



LOS PROGRAMAS DE CAPITALIZACION DE LA

DEUDA EXTERNA ARGENTINA

Mariana Fuchs.

Junio de 1990.

Trabajo realizado en el Area de Desarrollo Industrial de la Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, coordinada por Bernardo Kosacoff.

Se agradece muy especialmente los comentarios y el apoyo en la realización del trabajo del Lic. Eduardo Basualdo.

LC/BUE/R. 153

Indice

Introducción	2
I. Orígenes del régimen de conversión de deuda externa en la Argentina.	4
II. Programa de capitalización de la deuda externa privada con seguro de cambio	7
III. Programa de capitalización de la deuda externa pública. Nuevos proyectos de Inversión	12
1. Características del programa. Sus reglamentaciones.	12
2. La aplicación del programa y sus resultados.	14
IV. Programa de aportes de capital mediante la aplicación de obligaciones externas del sector privado (représtamos u "on-lendings")	24
1. Descripción del régimen. Características fundamentales.	24
2. Resultados.	25
V. Régimen de cancelación de préstamos y redescuentos mediante la capitalización de deuda externa pública.	29
Conclusiones	31
ANEXO I	37
ANEXO II	38
ANEXO III	40

INTRODUCCION

A comienzos de la década del 80, los bancos e instituciones financieras comienzan a desarrollar un mercado secundario de títulos de los países deudores, como un intento de reordenar sus carteras externas. En el marco de la crisis del sector financiero externo latinoamericano de 1982, los acreedores externos de la región recurrieron a nuevas y variadas alternativas destinadas a recuperar parte del capital adeudado: esquemas de recompra de la deuda externa, canje de deuda externa por otros valores negociables, capitalización de la deuda externa, mecanismos vinculados al comercio exterior, etc.

De todas estas alternativas, la capitalización de la deuda externa es la que mayor desarrollo alcanza convirtiéndose en el principal instrumento de los acreedores de la región para recuperar parte del capital adeudado. En términos generales, el mecanismo de capitalización o conversión de la deuda externa consiste en la compra de títulos de la deuda externa emitidos por un país deudor, en el mercado secundario por parte de una empresa a la cual le interesa operar en dicho país. Luego, la firma los cambia por moneda local en el Banco Central de dicho país a un precio superior al que los compró. De esta forma, dependiendo del tipo específico de régimen de conversión, la diferencia entre ambos precios representará un subsidio para el inversor. Además ello implica la transformación de una deuda de realización altamente incierta para el poseedor de los títulos.

La capitalización o conversión de la deuda externa adopta modalidades diversas en los distintos países que han implementado mecanismos al respecto. Las diferencias residen en numerosos aspectos vinculados a los tipos de deuda rescatada, a la tasa de cambio (tasa a la que la deuda en divisas se convierte a moneda local), participación de los extranjeros y residentes en los programas, cuotas y límites de la deuda capitalizable, descuentos aplicados por el Banco Central según sectores prioritarios o con fines macroeconómicos, condición de ingreso de divisas adicionales, límites de tiempo para repatriación de capital y remisión de beneficios, etc.

Por otro lado, también se dan diferencias en los efectos de la conversión de deuda, dependiendo de los diversos mecanismos que se instrumentan para rescatar los títulos. Así, los efectos tanto directos como indirectos diferirán según se trate de capitalización de préstamos, para inversiones, privatización de activos o empresas públicas, adquisición de paquetes accionarios o con el fin de cancelar redescuentos con el Banco Central.

Entre los países deudores latinoamericanos se observan diversas experiencias de conversión de deuda. Entre ellos merecen comentarse los casos de Brasil, Chile, y México que han llevado a cabo algún mecanismo de conversión, que involucra objetivos e instrumentos distintos y, por lo tanto, con resultados y magnitudes diferentes. La deuda externa brasileña de 120 mil millones de dólares se vió reducida, a lo largo de 1988, antes de la suspensión de la aplicación del régimen, en 6.000 millones, cerca del 5% del total de esta. Chile, por su lado, ha introducido el programa de capitalización en el año 1985 y ha rescatado el 20% de la deuda total contraída con los bancos comerciales (alrededor de 5.000 millones de dólares de una deuda de 22 mil millones). El programa de conversión de la deuda externa mejicana se inició hacia mediados de 1986 y, hasta comienzos de 1987 se convirtieron 1.900 millones de dólares, frente a una deuda total de 108 mil millones.

El objetivo de este trabajo es analizar los aspectos principales de los diversos

programas de capitalización que se instrumentaron en la Argentina a partir de 1984. En el Capítulo I se describen los orígenes del régimen, puntualizando los lineamientos fundamentales. En los capítulos siguientes, se profundiza el estudio de los diferentes programas que se reglamentaron, las modificaciones que fueron sufriendo y los resultados de sus aplicaciones, centrandó el análisis en el impacto y las características de las nuevas inversiones en el sector industrial, identificando los sectores de actividad y las empresas involucradas.

Por último, se incluyen algunas reflexiones respecto de los efectos de estos programas de capitalización de la deuda externa sobre la inversión, sus limitaciones y los resultados globales de su aplicación ^{1/}.

^{1/} Cabe señalar que en este estudio no se aborda el análisis de los impactos monetario-fiscales ni sobre el balance de pagos de estos regímenes.

I. Orígenes del régimen de conversión de deuda externa en la Argentina.

El primer programa para la capitalización de la deuda externa argentina se establece en el mes de septiembre de 1984, mediante el comunicado "A" 532 del Banco Central de la República Argentina (BCRA) que reglamenta la capitalización de la deuda externa privada que estuviera amparada en los regímenes de seguros de cambio ²/. A través de este mecanismo, se capitalizaron 489 millones de dólares, entre los años 1984 y 1987.

Hacia mediados de 1987, se establecen los principios generales para la conversión de la deuda externa argentina, de forma concreta, en el anexo a la parte II del Plan Financiero 1987 (presentado por el Gobierno Nacional el 24 de abril de 1987). Estos reflejan la intención de crear un programa duradero que facilite nuevas inversiones productivas que "promuevan el crecimiento económico con estabilidad", a través de la conversión en australes de una parte de la deuda externa. El régimen de conversión de deuda externa está formado por tres diferentes programas cuyas reglamentaciones se fueron estableciendo desde mediados del año 1987.

Mediante la resolución Nº 520 (29/5/87) del Ministerio de Economía, se prevén inversiones cercanas a cuatro mil millones de dólares en cinco años de los cuales la mitad sería financiados por la conversión de la deuda externa pública y como mínimo la otra mitad por el ingreso de fondos adicionales del exterior ya sea como inversión de capital o como préstamos a mediano y largo plazo. La Resolución 992 de octubre de 1987 incorpora ciertos cambios, flexibilizando, en algunos casos, distintos aspectos de los programas definiendo de la siguiente manera a las inversiones elegibles: 1) "la adquisición de nuevos equipos, construcción de plantas industriales y otros trabajos que permitan aumentar la capacidad productiva con miras a un aumento de la oferta de bienes"; 2) "otras inversiones orientadas hacia el mejoramiento de la eficiencia, productividad y la oferta de servicios...".

En el Programa Financiero de 1987 se establecen los criterios del Programa de Conversión de la Deuda Pública Externa, que reglamenta el BCRA mediante las comunicaciones A 1035 y A 1059 de julio y agosto de 1987 respectivamente. Simultáneamente, en julio de 1987 mediante la comunicación A 1056 del BCRA se presentan los lineamientos que rigen la capitalización de los représtamos ("on lending") del sector privado. Finalmente, se pone en vigencia el régimen de cancelación de préstamos y redescuentos.

Más adelante, en el estudio de cada uno de los diferentes regímenes se analizarán las modificaciones que fueron sucediéndose en el tiempo.

La autoridad de aplicación, según se define en las comunicaciones citadas anteriormente, es la Subsecretaría de Política Económica que se ocupa de dictar normas complementarias, requerir información necesaria respecto de las propuestas de inversión, fijar cupos, declarar la elegibilidad de los proyectos. Se crea a su vez un Registro de Inversiones CODEX en el cual deben inscribirse, según lo determina la Resolución Nº 20 (SSPE 4/11/87) tanto las inversiones realizadas por residentes argentinos como extranjeros.

En los siguientes capítulos se evaluarán las rasgos particulares de cada uno de ellos y los resultados obtenidos tanto en términos cuantitativos, es decir de

²/ Ver esquema comparativo sobre los lineamientos fundamentales de cada programa.

magnitudes comprometidas, como de las características e impacto en los diferentes sectores de actividad, el papel de los diversos tipos de empresas involucradas (industriales y no industriales, según el origen de la propiedad del capital) etc.

Dentro del primer programa de capitalización, se rescatan 469 millones de dólares entre 1985 y 1986 y 20 millones de la misma moneda en 1987. Posteriormente, durante el transcurso de 1988 se capitalizan 1.371 millones de dólares, la mayor parte de ellos (782 millones de dólares) a raíz del programa de conversión de la deuda externa pública y el resto debido a la capitalización de préstamos ("on lending") al sector privado (101 millones de dólares) y al programa de cancelación de préstamos y redescuentos del Banco Central (488 millones de dólares). Por último, en los primeros tres meses de 1989 se rescataron 416 millones de dólares mediante la capitalización de la deuda externa pública. Entre abril de 1989 y mediados del año 1990, no se realizaron operaciones en el marco de estos regímenes (Cuadro 1).

En este contexto, es pertinente indicar que los 2.276 millones de dólares que se capitalizan entre 1984 y el primer trimestre de 1989, son el resultado en todos los casos, de operaciones efectuadas por empresas privadas locales y extranjeras que desarrollan actividades tanto industriales como no-industriales. El principal papel del Estado en estas operaciones es hacer efectivo el subsidio que bajo distintas formas compromete cada uno de los programas de capitalización.

Cuadro 1. Monto anual de la deuda externa capitalizada en la Argentina, según los distintos programas de conversión de la deuda externa. 1984-1990.
(millones de dolares)

Programas de conversión	1984-85	1986	1987	1988	1989	1990 a/	Total
1. Capitalización de la deuda externa privada con seguro de cambio b/	-	468,9	20,0	-	-	-	488,9
2. Capitalización de la deuda externa pública c/	-	-	-	781,9	416,3	-	1.198,2
3. Capitalización de préstamos (on lending) al sector privado	-	-	-	100,8	...	-	100,8
4. Cancelación de préstamos y redescuentos del Banco Central d/	-	-	-	488,0	...	-	488,0
T o t a l	-	468,9	20,0	1.370,7	416,3	-	2.275,9

a/ Comprende las capitalizaciones aprobadas hasta junio de 1990.

b/ El monto de la deuda externa capitalizada bajo este régimen se evalúa sobre la base de las autorizaciones realizadas por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), salvo la operación realizada en 1987 por Celulosa Argentina. Esta última fue aprobada por el BCRA el 30/6/87 aludiendo a la comunicación A 532, según consta en la Memoria y Balance de la empresa; ejercicio 1987/1988.

c/ Se considera el valor nominal de la deuda externa capitalizada.

d/ Se considera el valor nominal de la deuda externa capitalizada hasta diciembre de 1988.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la información del Banco Central de la República Argentina.

