero a la compañía local.

En resumen, existen argumentos para creer que el comportamiento de riesgo moral será más evidente en el grupo de empresas de servicios públicos, en los que se manifiestan conjuntamente los dos elementos expuestos. En los grupos restantes, la hipótesis descansa principalmente sobre el segundo argumento, ya que la noción de asistencia por parte del Gobierno es más débil.

II. En los Anexos II y III se expone la evolución de los indicadores de rentabilidad y de riesgo financiero para los grupos de empresas de la muestra. En principio, puede observarse que para todos los grupos, los ratios de rendimiento de la actividad decrecen en el período crítico; mientras que el nivel de apalancamiento y endeudamiento muestra una tendencia ascendente. Es decir, mientras que las variables de rentabilidad evidencian un deterioro visible, las empresas aumentan (aunque suavemente) su grado de endeudamiento y la relación entre la financiación de terceros y su estructura de activos. A la vez, el stock de deuda de corto plazo gana participación con respecto al de largo, lo cual se encuentra asociado a mayores necesidades de liquidez.

La comparación entre los niveles promedio de las variables en el período crítico, con respecto a las del período previo, se muestra en la siguiente tabla. Si bien el deterioro de los indicadores de rentabilidad puede ser más o menos significativo, en todos los casos (excepto el ROE para petróleo y gas) se observa una variación negativa en el período crítico con respecto al período

previo. Por el contrario, con los ratios de riesgo financiero, el sentido de la variación entre los períodos es positivo.

En la tabla también se exponen los resultados de comparar las condiciones de las operaciones de deuda cerradas en cada período. Puede observarse que para todos los grupos de empresas, los contratos de deuda siguen siendo en promedio de mediano plazo. De esta forma, puede interpretarse que las expectativas sobre la capacidad de repago de las empresas durante el período crítico, son de estabilidad en ese horizonte de deuda. También puede decirse que los riesgos conocidos no parecen estar asociados a posibles cambios desfavorables de la coyuntura económica, que afecten la performance de las operaciones.

Variación Promedio de Indicadores en 4T2000-2001 con respecto a 1998-3T2000

	Servicios Públicos	Compañías No Reguladas	Petróleo & Gas	Exportadores e Ingresos del Ext.
Rentabilidad				
ROE	-1,068%	-13,082%	0,015%	-12,326%
ROA	-0,447%	-3,178%	-0,278%	-7,645%
Riesgo Financiero				
Apalancamiento	5,380%	28,087%	19,710%	4,823%
Endeudamiento	5,380%	28,033%	19,710%	1,340%
Deuda Corto Plazo	2,036%	0,587%	13,052%	13,247%
Operaciones de Deuda				
Plazo Promedio ³	sin variación	sin variación	sin variación	sin variación
Moneda ⁴	extranjera	extranjera	extranjera	extranjera
Tasa de Interés	-23,341%	35,668%	-11,294%	8,100%

Elaboración propia sobre la base de los balances trimestrales de las empresas de la muestra, publicados por la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.org), y de los valores mensuales promedio de la tasa LIBO a 180 días en dólares estadounidenses, publicados por el Banco Central de Chile (<http://si2.bcentral.cl>).

Por otra parte, la denominación de los contratos de deuda corporativa sigue siendo en moneda extranjera. Con este resultado, puede interpretarse –al igual que con los plazos– que el riesgo de tipo de cambio, conocido por los agentes, no es considerado significativo como para ser incorporado en las condiciones de deuda pactadas. Es decir, en el período crítico no se busca el cambio de moneda para lograr una cobertura natural entre los ingresos en pesos de las empresas dedicadas a mercado interno (excluyendo petróleo y gas, y exportadores), y los egresos por la amortización y pago de servicios de deuda. Cabe mencionar en asociación a este punto, que existen préstamos con seguros explícitos de convertibilidad y transferibilidad,

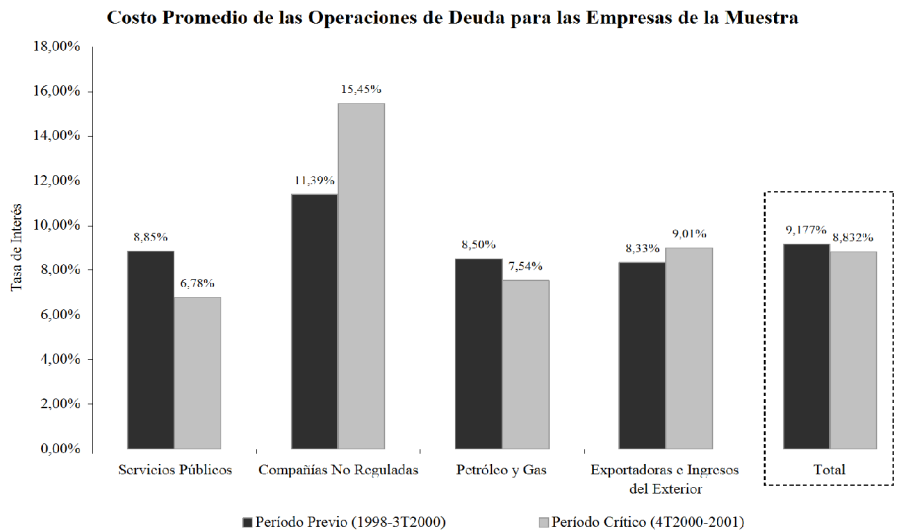
³ El plazo promedio de la deuda fue estimado en 3,5 años (aprox) para ambos períodos.