LINEAMIENTOS FUNDAMENTALES DE LOS DIFERENTES PROGRAMAS DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA 1984-1989

	CAPITALIZACION DE PRESTAMOS CON SEGURO DE CAMBIO (COM. "A" 532 DEL BCRA.)	CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA (COM "A" 1109 DEL BCRA Y COMPLEN.)	CAPITALIZACION DE REPRESENTAMOS ON LENDING (COM. "A" 1056 Y COMPLEN.)
PASIVOS CONVERTIBLES	Préstamos externos en moneda extranjera amparados por seguros de cambio a los que no le hubieran aplicado las disposiciones de la Com. "A" 251 (17.11.82)	Bonos nominales, obligaciones del Gob. Mac., obligaciones interinas, bonos externos, empréstitos externos, facilidad créditos y depósito por los depósitos existentes en el BCRA, obligaciones del BCRA, préstamos e mediano plazo otorgados al BCRA, otras obligaciones externas del BCRA, contrato de refinanciación garantizado de deudores públicos, otras deudas ext. del sector público.	Obligaciones transferidas al sector privado mediante sistema de préstamos que fueran liquidadas hasta 30/4/87
FONDOS ADICIONALES	No se explicita.	El monto máximo del costo total del proyecto que podrá cubrirse con fondos de conversión se determinará deduciendo del costo total: -costo de equipamiento importado. -excedente del 10% del costo total del proyecto excl. el concepto anterior, aplicado a inmuebles y capital de evolución. Del importe resultante, el 70% como máximo podrá cubrirse con fondos de conversión; el 30% como mínimo con inversiones complementarias.	Por una suma igual a la del préstamo que se aporte como capital, corresponde que el deudor reciba una inversión de capital en las mismas condiciones o un préstamo del exterior por el plazo mín. de 10 años.
EVALUACION Y SELECCION	No se explicita.	Licitación pública. Cada oferta será calificada con un puntaje: F/D, F= fondos adicionales; D= deuda a convertir en valor nominal. En el futuro podrá incorporar en la fórmula anterior el descuento ofrecido por el inversor.	Se evaluará de acuerdo con el puntaje que surgirá de considerar el valor de la comisión ofrecida, expresada en % del valor nominal de la deuda a capitalizar.
INVERSIONES ELEGIBLES	" que el acreedor del exterior acepte capitalizar el crédito en empresas dedicadas a actividades económicas, de acuerdo con las normas de la Ley de inversiones extranjeras nro. 21.382 (t.o. 1980)."	Las que apliquen los recursos en su totalidad a la adquisición de equipos nuevos, construcción de plantas industriales u otras obras que permitan aumentar la capacidad instalada con el fin de incrementar la oferta de bienes. Asimismo se contemplarán propuestas de inversión orientadas a aumentar la eficiencia y la productividad y el aumento neto de la oferta de servicios, teniendo en cuenta su contribución al fortalecimiento del balance de pagos.	No se explicita.
FISCALIZACION	No se explicita.	La autoridad de aplicación es la S.S.P.E. debe: dictar normas complementarias, coordinar la actuación de las distintas dependencias del Ministerio de Economía, requerir información, aprobar propuestas de inversión, fijar cuotas y cupos, definir los medios por los cuales se probará el uso de los fondos en los proyectos, aplicar sanciones.	No se explicita.
TRATAMIENTO DE UTILIDADES	" que la empresa receptora de la inversión asuma ante el BCRA el compromiso de capitalizar los dividendos o utilidades de los futuros ejercicios económicos, a convenir con esta Institución."	Las participaciones de capital provenientes de la conversión no podrán ser transferidas a otros inversores hasta cumplido el tercer año de su integración. Si el titular de dicho capital es un inversor extranjero, solo podrá repatriar en divisas su inversión a partir del décimo año de su concreción. No podrán girarse utilidades hasta concluido el cuarto ejercicio anual de la empresa receptora.	No podrán pagarse utilidades durante los 4 primeros años. Las utilidades no pagadas podrán ser transferidas, como mín., en 8 cuotas iguales contadas a partir de los 4 años y seis meses de efectuado el aporte.
OTROS		No serán declarados elegibles en este régimen los proyectos de una firma receptora de beneficios promocionales a nivel nacional, sea de carácter regional, sectorial o especial, presentes o futuros.	No existen impedimentos para que los receptores de la inversión y los inversores sean la misma persona, siempre que la receptora incremente simultáneamente su capital por igual importe al positivo que cancela, mediante capitalización de resultados no asignados o nuevos aportes de capital.
MONTOS CAPITALIZADOS	488,9 (millones de dolares)	1.198,2 (millones de dolares)	100,8 (millones de dolares)

II. Programa de capitalización de la deuda externa privada con seguro de cambio

En 1984, se inician los programas de conversión mediante un régimen que establece la capitalización de la deuda externa privada, con seguro de cambio.

El BCRA a través del comunicado A 532 de septiembre de 1984 ^{3/} estableció que las empresas privadas que estuvieran interesadas en dicha operatoria debían cancelar en pesos el equivalente al monto del préstamo adeudado y la prima del seguro de cambio. Realizada dicha cancelación, el BCRA les entregaba las divisas equivalentes al préstamo que eran simultáneamente adquiridas por el propio BCRA al tipo de cambio vigente en el mercado único de cambios, recibiendo, por lo tanto, la empresa privada el monto en moneda local. A su vez, el acreedor externo debía capitalizar el crédito en la empresa que realizaba la operación de capitalización.

De la operatoria en cuestión se desprende, por un lado, que esta forma de capitalización no comprometía divisas en la cancelación de la deuda. Por otro lado, que la empresa que realiza la operación recibe un subsidio del Estado en pesos, que es equivalente, por cada dólar adeudado, a la diferencia entre el tipo de cambio vigente en el mercado único de cambio y el que rige para el seguro de cambio.

De acuerdo a las autorizaciones del BCRA, participaron en este programa, entre 1985 y 1986, 180 firmas privadas, a las cuales hay que agregar la empresa Celulosa Argentina SA que fue autorizada por la autoridad monetaria a capitalizar 20 millones de dólares en 1987. En conjunto, las 181 empresas privadas realizaron operaciones por un monto de prácticamente 489 millones de dólares ^{4/}.

Las dos terceras partes de las empresas son locales, el resto pertenece a residentes extranjeros - representados por 49 firmas- concentrando estas últimas el 44% del monto capitalizado -215 millones de dólares-. Las locales participan con el 56% restante del monto total -274 millones de dólares (Cuadro 2)-. Estas discrepancias están vinculadas con el mayor endeudamiento relativo de las empresas extranjeras que es, en promedio, 1,4 veces superior al que exhiben las de origen local.

Dentro de las empresas locales se registran disparidades similares aunque significativamente más acentuadas, entre las firmas independientes y aquéllas que forman parte de grupos económicos. En efecto, las empresas independientes que son el 92% de las firmas locales (121) participan con el 32% del monto capitalizado por las mismas -155 millones de dólares- mientras que los grupos económicos teniendo únicamente el 8% de las empresas locales presentes en este programa (11) concentran el 24% del monto capitalizado -120 millones de dólares-. Ciertamente las diferencias en el endeudamiento promedio de unas y otras son sumamente acentuadas en tanto el de las empresas de los grupos económicos es 8 veces más

^{3/} "Estableció que se considerarán los pedidos de capitalización de préstamos externos en moneda extranjera, amparados por seguros de cambio concertados en virtud de las Com. A 31 del 5.6.81, A 137 del 5.7.82 y complementarias, y a los cuales no se les hubieran aplicado las disposiciones de la Com. A 251 del 17.11.82 y sus complementarias. La consideración de esos pedidos se hará con ajuste a determinadas condiciones". Memoria Anual del Banco Central de la República Argentina, 1984.

^{4/} Información proveniente de las autorizaciones del Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 2. Capitalización de préstamos con seguro de cambio. Distribución del total capitalizado por tipo de empresa. 1984-1987. a/

Tipos de empresa	Total de empresas				Empresas industriales				Empresas no-industriales			
	Cant. de firmas	Monto total	%	Tamaño promedio	Cant. de firmas	Monto total	%	Tamaño promedio	Cant. de firmas	Monto total	%	Tamaño promedio
TOTAL	181 (100)	488961.1 (100)	100	2701	69 (38)	258175.6 (53)	100	3742	112 (62)	230785.5 (47)	100	2061
1. Firmas locales	132 (100)	274290.5 (100)	56	2078	32 (24)	71343.6 (26)	28	2229	100 (76)	202946.9 (74)	88	2029
1.1. Grupos economicos	11 (100)	119595.6 (100)	24	10872	4 (36)	29290.3 (24)	11	7323	7 (64)	90305.3 (76)	39	12901
1.2. Independientes	121 (100)	154694.9 (100)	32	1278	28 (23)	42053.3 (27)	16	1502	93 (77)	112641.6 (73)	49	1211
2. Firmas Extranjeras	49 (100)	214670.6 (100)	44	4381	37 (76)	186832 (87)	72	5050	12 (24)	27838.6 (13)	22	2320

a/: No se realizaron operaciones posteriores al año 1987.

FUENTE: Elaboracion propia en base a autorizaciones del BCRA

Es pertinente señalar que este programa de capitalización de deuda externa no establece limitaciones respecto a las actividades económicas de las firmas y por lo tanto, las mismas no deben ser necesariamente industriales. De hecho, los resultados del mismo permiten apreciar que las firmas no-industriales (112) casi duplican a las industriales (69) que participan en esta operatoria. Sin embargo, nuevamente en este caso, las menos numerosas, las industriales, tienen el 53% del monto capitalizado -258 millones de dólares- mientras que las empresas que actúan en otras actividades económicas concentran el 47% restante -230 millones de dólares. Obviamente, tales diferencias están relacionadas con el hecho de que las empresas industriales capitalizaron en promedio un monto que casi duplica al del resto de las empresas.

Dentro de las empresas industriales que capitalizaron deuda externa con seguro de cambio, aquellas que pertenecen a inversores extranjeros son las más numerosas y sobre todo las que presentan una participación más elevada en el monto capitalizado (72% del total industrial). La menor incidencia de las firmas locales está vinculada a la escasa importancia tanto de los grupos económicos cuya participación sólo representa el 11% de lo capitalizado por todas las empresas industriales, a pesar de que tienen la capitalización promedio más elevada (7,3 millones de dólares), como en menor medida a las independientes que participan con el 16% del monto.

Por el contrario, en las operaciones de las empresas no industriales, la presencia de los grupos económicos es relevante no sólo porque concentran el 39% del monto respectivo -90 millones de dólares- sino por ser únicamente el 6% de las firmas no industriales participantes. La significativa capitalización promedio que presentan -13 millones de dólares- es resultado de unas pocas pero sumamente elevadas operaciones.

Las mismas efectuadas por las empresas Sideco Americana (22 millones de dólares) y Bidas SAPIC (60 millones de dólares) junto a la capitalización realizada por el Frigorífico Swift (más de 75 millones de dólares) constituyen las operaciones más elevadas en este programa de capitalización.

Siempre respecto a las empresas no industriales, cabe destacar que la participación de las locales independientes si bien es más elevada que la de los grupos económicos, llega al 49% del monto respectivo, es resultado de las operaciones que llevaron a cabo 93 empresas. La baja concentración que caracteriza la capitalización de estas firmas respecto a las efectuadas por los grupos económicos se expresa en el promedio por empresa (1,2 millones de dólares). Asimismo, es pertinente señalar que en este tipo de actividades económicas, las firmas extranjeras no sólo son un número reducido sino que también su incidencia en el monto capitalizado es poco significativo (12%).

El análisis de la significación de las actividades tanto industriales como no industriales en este programa según los diferentes tipos de firmas (por su origen de capital) permite completar las observaciones anteriores. En efecto, se observa que mientras el 76% de las empresas extranjeras participantes son productoras de bienes industriales, sólo el 24% de las de capital local se dedican a este tipo de actividades, concentrándose cerca de las dos terceras partes del total capitalizado por estas en actividades no industriales. Esto se repite tanto para los grupos económicos locales como para las empresas independientes. Por su lado, las firmas de capital extranjero capitalizaron préstamos en moneda extranjera con seguro de cambio por 187 millones de dólares, lo que representa el 87% del total de operaciones realizadas por ellas. En el Anexo I, se incluye el listado de empresas que realizaron estas operaciones por montos superiores al millón de dólares.

En este contexto, corresponde evaluar la distribución sectorial de los montos capitalizados por las firmas privadas.

En el Cuadro 3 se puede verificar que las empresas alimenticias capitalizaron dentro de este programa prácticamente 115 millones de dólares, lo cual las ubica como las más relevantes dentro de las firmas industriales. Las firmas dedicadas a esta actividades no sólo concentran el 44% del monto sino que también son las que tienen la capitalización promedio más elevada (10,4 millones aproximadamente). La participación de las empresas extranjeras es determinante en esta actividad ya que concentran más del 90% del monto capitalizado (106 millones de dólares).

Cuadro 3. Capitalización de préstamos con seguro de cambio por parte de las empresas industriales según rama de actividad, 1984-1987 a/

Actividades industriales	Cantidad de empresas	Monto total		Promedio por empresa	
		Miles de dls	%	Miles de dls	Indice Total = 100
1. ALIMENTOS Y BEBIDAS	11	114519	44.4	10411	278
2. TABACO					
3. TEXTILES Y CUERO	9	19858.7	7.7	2207	59
4. MADERA Y PAPEL	2	20306.7	7.9	10153	271
5. QUIMICOS Y PETROQUIMICOS	18	59239.9	22.9	3291	88
5.1. Sustancias químicas indust.	7	19228.9	7.4	2747	73
5.2. Medicamentos y art de tocador	8	20314.9	7.9	2539	68
5.3. Refinerías y derivados del petróleo y carbón	2	14818.6	5.7	7409	198
5.4. Productos plásticos	1	4877.5	1.9	4878	130
6. PRODUCTOS MINERALES NO METAL.					
7. METALICAS BASICAS	2	2237.8	0.9	1119	30
8. PRODUCTOS METALICOS Y MAQUINARIA NO ELECTRICA	10	14908.7	5.8	1491	40
9. MAQUINARIA Y SUMINISTROS	4	15848.6	6.1	3962	106
10. MATERIAL DE TRANSPORTE	2	410.6	0.2	205	5
11. OTROS	11	10845.6	4.2	986	26
Total	69	258175.6	100.0	3742	100

a/ nota: Dentro del presente régimen no se han realizado operaciones posteriores al año 1987.

Fuente: Elaboración propia en base a las autorizaciones realizadas por el BCRA.

Es pertinente destacar que de las 6 empresas extranjeras productoras de alimentos y bebidas que participan de este programa, dos de ellas concentran la mayor parte del monto total. En primer lugar, se encuentra el Frigorífico Swift SA que capitaliza más de 75 millones de dólares.

La segunda actividad industrial en orden de importancia es la producción química y petroquímica ya que 18 empresas que actúan en ella capitalizaron 59 millones de dólares, el 23% del total industrial. Nuevamente en este caso, la incidencia de las firmas extranjeras es determinante en tanto concentran más del 80% del monto capitalizado por las empresas de esta actividad. En la producción de sustancias químicas industriales se capitalizaron 19 millones de dólares por parte de 7 empresas extranjeras de las cuales las firmas AGA Argentina SA, Stauffer Química SA y Sintex SA son las más relevantes por el monto de sus operaciones. Respecto a los laboratorios medicinales, nuevamente las operaciones realizadas corresponden a firmas extranjeras, siendo las de mayor significación las del Laboratorio Roche y la de Abbot Argentina SA. Asimismo, la firma italiana Pirelli Cia. Platense de Neumáticos SA realizó la operación más importante dentro de la producción de derivados del petróleo, la cual alcanzó a 9,5 millones de dólares. Las firmas locales químicas y petroquímicas que realizaron las operaciones de mayor envergadura fueron: Panamericana de Plásticos SA y Destilería del Norte SA por 4,9 y 5,2 millones de dólares respectivamente.

Las empresas productoras de papel capitalizaron 20,3 millones de dólares lo cual las ubica en el tercer lugar dentro de las firmas industriales. Dicho monto está casi exclusivamente relacionado con la operación realizada por la empresa Celulosa Argentina SA en 1987 por 20 millones de dólares. La misma constituye la capitalización con seguro de cambio más importante que realizan los grupos económicos a través de empresas industriales.

Las firmas textiles por su parte son las que siguen en orden de importancia con un monto capitalizado que llega a 19,9 millones de dólares. Estas operaciones fueron realizadas exclusivamente por empresas locales, la mayoría de las cuales son firmas independientes.

En la fabricación de productos metálicos y de maquinaria no eléctrica se concretaron operaciones por 15 millones de dólares por parte de empresas extranjeras. Las operaciones más relevantes fueron realizadas por Hughes Tool Argentina (4,5 millones de dólares) y la Cia. Gillette de Argentina SA (poco más de 3 millones).

Finalmente, dentro de las actividades industriales más relevantes se encuentra la fabricación de maquinaria y suministros eléctricos. Las empresas de dicha actividad capitalizaron 16 millones de dólares aproximadamente. La operación más significativa de las firmas extranjeras fue concretada por NCR Argentina SA (7 millones de dólares) mientras que la más elevada realizada por una empresa local fue la de Noblex SA (cerca de 5 millones).

III. Programa de capitalización de la deuda externa pública. Nuevos proyectos de inversión

La capitalización de la deuda externa pública es el programa de mayor significación económica, no sólo por la magnitud de la deuda externa rescatada, sino también porque es el único que establece la obligación de canalizar dichos fondos hacia proyectos de inversión. Las inversiones deben orientarse a la adquisición de equipos nuevos, construcción de plantas industriales y obras para el incremento de la capacidad productiva y exportadora del país.

1. Características del programa. Sus reglamentaciones.

Se trata de un programa basado en el rescate de los diferentes bonos y obligaciones emitidos o contraídos por el Estado argentino a partir de 1982. De allí entonces que debido a las características que asumió el proceso de endeudamiento argentino, se rescate deuda externa originada, tanto en el sector público como en el sector privado ^{5/}.

Se han establecido, en un principio cupos para la financiación de proyectos. Estos preveían, para el año 1988 un cupo de 300 millones de dólares de valor efectivo y, para 1989 y los tres años siguientes, 400 millones de dólares. El BCRA puede incrementar el cupo a licitarse. De la misma forma, los proyectos que representen una conversión de deuda de más de 20 millones de dólares, pueden verse distribuidos entre varias licitaciones, afectando parcialmente cupos futuros.

La operatoria que establece el BCRA -mediante la circular A 1109 del 27/10/87 -puede resumirse de la siguiente manera:

a. Las empresas privadas presentan la descripción del proyecto a financiarse parcialmente con deuda convertida a la Subsecretaría de Política Económica del Ministerio de Economía.

^{5/} "Las obligaciones externas del Sector Público Argentino susceptibles de conversión serán las siguientes:
Bonos nominativos en Dólares Estadounidenses.
Obligaciones del Gobierno Nacional en Dólares Estadounidenses.
Bonos Externos de la República Argentina.
Empréstitos Externos del Gobierno Nacional.
Facilidad de Crédito y Depósito, por los depósitos existentes en el Banco Central de la República Argentina.
Obligaciones del BCRA.
Obligaciones Interinas del Banco Central en Dólares Estadounidenses.
Préstamos a Mediano Plazo otorgados al BCRA.
Otras obligaciones externas del BCRA.
Contrato de Refinanciación Garantizado de deudores públicos.
Otras deudas externas del sector público (con exclusión de la deuda comercial de corto plazo y de los créditos otorgados o garantizados por organismos oficiales no argentinos)."
Del Capítulo I: Requisitos para la presentación del inversor privado ante el BCRA. Anexo a la Com. A 1109 del 27/10/87.

b. Los proyectos que resultan elegibles en la etapa anterior, son presentados en las licitaciones que realiza el Banco Central de la República Argentina. En la presentación, además de las características del proyecto y su costo total, debe constar el valor de la deuda externa que el propietario del proyecto está dispuesto a aceptar. Posteriormente, el BCRA define el valor mínimo de las obligaciones externas (se trata, en realidad del descuento al cual aceptará la conversión) que está dispuesto a pagar en australes. Son aceptados proyectos presentados que tienen un valor de las obligaciones externas que iguala o supera el establecido por la institución monetaria.

Al mismo tiempo en el momento de la entrega de los títulos a convertir, se constituye un depósito indisponible en australes en un banco local. Este se irá desembolsando al inversor a medida en que se desarrolle el proyecto en cuestión. Es pertinente precisar que la capitalización de las obligaciones externas no puede abarcar el costo total del proyecto. En los lineamientos generales del régimen de conversión de pasivos externos en inversiones del sector privado en el país en las Comunicaciones A 1034 (1/6/87) y 1059 (3/8/87) se establecía que el inversor debía "efectuar una oferta de inversión de Fondos Adicionales a aplicar en el proyecto equivalente como mínimo al 100% del valor nominal de la deuda que se propone convertir". Estos quedan sin efecto a partir de los nuevos lineamientos de la Comunicación A 1109.

De esta manera, el monto máximo que puede cubrirse con los recursos provenientes de la capitalización se determina deduciendo del costo total del proyecto de inversión el 10% del mismo en concepto de inmuebles y capital de evolución, así como todo el costo de las maquinarias y equipos importados que requiera el proyecto en cuestión. Del costo del proyecto resultante, una vez excluidos los anteriores, se puede cubrir hasta el 70% con la capitalización de las obligaciones externas, mientras que el 30% restante deben afrontarlo los patrocinantes del proyecto con recursos propios.

Existen ciertas restricciones para la aplicación del régimen, entre ellas, la no elegibilidad de inversiones financieras o bursátiles, de compra de equipos usados o ya instalados, de las importaciones y de la compra de propiedades inmobiliarias.

Entre otras limitaciones al uso de este régimen, tanto la Resolución 492 del Ministerio de Economía como la Nº 20 de la Subsecretaría de Política Económica, ambas de mediados de 1988, se señala que no son elegibles "los proyectos de una firma receptora de beneficios promocionales a nivel nacional, sean de carácter regional, sectorial o especial, presentes o futuros excepto:

- los beneficios establecidos por el decreto 515/87 para la importación de bienes de capital.
- los previstos en la ley 23.101, 23.018, decreto 906/83, 168/87 y 1552/86".

Por otra parte, cabe enfatizar que no se indican, en ningún momento, sectores de actividad o regiones prioritarias para la capitalización de la deuda pública ni tampoco se establece la existencia de una evaluación ex-post.

Complementariamente a lo señalado anteriormente, corresponde referirse al papel de la Autoridad de Aplicación del programa, es decir a la fiscalización y al seguimiento de los proyectos aprobados en las diversas licitaciones.

En efecto, la autoridad de aplicación es la Subsecretaría de Política Económica, cuyas obligaciones se explicitan de la siguiente manera:

- dictar normas complementarias
- coordinar la actuación de las distintas dependencias del Ministerio de Economía

- requerir información, aprobar propuestas de inversión, fijar cuotas y cupos
- definir los medios por los cuales se aprobará el uso de los fondos en los proyectos y aplicar sanciones.

Por otro lado, en la Resolución Nº 4/88, se señala que "el uso efectivo de los fondos deberá ser acreditado por los inversores y/o receptores mediante la siguiente documentación: facturas de adquisición, copias de los certificados de obra, copias auténticas de informes y certificaciones expedidas por la autoridad pública y actas levantadas por escribano público respecto de obras y equipamientos. A su vez, se crea el Registro Codex cuyas funciones son: tomar razón de los movimientos de capital, distribución, cambios de titularidad, etc; en caso de ser una inversión extranjera, notificar al registro de inversiones extranjeras los datos concernientes al proyecto; analizar la información que reciba de los bancos intervinientes".

Respecto de estos últimos, se definen las siguientes obligaciones: responsable de la liberación del depósito contra certificación del avance del proyecto y luego de comprobada la efectiva inversión de los fondos en el proyecto; abrir un legajo para cada proyecto; informar a la SSPE la situación de cada proyecto. Se establece también la necesidad de realizar una auditoría externa anual y al finalizar el proyecto, acreditando el avance de la obra y el destino de los fondos retirados del depósito indisponible.

Este programa, al igual que los otros regímenes de capitalización, involucra un subsidio estatal a las empresas privadas. El monto del mismo está dado por la diferencia entre el valor de las obligaciones externas del Estado argentino en el mercado internacional y el valor de los bonos que les reconoce el BCRA a las empresas privadas en las licitaciones. Por lo tanto, dadas las características que asume la operatoria, dicho subsidio difiere para cada uno de los proyectos que se presentan en una misma licitación y varía entre diferentes licitaciones ^{6/}.

2. La aplicación del programa y sus resultados.

Los resultados obtenidos por el programa de capitalización de deuda externa pública en las seis licitaciones llevadas a cabo entre enero de 1988 y abril de 1989, indican que se aprobaron 110 proyectos que comprometen 1.039 millones de dólares de inversión. En el Anexo II figura el listado de los proyectos aprobados con sus respectivos costos totales y fondos provenientes de la conversión de deuda. Asimismo, la aprobación de los mismos trae aparejado el rescate de diferentes obligaciones externas cuyo valor nominal alcanza los 1.200 millones de dólares y por las cuales el BCRA les reconoce a los inversores un valor efectivo de 395 millones de dólares. (Ver Cuadro 4). La diferencia entre el valor de mercado de las obligaciones externas argentinas y el valor efectivo que les reconoce el BCRA a los inversores, determina el subsidio que reciben estos últimos. La magnitud de este difiere en las diversas licitaciones -tanto en términos absolutos como respecto del costo total de los proyectos aprobados-, sujeto a los descuentos aceptados en cada una de ellas y a las variaciones que sufre el precio de los títulos de deuda en el mercado secundario.

^{6/} Fórmula del subsidio absoluto (S):

$$S = xD - zD$$

D = Valor nominal de la deuda a convertir.

x = porcentaje que el BCRA rescata del valor nominal de la deuda externa a convertir.

z = porcentaje que paga el inversor del valor nominal de la deuda externa a convertir en los mercados secundarios.

Cuadro 4. Capitalización de la deuda pública externa - 1988-1989
(en miles de dolares)

Licitación	Descuento aceptado prom. %	Costo total de proyectos	Valor nom. de deuda convertida	Valor efectivo de deuda convertida	Subsidio absoluto *	% subsidio sobre costo de inversión
1. 20/1/88	37,6	101887.6	83962.5	53999.4	26291.8	25.8
2. 29/3/88	54,2	139991.3	117329.6	54129.6	19453.4	13.9
3. 10/6/88	58,6	185796.6	121123.2	52326.3	18205.5	9.8
4. 22/9/88	65,2	102781.0	152995.9	52407.4	13906.9	13.5
5. 15/12/88	70,7	164669.1	306532.3	86404.0	22032.2	13.4
6. 28/3/89	75,4	343565.2	416308.6	96601.8	21666.1	6.3

NOTAS:

*: Surge de la estimación de la diferencia entre el precio de compra de los títulos de deuda en el mercado secundario y el precio que resulta del descuento aprobado por la Autoridad de Aplicación del Programa.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA

Cuadro 5. Capitalización de la deuda pública externa.
Distribución de los proyectos según tamaño
1988-1989

Tamaño por costo total del proyecto	Num. de Proyectos	Tamaño Promedio	% subsidio** sobre costo de inversión
Más de u\$s 50 millones *	2	114.7	9,6
Entre u\$s 40 y 50 millones	1	40.3	8,5
Entre u\$s 30 y 40 millones	4	36.5	7,6
Entre u\$s 20 y 30 millones	12	25.2	12,4
Entre u\$s 10 y 20 millones	7	13.5	11,7
Entre u\$s 5 y 10 millones	17	7.2	14,1
Menos de u\$s 5 millones	67	1.6	18,1
TOTAL	110	9.4	11,7

* Se incluye el proyecto de Transax SA (u\$s 158.5 millones) que se licita por porciones.