⁴ Las operaciones de deuda relevadas se encuentran casi en su totalidad (más del 90% de la deuda total) denominadas en dólares estadounidenses, excepto en el caso de Edesur, que se encuentran denominadas en yenes. Esta característica es común a ambos períodos.

otorgados por OPIC y algunas agencias de crédito a la exportación (ECAs); pero los mismos no superan el 14% del stock de deuda total.

Por último, se comparan los niveles promedio de tasas de interés en ambos períodos –crítico y previo. Se puede observar en la tabla y en el gráfico a continuación, como en algunos sectores no existe una variación consistente de las tasas con respecto a los riesgos conocidos por parte de los agentes y que influyen en la probabilidad de repago de las obligaciones de deuda contraídas. Es decir, para algunos grupos el costo promedio de endeudamiento en bancos y mercado de capitales se reduce, mientras que los riesgos económicos y financieros se incrementan.

Las tasas de interés de los contratos de deuda relevados son, en la mayoría de los casos, cotizaciones variables con base en la tasa LIBO. Entonces, las variaciones en los niveles promedio de tasas deben evaluarse en comparación con las variaciones promedio en la tasa LIBO, para poder determinar si la causa de las primeras reside en el contexto internacional o en los spreads (en cuyo caso, intervienen los riesgos evaluados por parte de los inversores). Con este propósito, cabe mencionar que el nivel promedio de la tasa LIBO a 180 en dólares estadounidenses días es de 4,305% para el período crítico, y de 5,841% para el período previo; lo cual representa una disminución en 1,537%⁵.



Elaboración propia sobre la base de los balances trimestrales de las empresas de la muestra, publicados por la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.org), y de los valores mensuales promedio de la tasa LIBO a 180 días en dólares estadounidenses, publicados por el Banco Central de Chile (<http://www.bcentral.cl>).

III. Con la información expuesta, puede considerarse que existe cierta evidencia para aceptar la hipótesis de comportamiento de riesgo moral por parte de ciertos agentes en el mercado de deuda corporativa en Argentina, en el entorno de la crisis de 2001. Esta evidencia resulta significativa específicamente para el grupo de empresas de servicios públicos –con variación en costo promedio de deuda superior a la variación de la tasa LIBO relevante-. Entonces, para este

⁵ Sobre la base de los valores mensuales promedio de la tasa LIBO a 180 días en dólares estadounidenses, publicados por el Banco Central de Chile (<http://www.bcentral.cl>).

grupo de empresas se puede observar que existe una reducción en los spreads. Esto implicaría menores riesgos asociados a las operaciones de deuda en forma inconsistente con el contexto de riesgos conocidos en el período crítico. Por lo tanto, para este grupo de empresas existirían elementos suficientes para aceptar la hipótesis.

Para el grupo de empresas con actividades no reguladas, así como para el total de la muestra, la hipótesis podría aceptarse en términos de las condiciones de plazo y moneda de los contratos. Sin embargo, al no ser robusta con respecto a las tasas, se procede a rechazarla.

Parte II: Restructuración de Deuda y Acuerdos Preventivos Extrajudiciales (APE)

Una de las consecuencias de la crisis argentina del 2001 es el problema de la deuda corporativa. Altos niveles de endeudamiento corporativo impiden el recupero de la economía por diversas razones. La renovación de préstamos por parte de los bancos a los deudores en problemas es en detrimento del financiamiento a otras empresas, sobre todo a las pequeñas y medianas. Por otra parte, los mayores costos por los servicios de la deuda amenazan la solvencia de las empresas; los altos niveles de deuda pueden prolongar la recesión, con firmas incapaces de reducir su apalancamiento por la vía de resultados acumulados y emisión de acciones.

Crisis económicas de esta magnitud y alcance –como la crisis de las economías asiáticas hacia fines de los '90 y la crisis argentina del 2001- requieren reestructuraciones de deuda corporativa de tipo “comprensivas”⁶. Es decir, que abarquen la transformación y reducción de la deuda en un tiempo prudente para restaurar la solvencia, reducción del apalancamiento y dirección del crédito a firmas económicamente viables, así como mejora de la capacidad del sistema bancario para proveer intermediación financiera. Este tipo de reestructuraciones, a su vez, debería apuntar a restaurar la rentabilidad de bancos y empresas a través de reingenierías operativas.

A raíz de la crisis en las economías asiáticas, la Asociación de Banqueros Asiáticos identifica cuatro roles que puede adoptar el Gobierno para abordar reestructuraciones de deuda comprensivas. Las características de cada rol resumen a continuación:

1. Rol atenuado. Gobierno imparcial, mediador en la promoción de acuerdos entre deudores y acreedores, estableciendo normas de reingeniería financiera, y facilitando prácticas de información compartida. Este esquema sería aplicable para problemas de deudas de alcance limitado y con condiciones de entorno favorable.
2. Intervención. Incentivos para facilitar la reestructuración de las deudas, en forma de seguros, subsidio a deudores y acreedores (incluyendo compensaciones a estos últimos por la extensión de vencimientos de las deudas, garantías sobre tasas de interés y tipo de cambio). Este segundo esquema sería aplicable cuando los altos niveles de endeudamiento en crisis generan externalidades como el racionamiento y restricciones al acceso al crédito; y cuando fallas de mercado o regulatorias (como riesgo de tipo de cambio en un contexto macroeconómico incierto) frenan los procesos de reestructuración. Las desventajas de este rol se basan en los niveles de politización en la toma de decisiones y en el costo de los subsidios e incentivos financieros otorgados.

⁶ Se utiliza el concepto y los principios de reestructuración “comprensiva” de acuerdo a la definición de la Asociación de Bancos Asiáticos.

3. Re-capitalización directa de los bancos. Uso de fondos públicos, cuando los bancos se encuentran calificados para resolver los problemas de deuda, bajo una supervisión adecuada. Sin embargo, este esquema podría generar mayores problemas de riesgo moral si los bancos alocan el nuevo capital en préstamos riesgosos, esperando una nueva re-capitalización si éstos se tornan incobrables.
4. Administración de activos por parte del Gobierno. Compra de “malos préstamos” y negociación directa con los deudores. También puede servir como un mecanismo de quiebra fuera de las cortes. Este esquema sería recomendable cuando la gerencia de los bancos no se encuentra capacitada para llevar a cabo exitosamente las reestructuraciones.

En el caso argentino, pueden rastrearse elementos de los primeros dos roles descriptos. El primero se encuentra representado por la organización de un entorno más “flexible” para las reestructuraciones de deuda corporativas; mientras que el segundo reside en ciertas medidas compensatorias, como el reconocimiento de un tipo de cambio diferencial a los bancos por sus deudas otorgadas en dólares y posteriormente pesificadas⁷. Esto puede interpretarse, a su vez, como la ejecución (parcial) del seguro implícito percibido por los inversores en cabeza del Gobierno, de acuerdo al análisis de la sección anterior.

También cabe mencionar con respecto al seguro –ahora asociado al respaldo por parte de los accionistas del exterior a las compañías locales- que se ha verificado poca predisposición a realizar nuevos aportes de capital en Argentina, para el caso de las empresas incluidas en la muestra. Como excepción, se encuentran Disco y Belgo Mineira, que colaboran con el pago de deuda de las empresas locales y sus procesos de restructuración. Pero estos casos no pertenecen al grupo de servicios públicos para los cuales fue aceptada la hipótesis de riesgo moral.

Dado que el objetivo general de la presente investigación se basa en analizar la conducta de los agentes, en la siguiente sección se presenta un modelo esquematizado para explicar el comportamiento de deudores y acreedores. Posteriormente se rastrean los elementos que definen los incentivos de los agentes en la restructuración de las operaciones de deuda en crisis. Y por último, se evalúa la validez del modelo formulado y de la hipótesis de cooperación planteada inicialmente.

Formulación del Modelo

Para esta segunda parte, se propone un modelo basado en un juego de tipo cooperativo a manera de explicar el comportamiento de los deudores y acreedores posterior a la crisis, cuando deben enfrentar la restructuración de sus contratos de deuda. La estructura del juego es similar a la planteada en la primera sección, excepto que para este caso la recompensa por la cooperación mutua es mayor que la otorgada por la desertión mutua.

La cooperación entre deudores y acreedores se encuentra representada por la proposición “hagamos un trato”, que define la siguiente matriz de pagos:

⁷ A principios del 2002, el Gobierno reconoce a los bancos un tipo de cambio ARSUSD de 1,40 que será compensado con la entrega de bonos por los 0,40 centavos adicionales a la paridad del régimen establecido por la Ley de Convertibilidad.

		Inversores	
		Cooperar ("sí")	Desertar ("no")
Deudores	Cooperar ("sí")	(a,w)	(b,x)
	Desertar ("no")	(c,y)	(d,z)

Donde se mantienen las siguientes relaciones: $a > c > d > b$; $w > x > z > y$.

O bien, en terminología "ganancia-ganancia" pueden definirse los pagos de la siguiente forma:

a = "ganancia"	w = "ganancia"
b = "pérdida sustancial"	x = "ganancia"
c = "ganancia"	y = "pérdida sustancial"
d = "pérdida"	z = "pérdida"

El juego de confianza es potencialmente estable, debido a que otorga el máximo pago a los jugadores, siempre que establezcan un hábito de cooperación mutua. Para ese caso puede decirse que la estrategia de cooperar *domina* a la de desertar, y siempre será elegida por cada uno de los agentes. De estas características resulta un equilibrio de Nash, marcado en negritas sobre la matriz, que se encuentra asociado a una restructuración exitosa de la deuda.