** El subsidio surge de la estimación de la diferencia entre el precio de compra de los títulos de deuda en el mercado secundario y el precio que resulta del descuento aprobado por la Autoridad de Aplicación del Programa.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA

Si se distribuyen los proyectos aprobados según su tamaño, se comprueba que más de la mitad de estos (67) involucran inversiones de menos de cinco millones de dólares, con un tamaño unitario promedio de u\$s 1,6 millones. (Ver cuadro 5). Son dos los estratos que concentran una proporción importante de proyectos de inversión: 17 proyectos entre 5 y 10 millones de dólares, por un lado; por el otro, son 12 los proyectos que comprometen montos de inversión entre 20 y 30 millones de dólares. Cabe señalar que, en el caso de una misma firma con más de un proyecto aprobado, éstos se evalúan por separado. Es el caso, por ejemplo de Sevel SA y de Establecimientos Mecánicos Jeppener que cuentan con tres y dos proyectos respectivamente. Sólo dos proyectos involucran montos de inversión superiores a los 50 millones de dólares, ambos de carácter industrial. Se trata de Frigoríficos Swift SA con un proyecto de u\$s 71 millones y Transax SA (perteneciente a Autolatina SA) con 158,5 millones de dólares, licitando por una porción del monto total del proyecto.

Respecto de la significación del subsidio sobre el costo total de los proyectos de inversión, ésta varía según el tamaño de éstos. Se observa que, en promedio, cuanto mayor es el monto de inversión involucrado menor es el subsidio comprometido. En efecto, para los proyectos de menos de cinco millones de dólares éste es del 18%, mientras que para los superiores a treinta millones de dólares varía entre un 7 y un 12% sobre el costo total de la inversión.

Si se detiene ahora el análisis en los proyectos industriales (75), se observa que casi la mitad de éstos (30) pertenecen al estrato que abarca inversiones de entre 1 y 5 millones de dólares, con un costo promedio de u\$s 2,2 millones. Le sigue, en orden de importancia, el subconjunto de firmas que proyectan inversiones de menos de un millón de dólares, con un costo promedio de u\$s 0,7 millón. Aquí, resulta de interés realizar un breve comentario respecto a la participación de las pequeñas y medianas empresas en el programa de capitalización de la deuda externa pública. Las PYMES tienen, según lo establecido en el presente régimen, subcupos dentro del monto total a licitarse. Ellos pueden representar la posibilidad de convertir deuda a un descuento de hasta 10% por debajo del descuento de corte aceptado por el BCRA. (Ver cuadro 6).

Los proyectos aprobados de pequeñas y medianas empresas son 20, siendo 19 las firmas intervinientes (Biogénesis SA posee dos proyectos). Estos se distribuyen en cantidades parejas entre industriales y no-industriales. En ambos subgrupos se comprueba la presencia de los grupos económicos locales. Se trata del caso de Jojoba Sudamericana, perteneciente a Pérez Companc, Biogénesis, de Bidas y Angelmo (para la instalación de dos estaciones de gas natural comprimido) de Astra. El valor de la deuda rescatada asciende a 21,6 millones de dólares. El costo total de los proyectos suma los 15,2 millones de dólares, con un costo promedio por proyecto de aproximadamente 700.000 dólares.

Si se considera ahora el papel del subsidio sobre el costo de los proyectos vinculados a actividades industriales se comprueba que, en promedio, para las pequeñas y medianas empresas éste es marcadamente superior al resto. En efecto, los proyectos de estas últimas, involucrando inversiones inferiores a un millón de dólares, el subsidio representó un 45% del costo de la inversión. Cabe destacar que, en el caso de las PYMES, el Banco Central aceptó descuentos mayores respecto de los fijados para cada una de las licitaciones.

Cuadro 6. Capitalización de la deuda pública. Proyectos industriales según tamaño. 1988-1989
(en millones de dólares)

Tamaño por costo total de los proyectos de inversión	Numero de proyectos	Costo Promedio	% subsidio* sobre costo de inversión
Mas de u\$s 50 millones	2	114.7	9,6
Entre u\$s 25 y 50 millones	6	31.6	11,5
Entre u\$s 10 y 25 millones	11	17.4	11,3
Entre u\$s 5 y 10 millones	10	6.6	12,4
Entre u\$s 1 y 5 millones	30	2.2	13,0
Menos de u\$s 1 millon	16	0.7	45,0
TOTAL	75	10.1	

*: El subsidio surge de la estimación de la diferencia entre el precio de compra de los títulos de deuda en el mercado secundario y el precio que resulta del descuento aprobado por la Autoridad de Aplicación del programa.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA

En este contexto, desde el punto de vista sectorial, en el Cuadro 7 se puede verificar que hay 75 proyectos distribuidos en diferentes producciones industriales, los cuales en conjunto concentran el 72% del monto de las inversiones y el 68% del valor efectivo de la deuda capitalizada.

Dentro de las restantes actividades económicas, la construcción de hoteles para el turismo internacional es la más relevante (19,2% del costo total de los proyectos) seguida por la producción agropecuaria con una incidencia sensiblemente más baja (2,9% del costo total de los proyectos).

El predominio de la producción industrial en este programa de capitalización de la deuda externa, está vinculado principalmente a las inversiones en la elaboración de alimentos y bebidas, así como a la producción de automotores y autopartes. En menor medida, también se registran inversiones en la producción textil y en la fabricación de productos químicos y petroquímicos.

Las dos producciones industriales más relevantes presentan contrastes que requieren ser analizados brevemente. La producción de alimentos y bebidas concentra el 25,3% de la inversión (262 millones de dólares) y una participación significativamente más alta en el valor efectivo de la deuda externa capitalizada (31%) y de los subsidios (37%). La producción de automotores y autopartes presenta una situación inversa ya que mientras participa con el 27% de la inversión sólo concentra el 15% del valor de la deuda capitalizada y el 14% de los subsidios otorgados por el BCRA.

Estas pronunciadas diferencias se generan en primer término, porque algunos de los proyectos alimenticios más grandes (por ejemplo el del Frigorífico Swift SA) fueron aprobados en las primeras licitaciones, en las cuales el valor efectivo de la deuda externa reconocido por el BCRA fue significativamente más alto, respecto al

Cuadro 7. Capitalización de la deuda pública externa. Distribución de los proyectos según las actividades económicas.
1988-1989
(miles de dólares)

Actividades económicas	Num. de proyectos	Inversión	%	Valor nominal	Valor efectivo	Subsidio	% Subsidio * s/ inversión
				deuda a conv.	deuda a conv.		
1. AGROPECUARIA	13	29776.6	2.9	51505.2	17379.0	5475.2	18.4
2. INDUSTRIAL	75	752485	72.4	744180.7	267407.3	87312.3	11.6
2.1 Alimentos y bebidas	30	262399.4	25.3	325092.8	123601.0	44526.7	17.0
2.2 Tabaco	-	-	-	-	-	-	-
2.3 Textiles y cuero	8	66056.4	6.4	67351.9	26939.7	7609.3	11.5
2.4 Madera y papel	4	25771	2.5	18184.1	9770.4	4311.2	16.7
2.5 Químicos y petroquímicos	17	66442.8	6.4	112007.1	33444.7	9112.2	13.7
5.1. Sustancias químicas indust.	9	29615.7	2.9	39266.5	11873.0	3267.3	11.0
5.2. Medicamentos y art de tocador	5	5857.9	0.6	11229	3607.4	1126.4	19.2
5.3. Refinerías y derivados del petróleo y carbón	2	28619.2	2.8	59691.6	17527.5	4609.3	16.1
5.4. Productos plásticos	1	2350	0.2	1820	436.8	109.2	4.6
2.6 Productos minerales no metal.	2	36763.1	3.5	25914.1	10570.0	3860.8	10.5
2.7 Metalicas basicas	-	1642	0.2	2761	797.1	217.3	13.2
2.8 Productos metalicos y maquinaria no electrica	1	2387.1	0.2	3500	1153.3	278.3	11.7
2.9 Maquinaria y suministros electricos	1	10249	1.0	11325.3	3713.6	882.2	8.6
2.10 Material de transporte	11	280776.9	27.0	178044.2	57417.4	16514.3	5.9
3. HOTELERIA Y TURISMO	12	199214	19.2	282062.2	79380.1	21759.5	10.9
4. OTROS	10	57212	5.5	120503.9	30426.1	7008.9	12.3
TOTAL	110	1038690.1	100.0	1198252	394592.4	121555.9	11.7

*: Resulta de la estimación de la diferencia entre el precio de compra de los títulos de deuda en el mercado secundario y el precio que surge del descuento aprobado por la Autoridad de Aplicación.

Fuente: Elaboración propia en base a las autorizaciones realizadas por el BCRA.

valor en el mercado, que el de las licitaciones posteriores. En segundo término, debido a que dentro de la inversión destinada a la producción automotriz se computan proyectos que sólo entraron, en parte, en este régimen de capitalización de deuda externa (como el proyecto de Transax SA para instalar una nueva planta fabril de autopartes) que involucra una inversión de 158,5 millones de dólares.

En este contexto, es pertinente evaluar la incidencia que tienen las empresas extranjeras en la inversión aprobada para la producción industrial. A este respecto, el Cuadro 8 revela que de las 60 firmas ⁷/ que realizaron esta operación, 23 son extranjeras y 37 empresas locales.

Si bien las empresas extranjeras poseen un número reducido de proyectos industriales, cabe destacar que los mismos concentran el 69% del monto de inversión, el 62% del valor efectivo de la deuda externa y el 64% del subsidio estatal destinado a los proyectos industriales. Estas diferencias entre los proyectos que pertenecen a las firmas extranjeras y los que presentaron las empresas locales están vinculadas al tamaño de los mismos (cuadro 9). En efecto, se verifica que los proyectos industriales que encaran las firmas extranjeras son en promedio casi tres veces más grandes que los que pertenecen a las empresas locales.

Si se analiza la significación de las actividades industriales y de las no industriales en el presente régimen de capitalización según los diversos tipos de firmas involucradas (por su origen de capital) no se destacan grandes diferencias entre ellos. En efecto, tanto las empresas industriales de capital extranjero como las de capital local concentran más de las dos terceras partes del total capitalizado. En efecto, el 83% de las firmas pertenecientes a grupos económicos locales involucra proyectos de inversión industriales; por otro lado, el 69% de las firmas locales independientes-participantes en el programa son industriales, comprometiendo la conversión de 223 millones de dólares.

El predominio que tienen las empresas extranjeras en este programa de capitalización, orientado a incrementar la inversión, permite determinar la existencia de un comportamiento diferente entre ellas y los grupos económicos locales. En efecto, mientras que estos últimos tienen una participación determinante en las inversiones que se realizan bajo las normas y los subsidios estatales que establecen los regímenes de promoción industrial, las empresas extranjeras que tienen una escasa participación en los mencionados regímenes, ejercen el predominio en las inversiones industriales que se realizan mediante las normas y el subsidio estatal que suponen los programas de capitalización de la deuda externa.

Cabe destacar que, a su vez, los grupos económicos -a través de sus empresas controladas- son los inversores locales más importantes en los programas de capitalización de la deuda externa.

En efecto, del 30% del monto total de deuda a convertir que concentran las firmas locales, 17,8% corresponde a empresas controladas por los grupos económicos nacionales, a través de 10 proyectos. Por su lado, las firmas locales independientes son 27, con un tamaño promedio de u\$s 2,3 millones, mientras en el caso de los grupos es de 13,1. En efecto, Alpargatas S.A. con dos proyectos considerables, Massuh S.A. y Cemento San Martín S.A. concentran en conjunto más del 80% de los proyectos a financiar parcialmente con conversión de deuda externa pública.

⁷/ Respecto de las siete restantes, no se posee información.

Cuadro 8. Capitalización de la deuda externa pública. Distribución según tipo de empresa. 1988-1989.
(miles de dolares)

Tipos de empresa	Total de empresas			:	Empresas industriales			:	Empresas no-industriales		
	Cant. de empresas	Valor nom. deuda	%	:	Cant. de empresas	Valor nom. deuda	%	:	Cant. de empresas	Valor nom. deuda	%
TOTAL	102	1198252.0	100.0	:	67	744180.8	100.0	:	35	454071.2	100.0
	(100)	(100)		:	(66)	(62)		:	(33)	(38)	
1. Firmas locales	51	293373.9	24.5	:	37	223012.2	30.0	:	14	70361.7	15.5
	(100)	(100)		:	(73)	(76)		:	(27)	(24)	
1.1. Grupos economicos	12	173476.6	14.5	:	10	132148.1	17.8	:	2	41328.5	9.1
	(100)	(100)		:	(83)	(76)		:	(17)	(24)	
1.2. Independientes	39	119897.3	10.0	:	27	90864.1	12.2	:	12	29033.2	6.4
	(100)	(100)		:	(69)	(75)		:	(31)	(25)	
2. Firmas Extranjeras	25	457920.7	38.2	:	23	454561.1	61.1	:	2	3359.6	0.7
	(100)	(100)		:	(93)	(99)		:	(7)	(1)	
3. Sin informacion	26	446957.3	37.3	:	7	66609.5	9.0	:	19	380339.7	83.8

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA.

Cuadro 9. Distribución de las empresas industriales en la capitalización de la deuda pública externa, según su origen de capital. 1988-1989
(en cantidad de proyectos, miles de dólares y %)

	Cantidad de proyectos	Inversión		Valor efectivo de deuda externa		Subsidio	Inversión
		Miles de dólares	%	Miles de dólares	%	Estatat Miles de dólares	promedio Miles de dólares
TOTAL INDUSTRIAL	75	752.485	100	267.407	100	87.312	10.033
. Empresas locales	47	235.812	31	102.865	36	31.617	5.017
. Empresas extranjeras	28	516.673	69	164.542	64	55.695	18.453

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del BCRA.

Teniendo en cuenta la importancia decisiva que tiene las empresas extranjeras en la inversión industrial basada en la capitalización de la deuda externa, es preciso determinar los sectores hacia los cuales se dirige dicha inversión.