Sin embargo, debe considerarse la posibilidad de que los jugadores no sean conscientes de que está en su interés cooperar. Pueden, por ejemplo, entender las ventajas de la conducta cooperativa de forma asimétrica, y que uno de los dos agentes decida desertar mientras el otro coopera. En este caso, la negociación sobre la restructuración de la deuda continuaría –incitada por parte del agente que sufre pérdidas sustanciales- sin llegar a un equilibrio. O bien, deudores e inversores pueden creer incorrectamente que están jugando un juego de dilema del prisionero, y elegir su estrategia de acuerdo a ello.

Debido a estas consideraciones, y la posibilidad de que los jugadores no identifiquen las ventajas de la cooperación en forma completa, la dominancia de las estrategias de cooperar sobre las de desertar es *no es estricta*.

Acuerdos Preventivos Extrajudiciales

I. Las experiencias de la crisis rusa y de las economías asiáticas, previas al caso argentino del 2001, han mostrado que en los procesos de restructuración de deuda corporativa resulta conveniente proveer mecanismos de aceleración para que deudores y acreedores acuerden los planes de reorganización. La definición de circuitos legales de quiebra flexibles provee los incentivos adecuados para que los agentes establezcan nuevas condiciones para la deuda, saneando los indicadores financieros de las empresas.

Con el objetivo de aliviar los efectos de la crisis, en Argentina diversas leyes y decretos son aprobados durante la primera mitad del 2002. Entre ellos, se incluye la sanción de la Ley 25.589, que incorpora las consideraciones relevantes a los acuerdos preventivos extrajudiciales. En esta característica pueden encontrarse los argumentos previamente mencionados sobre la estructura legal más apropiada. Sin embargo, cabe considerar que la novedad de la figura del APE apareja incertidumbre para deudores e inversores con respecto a la aplicación del mecanismo y a su aceptación efectiva por parte de los tribunales nacionales e internacionales.

II. El marco legal tradicional en Argentina contempla dos tipos de instancia judicial ante un caso de incobrabilidad: concurso preventivo y quiebra. La introducción del APE representa la posibilidad de que deudores y acreedores (una mayoría calificada) en acuerdo presenten su propuesta a los tribunales pertinentes. Tras evaluar las oposiciones que se le formulen, el juez competente aprueba el acuerdo (“homologación”) y las condiciones quedan impuestas a todos los acreedores quirografarios, incluyendo aquellos que votaron en contra del APE.

El objetivo de esta figura legal es brindar una forma más rápida, económica y flexible para reestructurar los pasivos, ante las dos instancias judiciales tradicionales que implican procedimientos extensos, costosos y burocráticos. Cualquier empresa que no pueda honrar sus deudas de hecho, o que atraviesa dificultades financieras, puede entrar en un APE con sus acreedores, en vez de iniciar instancias judiciales.

Con el APE se permite a deudores y acreedores llevar a cabo planes de reestructuración viables, con libertad de contenido –de acuerdo a las provisiones de la Ley de Quiebras modificada- y evitando que una minoría disconforme pueda bloquear el proceso y forzar un concurso del deudor o hasta la venta de la empresa a pesar del consenso de la mayoría.

III. Deben considerarse ciertos aspectos relevantes a la conveniencia de acudir a medios de coordinación de las partes que posibiliten la configuración de “pools” de acreedores. Ante reestructuraciones del tipo un deudor – múltiples acreedores, los costos asociados a la reorganización de la deuda pueden ser elevados o prohibitivos, dada la crisis. Estos costos, y la posibilidad de liquidación ineficiente de la empresa, pueden mitigarse si los acreedores confían en un mecanismo efectivo de coordinación.

Por un lado, el uso generalizado de mecanismos de coordinación de acreedores para el diseño de acuerdos de reestructuración permite alcanzar una mayor probabilidad de apoyo para la propuesta –en forma previa a la iniciación de cualquiera de los procedimientos judiciales tradicionales, concurso o quiebra. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la resolución de problemas de coordinación entre los acreedores es susceptible, a su vez, a restricciones de riesgo moral del lado de los deudores. Es decir, el diseño de estos mecanismos, que permiten coordinación de acreedores, debe realizarse teniendo en cuenta la estructura necesaria de incentivos para que los deudores deseen honrar sus obligaciones.

IV. A continuación, se presentan los elementos para evaluar el segundo tramo de la hipótesis sobre el comportamiento cooperativo de los agentes en la reestructuración de la deuda. A los efectos, se realiza un análisis comparativo del APE con respecto a la figura tradicional de concurso preventivo, para determinar si con la introducción del primero se establece un marco que promueva la cooperación por parte de deudores y acreedores.

Pueden identificarse las siguientes ventajas del APE con respecto a la figura de concurso preventivo:

- Mayor rapidez y menores costos, con iguales efectos a los del concurso luego de la aprobación u homologación del tribunal competente.
- Libertad de contenidos, que permite la utilización del APE para implementar diversas alternativas de restructuración de la deuda.
- El deudor no necesita demostrar su estado de insolvencia para iniciar las gestiones de un APE, lo cual reduce sus costos en términos de reputación. Asimismo, el impacto negativo sobre la reputación también resulta menor que en el caso de una presentación en concurso, ya que la misma tiene una connotación crítica sobre la situación económica y financiera de la empresa.
- Bajo el APE, el deudor mantiene totalmente la administración de la empresa, sin intervención ni supervisión judicial –como es el caso del concurso. El concurso preventivo puede terminar en una toma hostil de la empresa, para el caso en que no se logren las mayorías requeridas. Este riesgo es evitado con la implementación de un APE.
- Los acreedores disidentes entienden que no podrán lograr mejores términos que los ofrecidos a la mayoría de los acreedores; por lo tanto, no tendrían incentivos para separarse de las negociaciones con el deudor. Además, la amenaza de un concurso preventivo puede hacer que deudor y acreedores tengan mayores incentivos para alcanzar un acuerdo bajo la figura de un APE.

A la vez, pueden identificarse los siguientes aspectos desfavorables del APE, en términos de incentivos para deudores y acreedores:

- Falta de protección judicial para el deudor mientras el mismo realiza sus gestiones para lograr el acuerdo con los acreedores, previa presentación del APE para su homologación. Es decir, uno de los acreedores puede presentar su solicitud de concurso, en detrimento del proceso de acuerdo privado –el acreedor jugaría de acuerdo a una estrategia de deserción, de acuerdo al modelo planteado.
- El devengamiento de intereses no se interrumpe con el inicio de negociación de un APE, como ocurre en instancia de un concurso preventivo.
- En un principio, existe incertidumbre con respecto a ciertos aspectos del APE –en particular sobre el nivel de aceptación que tendría por parte de tribunales locales e internacionales. Aún así, los agentes evidencian tener expectativas acerca de resoluciones favorables, en la medida en que el mecanismo sea utilizado por un mayor número de empresas.

V. Para las empresas de la muestra, las características de las restructuraciones presentan evidencia de cooperación, en términos de la utilización del APE como estructura más flexible para deudores y acreedores en la mayoría de los casos. Por medio de esta figura, los agentes acuerdan sobre las nuevas condiciones de repago, dentro de las cuales los flujos de fondos han sido el elemento central de la negociación. Ambas partes trabajan en forma conjunta para determinar el porcentaje del flujo de fondos que será puesto a disposición para el repago, tomando en cuenta los requisitos operativos, de liquidez y rentabilidad de la empresa en marcha.

A la fecha, el 36% las reestructuraciones de la muestra se han completado exitosamente, mientras que el 16% se encuentra en progreso. Considerando esta información en conjunto con los elementos expuestos en la presente sección, puede aceptarse el segundo tramo de la hipótesis. Es decir, se acepta que existe evidencia suficiente de comportamiento cooperativo entre deudores y acreedores durante el proceso de reestructuración de la deuda.

Conclusiones

En el presente trabajo se desarrolla e implementa un experimento para detectar si existe evidencia de riesgo moral por parte de los agentes en el mercado de deuda corporativa argentino, en el entorno de la crisis de 2001. En función de la información relevada, se rechaza la hipótesis para la muestra general, pero se acepta para el grupo específico de empresas dedicada a la prestación de servicios públicos.

La presencia de capitales internacionales no necesariamente representa un factor positivo, a pesar de las expectativas de los acreedores de obtener un acuerdo favorable bajo la intervención de accionistas extranjeros –que estarían más dispuestos a “jugar justo”. Por el contrario, los capitales locales han resultado más flexibles a los acreedores. En los casos de Alto Palermo, IRSA, Loma Negra y Multicanal, pueden rastrearse contribuciones líquidas para estimular el proceso de reestructuración.

La existencia de un seguro –ya sea explícito o implícito- puede afectar los indicadores y variables relevadas. Por un lado, puede reducir la probabilidad de crisis de liquidez y contrarrestar su profundidad cuando ocurren; por otro lado, puede propiciar una conducta de riesgo moral. En este sentido, la evidencia presentada puede ser interpretada como una condición necesaria pero no suficiente para la presencia de riesgo moral.

Aún bajo existencia de riesgo moral, esto no significa que los seguros o garantías de crédito deban ser eliminados del todo. De hecho, la relación entre reducción del riesgo y buenos incentivos es inevitable en cualquier mercado. Por este motivo, no es suficiente probar la existencia de riesgo moral para realizar un juicio sobre el alcance “correcto” de los elementos de seguro; sino que debería considerarse la relación costo – beneficio del seguro en sí mismo para poder realizar esa valoración.

Ante una crisis, un comportamiento previo de riesgo moral profundiza los costos para deudores y acreedores, ya que no han internalizado previamente los riesgos de la operación a través de las condiciones de la deuda (tasa de interés, plazo, moneda). Ante la existencia parcial del elemento de seguro, percibido originalmente y que genera el riesgo moral, parece conveniente propiciar la cooperación de las partes para reestructurar los contratos en problemas. Esto representa un intento por parte del Gobierno de habilitar un canal para la solución de la crisis en forma privada, sin su intervención y por medio de instrumentos legales que mitigan la rigidez de los procesos judiciales tradicionales.