En el Cuadro 10 se puede verificar que la producción de automotores y de autopartes es la actividad industrial más relevante, ya que concentra el 54% de la inversión realizada por las sociedades extranjeras bajo este programa de capitalización de la deuda externa. Luego se encuentra la producción de alimentos y bebidas, en la cual se aprobaron ocho proyectos pertenecientes a empresas extranjeras que en conjunto representan el 35% de la inversión realizada por las firmas extranjeras. Finalmente, también cabe destacar la producción química y petroquímica, especialmente los derivados del petróleo y el carbón, y la producción de maquinaria y suministros eléctricos, con el 9% y el 2% de la inversión extranjera total.

Al confrontar la distribución sectorial de las inversiones de las firmas extranjeras con la que presenta el total de las inversiones aprobadas bajo este programa (Cuadro 10), se verifica que dichas firmas concentran la totalidad de las inversiones aprobadas en la producción de material de transporte y de maquinaria y suministros eléctricos así como, prácticamente, el 70% de las destinadas a la elaboración de alimentos y bebidas y más del 65% de las dirigidas a la producción química y petroquímica.

Asimismo, es necesario insistir en que la disminución en la participación de la producción de material de transporte en el valor efectivo de la deuda externa convertida y el subsidio estatal, en relación a su incidencia en la inversión, está estrechamente vinculada a la inclusión de proyectos que minoritariamente están incorporadas a este programa de conversión de la deuda externa. Por lo tanto, dichas disparidades no expresan, en lo sustancial, una mayor utilización de capital propio por parte de las firmas productoras de automotores y autopartes en relación al resto de las empresas participantes en este programa.

Cuadro 10. Distribución de la inversión de las firmas extranjeras realizada con la capitalización de la deuda pública externa, según sectores industriales. 1988-1989.
(cantidad de proyectos, miles de dólares y %)

Sectores industriales	Cantidad de proyectos	Inversión		Valor efectivo de la deuda externa		Subsidio Estatal		Inversión promedio	Inversión total	Participación de las firmas extranjeras %
		Miles de dólares	%	Miles de dólares	%	Miles de dólares	%			
1. ALIMENTOS Y BEBIDAS	8	181.702	35	78.268	48	31.901	57	22.713	282.399,4	69.2
2. TABACO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. TEXTILES Y CUERO	-	-	-	-	-	-	-	-	66.056,4	0.0
4. PAPEL Y MADERA	-	-	-	-	-	-	-	-	25.771	0.0
5. QUIMICOS Y PETROQUIMICOS	8	43.946	9	25.142	15	6.398	11	5.493	66.442,8	66.1
5.1. Sust. químicas ind.	5	13.529	3	6.653	4	1.607	3	2.706	29.615,7	45.7
5.2. Medic. y art. de tocador	1	1.797	...	962	...	181	...	1.797	5.857,9	30.7
5.3. Derivados del petróleo y carbón	2	28.619	6	17.528	11	4.609	8	14.310	28.619,2	100.0
5.4. Productos plásticos	-	-	-	-	-	-	-	-	2.350	0.0
6. PRODUCTOS MINERALES NO METALICOS	-	-	-	-	-	-	-	-	36.763,1	0.0
7. METALICAS BASICAS	-	-	-	-	-	-	-	-	1.642	0.0
8. PRODUCTOS METALICOS Y MAQ. NO ELECTRICA	-	-	-	-	-	-	-	-	2.387,1	0.0
9. MAQUINARIA Y SUMINISTROS ELECTRICOS	1	10.249	2	3.714	2	882	2	10.249	10.249	100.0
10. MATERIAL DE TRANSPORTE	11	280.777	54	57.417	35	16.514	30	25.525	280.776,9	100.0
T O T A L	28	516.673	100	164.542	100	55.695	100	18.453	752.485	68.7

Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA.

En este contexto, es relevante determinar si las inversiones realizadas por las empresas extranjeras a través de este programa, se dirigen principalmente a instalar nuevas plantas fabriles o por el contrario se destinan a la ampliación de plantas industriales en funcionamiento.

En este sentido, la información básica del BCRA permite comprobar que de los 28 proyectos de inversión que pertenecen a firmas extranjeras, siete están destinados a instalar nuevas plantas fabriles, mientras que los 21 restantes están vinculados con la ampliación de plantas industriales existentes. Si bien las inversiones para instalar nuevas plantas son la tercera parte de las orientadas a ampliar las plantas existentes, concentran el 51% de la inversión total de las firmas extranjeras. Es pertinente señalar que la elevada participación de este tipo de inversión es el resultado de considerar la inversión comprometida para la construcción de todas las plantas nuevas aún cuando una parte considerable de la mayor de ellas (la nueva planta de Transax SA) no forma parte del programa de capitalización. Sin embargo, aún si se deja de lado esta parte de dicha inversión, la participación de las nuevas plantas alcanza prácticamente al 40% de la inversión extranjera canalizada a través del programa de capitalización de la deuda pública externa.

Por otra parte, el análisis de la distribución sectorial de las nuevas plantas industriales indica que se radican principalmente en la producción de alimentos y bebidas y en la fabricación de autopartes. En la primera de ellas se localizan específicamente en la producción de aceite (L. Dreyfus y Cía. SA) y en la elaboración de bebidas (Maltería Pampa SA; Cervecería Río Paraná SA⁸ / y Coca-Cola SA).

En la fabricación de autopartes hay únicamente una planta nueva, perteneciente a Transax SA, firma controlada por Autolatina Argentina SA. Se trata de un proyecto para la producción de cajas de velocidad para vehículos medianos, previéndose que el 90% de esta se destinará a la exportación, principalmente a Brasil.

Por otro lado, Autolatina posee un proyecto de inversión aprobado. Este se refiere a la integración de ciertos modelos de vehículos, que hasta el momento presentan una importante proporción de partes importadas. A su vez, se proponen mejoras en la productividad e incrementar la exportación de autopartes (en especial de cubos de rueda delantera).

⁸ / Esta empresa también goza de los beneficios de la Promoción Industrial.

IV. Programa de aportes de capital mediante la aplicación de obligaciones externas del sector privado (représtamos u "on-lendings")

Dentro del programa de capitalización de la deuda externa, el Banco Central de la República Argentina permite la conversión de deuda del sector privado bajo la forma de operaciones de préstamo en capital, mediante el pago de una comisión. Este subprograma se encuentra incluido en el régimen de aportes de capital mediante la aplicación de obligaciones externas del sector privado no financiero vigentes al 30 de abril de 1987^{9/}. Los lineamientos a los que se ajustan estos se presentan en la comunicación A 1056 del BCRA de fines de julio de 1987 y fueron sufriendo modificaciones hasta el comienzo de su aplicación a mediados de 1988.

1. Descripción del régimen. Características fundamentales.

Originalmente, los "on lending" surgen, a fines del año 1985, como una operadora que consistía en una línea especial de préstamos de créditos a bancos extranjeros otorgados por el Banco Central de la República Argentina para que este las canalice al sector privado. La idea básica se proponía imponer como condición para la realización de la operación el ingreso de un dólar "fresco" por cada dólar prestado. Complementariamente, estos fondos debían canalizarse hacia sectores de actividad industrial con los objetivos de ampliación de la capacidad productiva y vinculados con la actividad exportadora.

El objetivo que se propone el presente régimen es capitalizar a las empresas privadas endeudadas en moneda extranjera con acreedores externos, reduciendo al mismo tiempo los pasivos externos del país.

En este sentido, el BCRA libera a los bancos acreedores de la obligación de redepósito que establecen los contratos de préstamos vigentes a la fecha de creación del régimen en cuestión. Los deudores o los inversores pueden adquirir los créditos a los bancos acreedores y transformarlos en capital de las compañías deudoras.

Una de las condiciones establecidas en el régimen original de cancelación de deuda privada se refiere a la necesidad de que el deudor reciba una inversión de capital por una suma igual a la del préstamo en las mismas condiciones o un préstamo del exterior por el plazo mínimo de diez años. Otro punto de importancia es el referido a la repatriación de los aportes de capital. Al respecto, estos aportes, con independencia de que opten o no por el registro como inversión extranjera, no pueden ser repatriados antes del vencimiento del plazo originalmente previsto en la obligación externa que se cancela o antes de cumplidos diez años de realizado el aporte. Por otro lado y complementariamente, no se permite el pago de utilidades durante los cuatro primeros años. Las utilidades no pagadas podrán ser transferidas, como mínimo, a partir de los cuatro años y seis meses de efectuado el aporte.

^{9/} Entre las obligaciones del sector privado que pueden ser aplicadas como aportes de capital se encuentran:

- Importaciones concertadas a más de un año de plazo asumidas antes del 10/12/83.
- Restantes obligaciones asumidas antes de la misma fecha.
- Obligaciones que fueron transferidas al sector privado mediante el sistema de préstamo liquidadas antes del 30/4/87.

En el presente trabajo, se analizará exclusivamente el programa de capitalización de "on lendings", concentrando este más del 95% del total de deuda externa privada capitalizado.

El método mediante el cual se efectúa la evaluación y selección de las solicitudes de capitalización presenta puntos en común y diferencias con los demás programas. Según lo establecido por el BCRA, esta se realiza de acuerdo con el puntaje que surge de considerar el valor de la comisión de capitalización ofrecida (porcentaje del valor nominal de la deuda a capitalizar).

A su vez, en el presente régimen se establece un determinado orden de prioridad, en el caso de "empate" entre dos propuestas, para la aceptación de estas. En este sentido, se toman en consideración tres factores, como criterios de preferencia y en el orden siguiente: mayor porcentaje de fondos adicionales aportados, más antigua fecha de origen de la deuda y menor importe de esta.

El régimen fue sufriendo ciertas modificaciones antes de su puesta en vigencia ¹⁰/. Una de ellas, de importancia, fue la decisión por parte del BCRA en septiembre de 1988 de aceptar solicitudes de capitalización sin que cumplan con el requisito de fondos adicionales, considerando a las mismas independientemente de las que se realicen cumpliendo con el mismo. Otro cambio considerable -incluido el mismo conjunto de modificaciones- es el referido a las características del inversor y el receptor de dicho aporte de capital, que pueden ser la misma persona jurídica cuando, en principio, debía tratarse de diferentes. Este programa de capitalización, al igual que el anterior, compromete un subsidio estatal para las empresas privadas que realizan la operación. El mismo resulta de la diferencia entre el empréstito que recibió la empresa en australes y el pago que le efectúa, por un lado al acreedor externo cuando realiza la capitalización y, por el otro la comisión que le cobra el BCRA para aprobarle la capitalización del préstamo. En este contexto, cabe señalar que estas obligaciones también se cotizan en el exterior a un valor sensiblemente más bajo que el de paridad.

2. Resultados.

De la aplicación de este régimen durante el año 1988 (a través de cinco llamados a licitación) pueden extraerse diversas conclusiones. Estas pueden referirse tanto, a nivel global, a las características de las diferentes licitaciones, los montos capitalizados, las comisiones pagadas al Banco Central, como del análisis de los diversos sectores de actividad intervinientes y del origen del capital involucrado en las operaciones realizadas. En el Anexo III, figuran las empresas que participaron en el programa y los correspondientes montos de deuda capitalizados.

En primer lugar, se observa que son 25 las firmas que han realizado este tipo de operaciones. Debe señalarse que, en algunos casos, una misma empresa ha llevado a cabo varias presentaciones para capitalizar obligaciones privadas externas en diferentes licitaciones, resultando aprobadas en varias oportunidades. En la primera licitación se han capitalizado "on lendings" por 25,6 millones de dólares; en las cuatro restantes, los montos fueron: 25, 25, 1,75 y 23,4 respectivamente.

Las comisiones pagadas al BCRA oscilaron entre el 9,4% y el 32,2%. (Ver cuadro 11). La licitación en la cual se aprobaron más presentaciones es la tercera, con la participación de 15 empresas. Puede observarse que en este caso, se registra el monto promedio convertido menos significativo, tomando en consideración los cinco llamados realizados.

¹⁰/ Las comunicaciones A 1144, 1196 y 1256 modificaron parte del contenido original del régimen, agregando a su vez nuevos elementos.

**Cuadro 11. Capitalización de préstamos (on lending)
por licitación. 1988-1989
(en millones de dolares)**

Num. de Licitación	Fecha	Montos a Capitalizar	Comisiones aceptadas	Cantidad de firmas 1/
1	6/88	25,59	9,4/15,1	6
2	7/88	25,00	13,6/16,1	7
3	9/88	25,00	26,0/32,2	15
4	10/88	1,75	22,2	1
5	12/88	23,42	22,0/22,6	4

1/ Algunas empresas participaron en mas de una licitacion.
El total de firmas intervinientes en el programa es 25.

Fuente: Elaboracion propia sobre la informacion del BCRA

**Cuadro 12. Capitalización de los préstamos (on lending)
según actividades económicas. 1988-1989**

Actividades económicas	Total de empresas		
	Cantidad de empresas	Miles de dólares	%
1. AGROPECUARIA	3	810	1
2. INDUSTRIAL	16	87.013	86
2.1. Alimentos y bebidas	2	1.920	2
2.2. Tabaco	-	-	-
2.3. Textiles y cuero	2	24.749	25
2.4. Madera y papel	1	9.900	10
2.5. Químicos y petroquímicos	5	23.278	23
2.6. Minerales no metálicos	1	1.500	1
2.7. Metálicas básicas	1	7.266	7
2.8. Prod. metálicos y maq. no eléct.	-	-	-
2.9. Maq. y suministros eléctricos	3	13.400	13
2.10. Material de transporte	-	-	-
2.11. Otros	1	5.000	5
3. OTROS	6	12.950	13
T O T A L	25	100.773	100

Fuente: Elaboración propia en base a la información del BCRA.

Partiendo del análisis previo referido al origen y los objetivos del programa, resulta posible evaluar el impacto o relevancia que ha tenido su aplicación en los diferentes sectores de actividad, tanto industriales como no industriales, aunque en él no se especifique la obligatoriedad de su destino para proyectos de inversión.

Como se señalara anteriormente, mediante este régimen 25 empresas han capitalizado poco más de 100 millones de dólares. Si consideramos los tres subprogramas vigentes, este es el que involucró menores montos. En este marco, se pueden realizar algunas observaciones referidas a la relevancia de las diferentes actividades económicas que llevan a cabo las empresas que capitalizaron obligaciones externas del sector privado.

En el cuadro 12, se observa que las de carácter industrial concentran el 86% del monto total capitalizado (87 millones de dólares), siendo 16 las empresas involucradas. El resto se distribuye entre firmas de actividad agropecuaria y comercializadoras, llegando a ser 13,7 millones de dólares.

En el interior del sector industrial, la distribución del monto total convertido presenta rasgos muy particulares. En efecto, se observa que dos sectores concentran más de la mitad del total. Se trata de la industria textil y cueros por un lado, y la química y petroquímica por el otro (25% y 23% son las participaciones respectivas). En el primer caso se trata de sólo dos firmas; en el segundo, son cinco empresas las pertenecientes a ese sector que realizan operaciones dentro del presente régimen de conversión.

Con una participación insignificante, les siguen la producción de maquinaria y suministros eléctricos y la industria maderera y del papel. Así como ocurre en el caso de la capitalización de deuda pública, la industria del tabaco no participa en este programa (Cuadro 12).

Desde otra perspectiva, pueden analizarse los resultados globales según el origen de capital de las empresas involucradas.

Se concluye así que casi dos tercios del total capitalizado corresponde a firmas de capital local, concentrando los grandes grupos económicos más del 80% convertido por las empresas locales. Por su parte, las firmas de origen extranjero capitalizan, en su conjunto, casi 38 millones de dólares, lo que equivale al 41% del monto total convertido, a través de operaciones de 11 empresas. Un punto que merece atención es el referido a la participación de estos diferentes grupos de empresas en el subconjunto de las firmas industriales. (Ver cuadro 13).

En este sentido, se observa que las empresas de capital extranjero concentran sus operaciones sólo en el campo industrial y a su vez casi la mitad del total capitalizado corresponde al sector químico y petroquímico. En el caso de las empresas de capital local, los grandes grupos económicos participan, por su parte, también sólo en el sector industrial, siendo las empresas locales independientes las únicas que capitalizan préstamos fuera de este (actividades agropecuarias o de comercialización). La participación de las firmas que integran la estructura empresarial de los grandes grupos económicos está localizada en la producción textil (Alpargatas y Grafalar SA, perteneciente esta última a Bunge y Born), de papel (Massuh) y química (Astra).

En síntesis, los resultados de la aplicación de este programa reflejan un perfil particular, diferente al que resulta de los demás regímenes.

Cuadro 13. Capitalización de préstamos (on lending), según tipo de empresa. 1988-1989.
(miles de dolares)

Tipo de empresa	Monto a capitalizar	Part. %	Cant. de empresas
Industriales	87.012,7	86	16
. Locales	49.178,5	49	6
- Empresas locales indep.	-	-	-
- Grupos Económicos Locales	49.178,5		6
. Extranjeras	37.834,2	49	10
No industriales	13.760,0	14	9
. Locales	10.610,0	11	8
- Empresas locales indep.	10.470,0	10	7
- Grupos Económicos Locales	140,0	0	1
. Extranjeras	3.150,0	3	1
TOTAL	100.772,7	100	25

Fuente: Elaboración propia sobre información del BCRA.

V. Régimen de cancelación de préstamos y redescuentos mediante la capitalización de deuda externa pública.

A través de este régimen, reglamentado por la comunicación A 1194 del Banco Central (de mayo de 1988), los deudores del sistema bancario pueden cancelar sus obligaciones con las entidades financieras ofreciéndoles en pago títulos de la deuda externa pública. A su vez, las entidades financieras pueden usar esos títulos para cancelar préstamos y/o redescuentos que adeuden al Banco Central.

La oferta se realiza mediante el compromiso de entregar a los efectos de cancelar las líneas de préstamo y/o redescuento obligaciones de la deuda externa pública (las enunciadas en el anexo a la comunicación A 1109 del BCRA que se refiere también a los otros regímenes de conversión) a ser convertidas en australes , previa aplicación del descuento o comisión.

Es condición necesaria para acceder al régimen el haber efectuado un aporte irrevocable de capital en el ente titular de la oferta por un importe mínimo equivalente al valor de los redescuentos y/o préstamos que se cancelan. Esto debe determinar un aumento real de los patrimonios netos.

La evaluación de las ofertas se realiza por licitación pública, en base a la consideración del valor presente estimado por el BCRA para los préstamos y/o redescuentos y del valor nominal de las obligaciones sujetas a conversión. En cada llamado a licitación, se establece el monto global máximo aplicable a la operatoria. El importe ofertado (equivalente al monto de los redescuentos y/o préstamos a amortizar) no puede superar el porcentaje que se determine sobre aquel máximo. Se admiten ofertas complementarias por hasta otro porcentaje igual al máximo. Su aceptación se hace automáticamente, luego de la correspondiente a las ofertas principales.

En la reglamentación, se establece que se habilitan subcupos especiales para pequeñas y medianas empresas.

Se admite la participación de inversores extranjeros (con previa aprobación en los términos de la ley de inversiones extranjeras). Existen algunas restricciones: las inversiones extranjeras no pueden ser repatriadas en divisas antes de los 10 años de realizado el aporte de capital; no se pueden girar las utilidades correspondientes a ese capital en divisas hasta que concluya el cuarto ejercicio económico anual de la empresa receptora.

Las capitalizaciones efectuadas bajo este régimen deben inscribirse en el Registro Codex creado por la Resolución 20 de la SSPE (4/11/87).

Al mes de diciembre de 1988, se han realizado tres licitaciones a través de las cuales se aceptaron 405 ofertas presentadas y se capitalizaron títulos de la deuda externa pública por un valor nominal de 488 millones de dólares que equivale a 164 millones de dólares en valor efectivo, considerando los descuentos promedios aceptados por el Banco Central para cada una de las licitaciones que se llevaron a cabo.

En la primera, se aceptaron 124 ofertas de las 233 presentadas. Entre ellas, 81 correspondieron a pequeñas y medianas empresas. De esta manera, se rescataron títulos por 159 millones de dólares, correspondiendo una tercera parte del total al cupo de las PYMES. El descuento promedio aceptado por el Banco Central es de 62,75%. (Cuadro 14).

En la segunda, se aceptaron 122 propuestas, de las cuales 73 respondían a proyectos de pequeñas y medianas, capitalizándose 169 millones de dólares, siendo la tasa de corte promedio de 69,89%.

En la tercera licitación de los 159 proyectos aceptados, 96 son de PYMES, convirtiéndose títulos de deuda externa pública por un valor nominal de 160 millones de dólares a un descuento de 66,18%.

En síntesis, este programa representó una conversión de 488 millones de dólares con un descuento promedio del 66,2% y una conversión neta de 164,3 millones. Las pequeñas y medianas empresas han ocupado un lugar significativo en el presente régimen (16% del total).

Cuadro 14. Cancelación de préstamos y redescuentos mediante la capitalización de títulos de la deuda externa pública a/. 1988-1989 (millones de dólares)

	Deuda convertida		
	Cantidad de ofertas aceptadas	Valor Nominal	Valor Efectivo

Primera Licitación			
.Total	124	159.0	59.2
.Pymes	81	41.6	16.2
Segunda Licitación			
.Total	122	168.7	50.8
.Pymes	73	29.6	10.2
Tercera Licitación			
.Total	159	160.5	54.3
.Pymes	96	38.4	14.4
TOTAL	405	488.2	164.3

a/ El programa se inició en septiembre de 1988.
Se incluyen las tres licitaciones realizadas hasta diciembre de 1988.

Fuente: Elaboración propia sobre información del BCRA

CONCLUSIONES

Del estudio del programa de conversión de la deuda externa argentina, desde sus orígenes hasta los resultados de su aplicación, dados los límites respecto de la información disponible, se pueden extraer algunas conclusiones.

Entre 1984 y junio de 1990, se han convertido aproximadamente 2.280 millones de dólares de deuda externa en el marco de diversos regímenes, frente a una deuda externa que suma casi 60.000 millones de dólares ^{11/}, lo que representa cerca de un 4%. El programa de nuevos proyectos de inversión concentró alrededor del 50% del total capitalizado, a través de 110 proyectos de inversión que suman 1.038,7 millones de dólares, convirtiéndose deuda externa pública por un valor nominal de casi 1.200 millones. Son 75 los proyectos de empresas industriales, representando casi las dos terceras partes de la inversión total involucrada en este régimen.

Respecto al régimen de conversión de deuda privada con seguro de cambio y al de préstamos, las firmas industriales participaron en el monto total capitalizado en un 58% y un 86% respectivamente.

De la distribución sectorial de la deuda total convertida (Cuadro 15), según los distintos regímenes de capitalización en el período 1984-1989, se concluye que son 40 las empresas del sector Alimentos y Bebidas -sobre un total de 145 firmas industriales- las que concentraron poco más del 40% del total capitalizado (441,5 millones de dólares). Las dos actividades que le siguen por la magnitud de las operaciones realizadas son la fabricación de productos químicos y petroquímicos y la producción de material de transporte, participando en un 17,9% y 16,4% respectivamente.

Con respecto a la distribución de la deuda capitalizada por tipo de empresa y según sea industrial o no la actividad que estas desarrollan, se observa que, de un total de 275 empresas cuyo origen de capital se pudo identificar, 138 son industriales. (Ver Cuadro 16). En este subconjunto participan 67 firmas extranjeras, comprometiendo 679 millones de dólares de deuda a convertir. Las firmas de capital local son 71 -de las cuales 18 pertenecen a grupos económicos locales- y participan capitalizando 343,5 millones de dólares. Entre las firmas de actividad no industrial, las de origen extranjero son sólo 15 y llegan apenas a representar un 10% de la deuda capitalizada por estas firmas, que alcanza los 318,3 millones de dólares. En este subgrupo predominan las empresas locales independientes (112); los grupos económicos participan a través de 10 empresas, con proyectos que involucran poco menos de la mitad de la deuda capitalizada por firmas locales no industriales.

Complementariamente, se pueden mencionar algunas características referidas al grado de concentración empresarial que resulta de las operaciones realizadas. En primer lugar, se observa que 22 empresas con montos capitalizados superiores a los 20 millones de dólares, concentran cerca de la mitad del total de deuda externa capitalizada en los diferentes regímenes. Algunas de estas han participado en más de un programa, convirtiendo tanto deuda externa para nuevos proyectos de inversión como préstamos (on lending) o préstamos con seguro de cambio. (Ver Cuadro 17). A su vez, nueve firmas concentran el 26% del total convertido, por montos que superan, para cada una de ellas, los 40 millones de dólares.

^{11/} Estimación de la deuda externa según: "Deuda externa de los sectores público y privado", Estado al 31/12/88. Separata del Boletín Estadístico del BCRA.

Cuadro 15. Distribucion sectorial de la deuda convertida segun los distintos regimenes de capitalizacion, 1984-1989.
(miles de dolares)

Actividades industriales	Prestamos c/seg. cambio	Deuda ext. publica	On lending	Total de empresas		
				Cantidad de empresas	Miles de dólares	%
1. Alimentos y bebidas	114519.0	325092.8	1920.0	40	441531.8	40.5
2. Tabaco	-	-	-	0	0	0.0
3. Textiles y cuero	19858.7	67351.9	24748.5	14	111961.1	10.3
4. Madera y papel	20306.7	18184.1	9900.0	7	48390.8	4.4
5. Quimicos y petroquimicos	59239.9	112007.2	23278.3	37	194525.4	17.9
6. Minerales no metalicos	-	25914.1	1500.0	3	27414.1	2.5
7. Metalicas basicas	2237.8	2761.0	7266.1	4	12264.9	1.1
8. Prod. metalicos y maq. no eléct.	14908.7	3500.0	-	11	18408.7	1.7
9. Maq. y suministros electricos	15848.6	11325.3	13400.0	8	40573.9	3.7
10. Material de transporte	410.6	178044.2	-	10	178454.8	16.4
11. Otros	10844.8	-	5000.0	11	15844.8	1.5
T O T A L	258174.8	744180.6	87012.9	0	1089370.3	100.0

Fuente: Elaboracion propia sobre informacion del BCRA.

Asimismo, existen empresas que, dentro de un mismo régimen, participaron en más de una licitación, contando con diversos proyectos aprobados. Es el caso de Sevel Arg. SA y de Maltería Pampa SA, entre los proyectos más significativos en cuanto a la deuda a capitalizar comprometida.