Con la información expuesta se puede aceptar la hipótesis de cooperación, en base al uso de los APE como respuesta a los incentivos diseñados, y al porcentaje de éxito de las reestructuraciones abordadas por ese mecanismo. Esto permite afirmar que luego de la crisis, el interés de los agentes se concentra en un objetivo común: la minimización

de costos para ambas partes. Y de esta forma, la cooperación mutua permite a los acreedores acceder a un mejor recupero de las inversiones; y a los deudores, establecer los términos y condiciones necesarios para continuar con un nivel de operación rentable.

Referencias

Asian Banker's Association (1999). "Position Paper on Corporate Debt Restructuring", Report to APEC Economic Leaders, Annex III: FCTF attachments.

Bebzuck, Ricardo (2000). "Información Asimétrica en Mercados Financieros". Cambridge University Press.

Beller, Ricardo (2003). "The APE: Argentina's Prepackaged Debt Restructuring Agreement". Marval, O'Farrell & Mairal. Latin American Law and Business Report.

Brunner, Antje; Krahn, Jan Pieter (2002). "Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring", Centre for Financial Studies.

Dell'Ariccia, Giovanni; Gödde, Isabel; Zettelmeyer, Jeromin (2002). "Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test", IMF Working Paper WP/02/181.

Gibbons, Robert (1992). "Un Primer Curso de Teoría de Juegos". Antoni Bosch.

Kim, Gloria (2004). "Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+)", Emerging Markets Research, J.P. Morgan Securities Inc.

Kreps, David (1990). "Game Theory and Economic Modelling", Clarendon Lectures in Economics. Oxford University Press.

Nicholson-Leener, Jamie; Vieira, Eduardo; Ramos, Manuel; Vázquez, Ricardo; Meriano, Ana (2005). "Latin American Distressed Debt", Fixed Income Research, Credit Suisse First Boston. Edición Junio.

Reinhart, Carmen; Rogoff, Kenneth; Savastano, Miguel (2003). "Debt Intolerance", NBER Working Paper Series, Working Paper 9908.

Silvani, Matías (2001). Latin American Economics and Strategy Perspectives. UBS Warbug LLC, Edición Junio – Julio.

Stone, Mark (1998). "Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons from International Experience", IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/98/13.

Varian, Hal (1993). Microeconomía Intermedia, un enfoque moderno. Tercera Edición. Antoni Bosch.

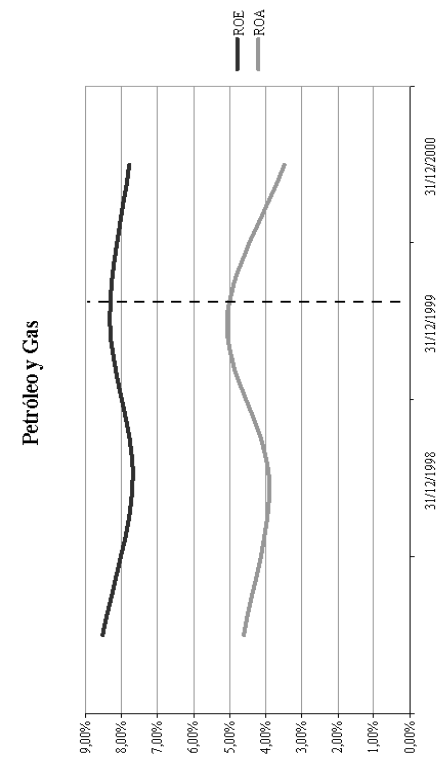
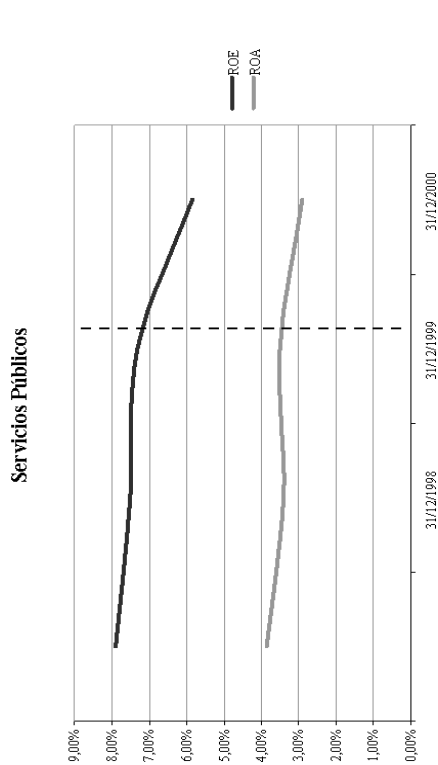
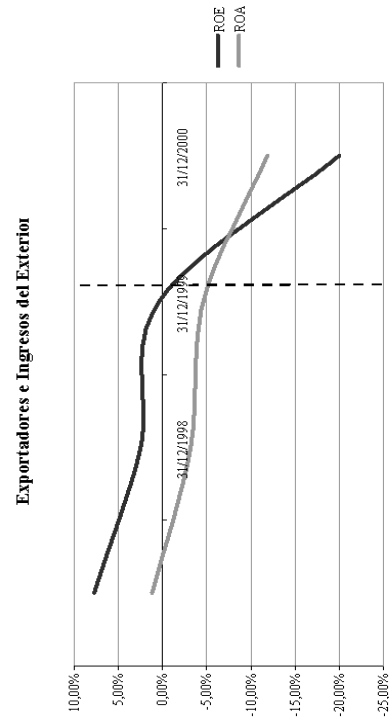
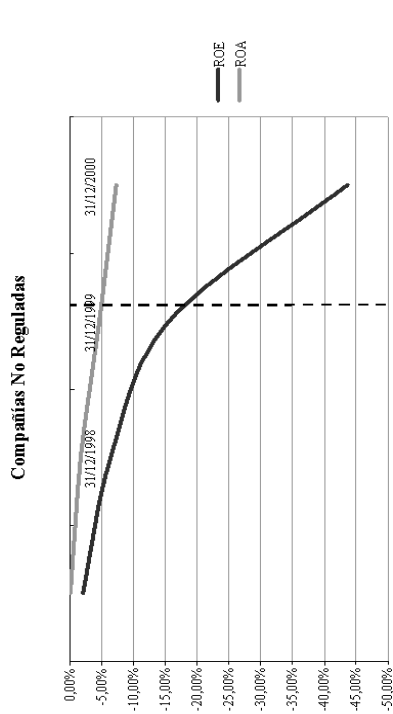
Anexo I. Composición de la Muestra