Aún cuando los receptores de la capitalización sean las empresas privadas, esto no implica necesariamente que se registre una contrapartida de nuevas inversiones por parte de dichas firmas privadas. El único programa que exige explícitamente nuevas inversiones, es la capitalización de la deuda externa pública. En efecto, tanto la capitalización de la deuda externa privada con seguro de cambio como la capitalización de préstamos (on lending) al sector privado exigen la cancelación de dichas deudas mediante modificaciones en el capital de la firma en cuestión. Si bien suponen incrementar el capital de las firmas no necesariamente requieren que se realicen inversiones en las plantas existentes o en nuevas con el fin de incrementar la oferta de bienes, mejorar la productividad, etc.

Dadas las características que reunieron los diferentes regímenes de capitalización de la deuda externa, cabe identificar y evaluar algunos puntos centrales vinculados a sus efectos sobre la inversión.

Cuadro 16. Distribución de la deuda capitalizada según tipo de empresa *. 1984-1989
(miles de dolares)

	Cant. de empresas	Deuda capitalizada
TOTAL	275	1341028.3
Empresas industriales	138	1022761.5
1. Locales	71	343534.2
1.1. Grupos económicos	18	210616.9
1.2. Independientes	53	132917.3
2. Extranjeras	67	679227.3
Empresas no-industriales	137	318266.8
1. Locales	122	283918.6
1.1. Grupos económicos	10	131773.8
1.2. Independientes	112	152144.8
2. Extranjeras	15	34348.2

* En este cuadro no se consideran las empresas que, habiendo realizado este tipo de operación, no se enmarcan en los grupos considerados por no poseerse información suficiente al respecto

Fuente: Elaboración propia sobre información del BCRA

Cuadro 17. Principales empresas que participaron en los programas de capitalización de la deuda externa argentina a/

Empresa	Rama de actividad principal	Monto total capitalizado b/ (millones de Dls)	Grado de concentración empresarial (% particip. en el total)	Total acumulado (%)
SWIFT ARMOUR SA *	Frigorífico	138.0	6.1	6.1
ALPARGATAS SAIC *	Confecciones textiles	72.8	3.2	9.3
INTEGRACION TURISTICA HOT.	Hotelería	70.3	3.1	12.4
BRIDAS SA	Petroleo	59.6	2.6	15.0
TRANSAX SA	Automotriz	56.0	2.5	17.5
SEVEL ARG. SA **	Automotriz	55.1	2.4	19.9
FRIPLAC SA	Elab. de alimentos	50.0	2.2	22.1
NUEVAS FRONTERAS	Hotelería	41.0	1.8	23.9
EXPORPESCA SA	Pesca	40.2	1.8	25.7
RED HOTEL. IBEROAMERICANA	Hotelería	35.8	1.6	27.3
LOUIS DREYFUS Y CIA LTDA	Elab. de aceites veg.	35.0	1.5	28.8
MALTERIA PAMPA SA **	Elab. de cerveza	33.7	1.5	30.3
IMPSAT SA	Telecomunicaciones	28.3	1.2	31.5
RENAULT ARG. SA	Automotriz	28.2	1.2	32.7
CERV. RIO PARANA SA	Elab. de cerveza	24.4	1.1	33.8
MASSUH SA *	Pasta cel. y papel	22.1	1.0	34.8
SIDECO AMERICANA CIECSA	Construcciones	22.0	1.0	35.8
HOTEL CORP. OF ARGENTINA	Hotelería	21.9	1.0	36.8
VALLE LAS LENAS (HOTEL.)	Hotelería	21.6	0.9	37.7
SOC. HOTELERA SUDAMERICANA	Hotelería	21.2	0.9	46.6
CEMENTO SAN MARTIN SA	Cemento	21.1	0.9	47.5
CELULOSA ARGENTINA SA	Pasta cel. y papel	20.0	0.9	48.4
Total		918.3	48.4	
Total deuda capitalizada		2275.9	100.0	

NOTA:

* Estas empresas han participado en mas de un programa de capitalización.

** Fueron aprobados mas de un proyecto de inversión.

a/ Incluye las capitalizaciones realizadas en el periodo 1984- junio 1990.

b/ Valor nominal de la deuda externa capitalizada.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA.

En primer lugar, se observa que estos programas vieron limitados sus efectos dada su escasa vigencia en el tiempo y la incertidumbre que estaba asociada a su procedimiento de acceso a los beneficios. Asimismo, estos programas -que en algunos casos tenían objetivos globales muy generales- no estaban articulados dentro del conjunto de instrumentos de política de fomento a la inversión, lo que cuestiona, en muchos casos, una inducción hacia una más adecuada asignación de los recursos y de la utilidad de los subsidios involucrados.

Por otro lado y complementario a lo anterior, la selección de prioridades sectoriales, identificando actividades económicas específicas constituye un elemento crucial para dar significación a la acción de este mecanismo, junto con el establecimiento de criterios de evaluación tanto ex ante como ex post de los proyectos elegibles dentro de un determinado régimen. El otorgamiento del subsidio debería estar enmarcado y controlado por políticas industriales que incluyan criterios de selectividad sectorial, de cumplimiento de objetivos y de evaluación social. A su vez, es necesario que se articulen los distintos instrumentos en políticas explícitas y claras que promuevan la competitividad y la adquisición de ventajas comparativas dinámicas.

En tercer lugar, otro fenómeno merece ser considerado: el verdadero efecto "inductor" de inversión de este tipo de subsidio. En efecto, cabe preguntarse cómo afecta el comportamiento del inversor la existencia de dicho mecanismo de transferencia de recursos. Más precisamente correspondería plantearse hasta qué punto las inversiones realizadas a través de este régimen se hubieran realizado de cualquier manera, es decir, sin la existencia de este mecanismo (la llamada "adicionalidad").

Profundizando esta línea de pensamiento, en diversas entrevistas empresarias ha surgido otro aspecto sumamente importante en términos de los efectos de la existencia de este mecanismo de subsidio en relación con las decisiones de inversión. Muchas de estas empresas vienen evaluando desde hace tiempo distintas inversiones factibles en el sector industrial. Como es sabido, el período de maduración de estas decisiones no es instantáneo y su puesta en práctica está asociada a la maximización en el aprovechamiento de todos los esquemas promocionales existentes. La factibilidad de poder acceder a alguno de los programas de capitalización de la deuda externa ha determinado que varias firmas frenaran la decisión del comienzo de sus inversiones ante la eventual posibilidad de acceder a este subsidio. En estos casos, el efecto final parecería estar más asociado a la "paralización" que a la inducción de estas inversiones.

Finalmente, desde marzo de 1989 a mediados de 1990 no se ha efectivizado ninguna operación dentro de estos programas. Evidentemente, la inestabilidad económica durante este período, puesta en su máxima evidencia en los episodios de hiperinflación y la transición política en el cambio de gobierno, pusieron una pausa en el funcionamiento de estos mecanismos que, en muchos casos, tenían limitaciones por sus efectos monetarios y fiscales. Asimismo, estuvieron permanentemente replanteados en las discusiones más globales de renegociación de la deuda externa entre el Estado, la banca acreedora y los organismos internacionales de financiamiento involucrados, en la cual estos regímenes forman parte del "menú de opciones" en el tratamiento de este tema.

Es importante hacer notar que en la actualidad estos programas pueden tener una modificación sustantiva, tanto en cuanto a los montos involucrados como en relación a los efectos sobre la estructura económica argentina. Basta señalar que este instrumento forma parte de los avanzados programas de privatización de empresas estatales, que en su primera fase comprende la privatización de la

Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL), Aerolíneas Argentinas, distintas partes de Ferrocarriles Argentinos, varios sistemas de peajes a rutas y accesos urbanos, numerosos servicios (incluyendo SEGBA, Gas del Estado, Obras Sanitarias), áreas petroleras, centrales nucleares, etc .

Anexo I. Empresas que capitalizaron prestamos en moneda extranjera con seguro de cambio. 1984-1987 *

EMPRESA	MILES DE DOLARES	EMPRESA	MILES DE DOLARES
SWIFT-ARMOUR S.A.	75068.9	LAS ESPIGAS S.A.	2700.0
BRIDAS	59634.0	RODRIGUEZ DIEZ M.J.L.	2578.8
SIDECO AMERIC.CIECSA	22000.0	STAUFFER QUIMICA S.A.	2480.6
CELULOSA ARG	20000.0	TANCO S.A.	2154.2
SYNTEX S.A.	11872.2	EST. AGR-GAN. JUAN ROMERO	2150.0
CIA. EMB. ARG.	11765.0	WERNICKE CONSTRUCC.	2132.9
PEPSI COLA ARG. S.A.	9800.0	AGA ARG.	2076.9
PIRELLI S.A. PLATENSE	9571.4	CINECOLOR S.A.	2043.2
BANCO BEAL S.A.	8407.8	FOXBORO ARG.	2000.0
TELESUD S.A.	7613.0	LAB. PHOENIX	1969.4
ABBOTT LAB. ARG.	7500.0	INV.LANSCOT DEL SUR	1952.9
NCR ARG. S.A.	7100.0	PERKINS ARG. S.A.	1928.5
SUCHARD ARG.	6469.2	S.A. EX. E IM. LAHVSEN	1839.2
DENTE-LEYTON	6260.0	BAUSCH Y LOMB ARG.	1800.0
DEST. DEL NORTE ARG.	5247.2	CAMPOS SANTIAGUENOS	1777.0
CARREFOUR ARG. S.A.	5170.8	PROD. DEL MAR S.A.	1724.8
PRODUCTOS ROCHE S.A.	5000.0	IMPEX S.A.	1692.3
EST. TEXT. S.ANDRES	4988.1	ACQUAMARINE S.A.	1672.5
PANAMERICANA DE PLASTICOS	4877.5	HUDSON,CIOVINI Y CIA.	1671.5
NOBLEX ARG.	4870.9	HIERROMAT S.A.	1577.1
TROPUS S.A.	4736.4	ARTHUR MARTIN	1548.5
HACOR S.A.	4700.0	PITTSBURGH S.A.	1510.0
SALUTEC S.A.	4700.0	WIJS MULLER	1500.0
PERIDOT S.A.	4658.1	ANSIL	1500.0
HUGHES SERVICE S.A.	4594.8	TECMARG S.A.	1498.8
MORGATE ARG. S.A.	4548.7	BAHCO SUDAM.	1400.0
MELLER S.A.	4500.0	MC DONALDS RESTAURANTES.	1385.0
FIBRAMALVA	4454.6	PROTASA	1350.0
SEMOSE S.C.A.	4400.0	SUDAMTEX S.A.	1350.0
KODAK ARG.	4370.9	IND. MET. SUDAMERICANA	1200.0
POSAVINA S.A.	4370.0	WORTHINGTON ARG.	1177.0
PARANA INMOB. Y FORES.	4333.8	LA ILIADA S.A.	1156.7
SEPTUA S.A.	4125.0	INTERCITRUS S.A.	1150.0
FRIG. RIOPLATENSE	3990.0	S. SANCHEZ ELIA	1120.0
SAFLOR S.A.	3943.9	IRURZUN S.A.	1103.1
CIMET S.A.	3692.6	FRIG. GANADERO	1100.0
ASGROW ARG.	3500.0	GEORGALOS ODISSEAS	1083.9
PALISSADE S.A.	3447.0	BOSQUE VERDE S.A.	1061.5
CIA. GILLETTE	3143.3	VIUDA DE C. BARREIRO E H.	1040.0
MES S.A.	3062.5	METAL. LUJAN	1037.8
CYNAMID ARG.	2986.8	POND'S ARG.	1007.0
ARBOL SOLO	2968.7	ELAB. ARG. CEREALES	1000.0
MEDIAS PARIS FUEGUINA	2964.9	JULIO MENDEZ	1000.0
		SEMILLAS INTERSTATE ARG.	1000.0

* Se incluyen las empresas que capitalizaron por montos superiores a un millon de dolares.

Fuente: Autorizaciones del BCRA. No incluye los swaps con seguro de cambio del BCRA.