Elaboración propia sobre la base de los balances trimestrales de las empresas de la muestra, publicados por la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.org).

Servicios Públicos	Ticker	Descripción	Composición Accionaria
Edenor	DNOR	Proveedor de electricidad y servicios asociados a la zona Norte de la Ciudad de Buenos Aires y zonas de la Pcia de Buenos Aires. Contrato de concesión de 95 años desde 1992.	Aprox el 90% de la compañía es propiedad de Electricité de France (EDF). El restante 10% se encuentra en tenencia de los empleados. EDF incrementó su participación en 2001 con la compra de las tenencias de Endesa, YPF y Societe D'Aménagement Urbain et Rural.
Edesur	DSUR	Proveedor de electricidad y servicios asociados a la zona Sur de la Ciudad de Buenos Aires y zonas de la Pcia de Buenos Aires. Contrato de concesión de 95 años desde 1992.	Controlada por Distrilec (56.4%) y Enersis, por el porcentaje restante. Distrilec, a su vez, es propiedad en 48.5% de Petrobras Energía y 51.5% de un consorcio de utilities europeas. Enersis es controlada por Endesa España.
Autopistas del Sol	AUSO	Operador de la concesión del Acceso Norte del sistema de autopistas de la Ciudad de Buenos Aires. El contrato de concesión tiene vencimiento en diciembre de 2020.	Su principal accionista es Abertis Infraestructuras (42.5%), una compañía de peajes española. Otros accionistas son Impregilo (18.33%), Dragados y Dycasa (con 6.51%). El restante 30% se encuentran en un fideicomiso y serán ofertados públicamente.
Capex	CAPX	Compañía diversificada de energía, con actividades de exploración y producción de petróleo y gas, generación y distribución de energía y producción de LPG.	Propiedad de Capsa (60%) y 40% es emisión de acciones con oferta pública. Capsa, a su vez, es propiedad de la familia Gotz.
MetroGAS	METR	Distribución de Gas Natural.	Es propiedad en un 70% de Gas Argentino (a su vez conformada por British Gas en un 54.7% y Repsol-YPF en un 45.3%). El 20% de las acciones son de oferta pública y 10% de los empleados.
Telecom Argentina	TECO	Proveedor de telefonía fija, celular, datos.	Nortel Inversora (54.74%) y las acciones remanentes se encuentran en tenencia de empleados y oferta pública. Hasta recientemente, Nortel era controlada por Telecom Italia (50%) y France Telecom (50%); en septiembre 2003, France Telecom vendió su participación al Grupo W (familia Wertheim).
Telefónica de Argentina	TEAR	Proveedor de telefonía fija, celular, datos.	Control por Telefónica de España con una participación directa e indirecta de 98%.
TGN	TGNO	Operador de dos gasoductos en la zona Norte y Centro de Argentina, bajo un contrato de concesión de 35 años otorgado en 1993.	Gasinvest (70%) y CMS Energy (30%). Gasinvest es a su vez propiedad de Techint, TotalFinaElf, Petronas y CGC.
TGS	TGSU	Operador de los dos mayores gasoductos de Argentina, bajo un contrato de concesión de 35 años otorgado en 1993.	CIESA, Petrobras Energía y Enron controlan el 70% de la compañía. A su vez, CIESA es controlada por Petrobras Energía en 50% y el otro 50% es propiedad de subsidiarias de Enron.
Transener	TRAN	Transener es el principal transportista de energía de Argentina, con líneas en la Pcia de Buenos Aires, bajo un contrato de concesión de 95 años otorgado en 1993.	En los periodos de la investigación, la compañía es controlada por Citelec (propiedad en 49.99% de Petrobras Energía y 42.49% de National Grid). Las acciones restantes se encuentran en tenencia de Dolphin (fondo de inversión), oferta pública y stock options para los empleados.
Compañías No Reguladas	Ticker	Descripción	Composición Accionaria
Alto Palermo	APSA	Principal propietario y operador de shopping centers, también involucrado en construcciones inmobiliarias. La compañía tiene su propio negocio de tarjetas de crédito, independiente de un banco.	IRSA (54.8%), Parque Arauco (27.8%) y GSEM (9.3%) que es una sociedad entre Goldman Sachs Ltd. y fondos de pensión argentinos. El resto de las acciones son de oferta pública.
Cablevisión	CAVI	Principal compañía de cable con 1.2 millones de suscriptores en 8 provincias. Su crecimiento fue mayoritariamente financiado con deuda de mercados internacionales.	VLG Argentina (50%), que es propiedad en un 78.2% de Liberty International. El restante 50% pertenece a Hicks Muse Tate Furst (HMTF).
Fargo	FARG	Principal productor de pan industrializado. La compañía tiene diversas marcas en el mercado local, y sus clientes son grandes supermercados y distribuidores de alimentos.	Hasta principios de 2003 era propiedad del Grupo Exxel.
IRSA	IRSA	Principal y más diversificada compañía inmobiliaria de Argentina. Su principal subsidiaria es APSA.	Su principal accionista es CRESUD (una compañía local de actividad agropecuaria). Otros accionistas son: Templeton (17%), fondos de pensión (10%) y oferta pública (41%).
Loma Negra	LOMA	Principal productor de cemento en Argentina, con 7 millones de toneladas de capacidad y 50% de participación de mercado.	Controlada por Amalia Lacroze de Fortabat y su familia. La compañía no tiene oferta pública de acciones.
Mastellone Hermanos	MTES	Principal productor y distribuidor de productos lácteos en Argentina, con colocación parcial de su producción en el mercado de Brasil.	Propiedad de la familia Mastellone (67%) y del fondo de inversión Dalpoint (33%).
Multicanal	MCAN	Segundo operador de cable en Argentina, con operaciones en Paraguay y Uruguay.	Control total por el Grupo Clarín (que es propiedad de Goldman Sachs en un 18%).
Petróleo & Gas	Ticker	Descripción	Composición Accionaria
Pan American Energy	PAME	Segundo productor de petróleo y gas después de YPF.	Propiedad de BP Plc (60%) y Bidas Corporation (40%). La compañía es una corporación constituida en Delaware, Estados Unidos.
Petrobras Energía	PESA	PESA es una compañía integrada de energía operativa en Argentina y otros países de América Latina.	En Octubre 2002, Petrobras adquirió "Pecom Energía" que era propiedad de la familia Pérez Compagn. Sin embargo, la intención de adquisición era conocida en los periodos abordados en la investigación.
YPF	YPFD	Compañía integrada de petróleo y gas.	Propiedad de Repsol-YPF (España).
Exportadores e Ingresos del Exterior	Ticker	Descripción	Composición Accionaria
Acindar	ACIN	Principal empresa manufacturera de productos de acero corrugado, con una capacidad productiva de 1.35 millones de toneladas por año. Sus clientes son principalmente los sectores de construcción y agrícola. Sus exportaciones ascienden a apr 30% de sus ventas.	Controlada conjuntamente por la familia Acevedo y Belgo Mineira, cada uno con 20.4% de tenencia accionaria. Belgo es una compañía con base en Brasil, controlada por Arcelor (Europa). Su participación accionaria puede incrementarse en 2005 y 2006 hasta el 57% si ejecuta su mandato adquirido como parte de la restructuración de Acindar. Oferta pública: aprox 60%.
Central Costanera	CECO	Es uno de los principales generadores de energía que posee el 10.3% de la capacidad instalada total en Argentina. Ubicada en la Ciudad de Buenos Aires, con 8 unidades generadoras de las cuales 6 se encuentran dedicadas a contratos de exportación.	Privatización en 1992 y actualmente, propiedad de Endesa Chile (51.5%) a través de Endesa Argentina. Otros accionistas son: Southern Cone Power (6.8%) y oferta pública por el 29.3% restante. Endesa Chile es propiedad del Grupo Enersis, controlado por Endesa España.
Impsa	INPE	Fabricación de equipos industriales, incluyendo equipos y sistemas para generación hidráulica de energía.	La compañía propiedad de la familia argentina Pescarmona.
Impsat	ISAT	Proveedor integrado de internet y datos en América Latina, cubriendo las principales áreas metropolitanas de la región.	Propiedad de la familia Pescarmona, British Telecom y MSDW.
Sideco	SIDE	Prestación de servicios de infraestructura, utilities y concesione en Argentina y Brasil. Posee el 69.2% de Correo Argentino.	Propiedad del Grupo Macri a través de Socma Americana (92.25%), IFC (4.4%) y Finanz EAG Holding (0.39%).

Anexo II. Indicadores de Rentabilidad

Elaboración propia sobre la base de los balances trimestrales de las empresas de la muestra, publicados por la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.org).



Anexo III. Indicadores de Riesgo Financiero

Elaboración propia sobre la base de los balances trimestrales de las empresas de la muestra, publicados por la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.org).