Anexo II. Capitalización de deuda externa pública. Nuevos proyectos de inversión.
1988-1989.
(miles de dólares)

Empresa	Costo del proyecto	Valor nominal deuda a conv.	Valor efectivo deuda a conv.	BCRA %
TRANSAX	158472.2	56020.4	12251.7	78.13
SWIFT ARG. S.A.	70920.0	62949.8	40760.0	35.25
VALLE LAS LENAS (hotel.)	40257.8	21580.0	9251.3	57.13
CERV.RIO PARANA	38017.7	24425.9	11700.0	52.10
HOTEL CORP. OF ARG. S.A.	37496.0	21948.9	2469.5	56.50
ALPARGATAS S.A.I.C.	35713.9	48380.6	10875.9	77.52
CEMENTO S. MARTIN	34763.0	21119.1	9184.7	56.51
SEVEL ARG. S.A.	28713.0	20219.1	8591.1	57.51
INTEGRACION TURIS. HOTEL.	28361.0	70297.5	17511.1	75.09
IMPSAT S.A.	28288.1	63707.3	13996.5	78.03
SEVEL ARG. S.A.	27372.0	30229.2	13479.2	55.41
FRIPLAC S.A.	25341.4	49997.3	14484.2	71.03
ALPARGATAS S.A.	24396.8	11456.1	4571.0	60.10
NUEVAS FRONTERAS	24392.0	41003.1	11554.7	71.82
ISAURA S.A.	23034.2	50118.5	14248.7	71.57
COCA COLA	22751.0	9383.0	4199.8	55.24
RENAULT ARG.	22665.6	28189.6	9514.0	66.25
LOUIS DREYFUS Y CIA LDA.	22021.0	35030.6	8600.0	75.45
MASSUH S.A.	20743.7	12248.6	7716.6	37.00
RED HOT. IBERO AM.	19658.5	35849.7	9285.1	74.10
EXPORPESCA S.A.	18948.0	40239.2	11267.0	72.00
MALTERIA PAMPA S.A.	12299.0	23757.6	5416.7	77.20
MALTERIA PAMPA S.A.	11528.0	9990.4	4885.3	51.10
AUTOLATINA ARG.	11245.0	12790.7	3642.8	71.52
SAAB-SCANIA ARG.	10880.2	9661.9	4515.0	53.27
GTE SILVANNIA	10249.0	11325.3	3713.6	67.21
BACONS S.A. (hotel.)	9859.0	15733.2	5498.8	65.05
INVERPLAT (hotel.)	9639.2	16586.0	5635.9	66.02
ODIMEC S.A. (hotel.)	8745.0	15060.0	5117.4	66.02
SOC. HOTELERA SUDAM.	8707.4	21180.0	6085.0	71.27
ACEITERA CHABAS	8373.7	8567.8	1992.0	76.75
LUCAS INDIEL S.A.	7895.8	6560.1	1886.0	71.25
DEL ESTE S.A. (hotel.)	7731.2	13300.0	4519.3	66.02
MALEIC S.A.	7040.6	4350.3	2044.2	53.01
FRIG. RIOPLATENSE	6712.8	18246.5	4045.3	77.83
S.A. PASTORIL SANTIAGENA	6593.3	13680.4	3406.4	75.10
ESTAB. MEC. JEPPENER	6249.0	5677.1	289.3	57.51
JOJOBA SALTENA	5991.9	7099.0	2447.0	65.53
PARAFINA DEL PLATA	5585.0	9573.1	3278.8	65.75
AGROIND. INCA S.A.	5538.2	8383.9	3876.7	53.76
CABANA LOS GATOS	5490.7	11304.8	3814.2	66.26
MILAR S.A.	5400.0	8816.0	2944.5	66.60
NUTRYTE S.A.	5121.0	4839.1	3130.9	35.30
CALAFATE S.A.	4322.2	6428.1	2757.7	57.10
DOW QUIMICA ARG.	4287.4	8519.7	1951.0	77.10
VICENTIN S.A.I.C.	4068.2	11747.4	2436.4	79.26
SEVEL ARG. S.A.	4057.0	4687.6	2090.2	55.41
CRO-AGRO S.A.	3388.9	7699.1	2158.0	71.97
CITRUSVIL S.R.L.	3120.0	4744.0	2087.4	56.00
A.T.G.E. S.A.	2979.7	4179.5	1956.0	53.20
TELICA	2952.7	7224.8	1676.1	76.80
QUIMICA HOECHST	2593.0	3260.6	1235.4	62.11
COMPANIA ARG. DE TE	2560.0	6011.2	1718.0	71.42
H.F. FULLER ARG. S.A.I.C.	2422.4	6422.0	1474.5	77.04
CIERVOS ARG. S.A.	2421.9	3409.8	783.2	77.03

G. DECKER	2387.1	3500.0	1153.3	67.05
LISMAR S.A.	2365.9	4555.7	1298.4	71.50
MODERN PLASTIC S.A.	2350.0	1820.0	436.8	76.00
TINOBET S.A.	2311.0	838.2	502.0	40.11
DOW QUIMICA ARG.	2302.3	4507.7	1077.3	76.10
ESTAB. MEC. JEPENER	2249.0	1519.6	677.6	55.41
STANDARD TRADING S.A.	2233.2	4917.4	1087.7	77.88
EDITORIAL AMFIN	2065.5	2491.3	672.6	73.00
OLEGA	2052.3	3909.1	1436.6	63.25
C.N. SAPAG	2000.1	4795.0	1385.3	71.11
HOTELES DEL SUR S.A.	2000.0	4968.1	1153.6	76.78
LIQUID CARBONIC ARG.	1924.2	3166.7	915.2	71.10
LA LUQUENSE S.A.	1900.9	4789.2	1172.4	75.52
MANI-AR S.A.	1893.2	3819.8	1087.5	71.53
PIONEER ARG. S.A.	1865.0	2001.8	1241.1	38.00
LAB. GLAXO ARG.	1797.1	4335.1	961.5	77.82
PROGAR S.A.	1794.0	1346.9	470.1	65.10
ERREBE	1642.0	2761.0	797.1	71.13
CARGILL S.A.C.I.	1605.0	3739.7	988.4	73.57
AGROMADERA	1566.2	1794.2	672.6	62.51
LA NECOCHEA QUEQUEN	1389.8	2063.5	579.9	71.90
DIARIO LA N. PROV.	1369.0	1650.0	708.5	57.06
INDUSTRIAS DEL MAIZ	1321.6	2802.0	784.3	72.01
ESTAR	1300.6	1426.1	850.6	53.15
PUNTA DEL AGUA S.A.	1281.2	1357.8	636.8	53.10
JOJOBA SUDAM.	1260.0	593.6	258.3	56.49
GAFCO S.A.	1229.9	1149.9	402.5	65.00
BIOGENESIS	1186.9	1607.5	658.8	59.02
MINETTI Y CIA	1162.8	2671.4	814.0	69.53
EXPOFRUT S.A.	1131.2	2298.7	542.9	76.38
BIOGENESIS S.A.	997.8	2296.1	673.4	70.67
EATON	978.0	2488.9	522.2	79.02
FRIG. UNO MAS S.A.	976.6	1903.0	594.7	68.75
FARMATECNIA S.A.	974.1	1518.6	681.9	55.10
CELULOSA CNEL. SUAREZ	951.0	1354.0	564.2	58.33
SANTA URSULA S.A.	926.9	1085.0	648.8	40.20
CURTIEMBRES FONSECA	924.6	2026.2	569.6	71.89
LABORATORIO BETA	902.0	1471.8	631.4	57.10
FINCA FLICMAN *	850.5	1460.0	508.7	65.16
ANGELMO S.A.	836.8	1089.3	290.8	73.30
SELVA BRAVA	797.7	1258.8	365.1	71.00
ESTAB. TEXTILES S. ANDRES	710.7	1701.4	423.7	75.10
LUNLIV	640.3	1054.5	357.5	66.10
PROXIMA	631.5	709.6	274.9	61.26
S.A. GENARO GARCIA	624.6	956.1	333.6	65.11
LAC EXPORT S.R.L.	613.0	1229.3	372.4	69.71
IND. DEL SALADO	580.6	914.5	346.5	62.11
ESTANCIA LOS NOGALES	509.5	606.9	212.4	65.00
GASYDIN S.A.	485.9	853.2	259.9	69.53
ESTAB. S. ANDRES	467.9	680.8	281.9	58.60
COMPRIGAS S.A.	466.4	840.0	250.4	70.19
LOS CUATRO VIENTOS	440.8	646.7	241.2	62.71
AGROGEN S.A.	437.9	600.0	263.1	56.15
ICE CREAM S.R.L.	336.6	605.3	204.9	66.15
INDALPRE S.A.	290.0	500.0	176.4	64.72

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del B.C.R.A.

**Anexo III. Empresas que capitalizaron préstamos
(on lending) 1988-1989.**

Empresas	Monto Capitalizado (miles de u\$s)	Comision aceptada (%)
Shell	5999.8	10.10
Kodak Arg. S.A.	5000.0	9.76
Alpargatas	4450.0	9.38
Ciba Geigy S.A.I.C.	4268.3	15.00
Astra-Evangelista	3500.0	26.00
Alpargatas S.A.I.C.	3460.0	13.62
Equitel S.A.	3400.0	32.20
Comatter S.A.	3266.1	16.06
Bulmaco S.A.	3150.0	15.10
Alpargatas S.A.I.C.	3105.0	22.00
Alpargatas S.A.I.C.	3063.4	22.00
Dycasa Arg. S.A.	3000.0	27.19
Neumaticos Good Year	3000.0	16.10
Equitel S.A.	3000.0	15.00
Massuh S.A.	2750.0	22.25
Massuh S.A.	2500.0	22.05
Massuh S.A.	2400.0	22.15
Alpargatas S.A.I.C.	2350.0	22.00
Alpargatas S.A.I.C.	2316.0	22.00
Alpargatas S.A.I.C.	2257.0	14.12
Alpargatas S.A.I.C.	2250.0	22.00
Comatter S.A.	2250.0	15.76
Massuh S.A.	2250.0	22.55
Sicom Sist. Comunic.	2000.0	11.05
Progar S.A.	2000.0	15.10
IACSA	1800.0	27.19
Comatter S.A.	1750.0	22.25
Sicom Sist. Comunic.	1500.0	11.05
Shell	1500.0	14.50
Sicom Sist. Comunic.	1500.0	11.05
Astra-Evangelista	1500.0	26.00
Carbochlor S.A.	1485.0	26.50
Carbochlor S.A.	1275.0	26.50
Union Constr. Arg.	1250.0	26.52
Union Constr. Arg.	1250.0	30.52
Siemens S.A.	1200.0	32.20
Alpargatas S.A.I.C.	1198.6	13.59
Molinos R. de la Pl.	1020.0	26.00
S.A. Nestle	900.0	30.20
Siemens S.A.I.C.	800.0	15.00
Carbochlor S.A.	750.0	27.00
Vitrofar S.A.	750.0	28.10
Vitrofar S.A.	750.0	27.50
Amago S.A.	500.0	31.05
Llorente Hnos S.A.	500.0	28.01
Grafalar S.A.	200.0	23.07
Cia. Rio tartagal	140.0	23.07
Agromania S.A.	100.0	32.00
Grafalar S.A.	98.5	23.07
Agromania S.A.	70.0	32.00

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del B.C.R.A.

ENGLISH SUMMARY

1. At the beginning of the eighties, a secondary market for debtor countries' papers started to develop. External creditors began looking for new alternatives to diversify their uncertain portfolios and increase the chances of liquidating part of them. The use of swaps includes a wide spectrum: buy-outs, financial restructuring, debt-equity swaps, mechanisms related to exports, privatizations, etc. Several debtor countries have initiated programs to redeem their foreign debt, which in some cases involve only the compensation of non-paid debt services. Among Latin American countries, "Debt swaps" are well known instruments. They consist, briefly, in allowing to redeem foreign debt, converting it into local currency, permitting the early retirement of the debt at more than its current market value. Actually, regulations vary from country to country, including the type of fresh money requirements, the exchange rate used for conversions, the restrictions to repatriation of capital and dividends, the allowance for domestic companies or persons to participate in the programs, etc.

2. This paper studies the Argentine swaps programs established since 1984 until June 1990, with special emphasis, on their relation with investment in the industrial sector. In the first chapter, it analyses the fundamental characteristics of each scheme. In the four following chapters, each of them is examined, including the changes they underwent and an evaluation of the results of their application. The focus is on the analysis of the connection between debt swaps and investment in the industrial sector, identifying activities and firms that played a role in the transactions. The last chapter, includes some conclusions related to this point.

3. The first program was instrumented in 1984. By mid-1987, general bases for the conversion of external Argentine debt were established in the Financial Plan presented by the government on April 24 1987. The main objective was to "promote economic growth within stability". The Ministry of Economy established more precise global aspects of the programs to come, defining the eligible investments as: new equipment, building of industrial plants and other investments aiming to increase productive capacity, efficiency, productivity and goods and services supply. Three different programs were instrumented from July 1987 on.

4. The first scheme involved the conversion of private external debt, specifically foreign currency secured loans. No special reference concerning priorities on economic activities for converting the debt was stated. Within this program, 181 private firms made transactions for an amount of 489 million dollars, between 1984 and 1987. 49 foreign companies participated in this program with 44% of the total amount swapped. They played a significant role, specially among the operations that took place in the industrial sector. Among the industrial activities that were affected by these operations, Food and Beverages is in the first place (114,5 million dollars), where foreign firms concentrate 90% of the total amount, followed by the Chemical and Petrochemical activities. (See Table 3). Local firms -including economic groups as well as independent local companies- were more important in non-industrial transactions.

5. The most significant program is the so called "Public external debt swap program for new investment projects", whose application started in January 1988. This program is based on the conversion of different public bonds and obligations dated since 1982. Two main points distinguish this mechanism from the rest. First, it is the only one that establishes the need of new investments as an objective, defining them as

new equipment, new industrial plants, increasing productive and export-oriented capacity. Secondly, the fresh money requirement clause. Under the original scheme, an amount of fresh money equal to the amount of debt swapped was required. In late 1987, the ratio changed, increasing the incentive. In fact, 70% of the eligible project cost -excluding land and imported machinery- could be financed with swaps. For the complementary 30%, fresh money was required. There is no reference at all to specific sectors or priority areas for the use of this mechanism. Eligible investment projects are approved in public auctions in which the Central Bank fixes the redemption price for the debt (discount). This program involves a subsidy, given by the difference between the paper's value in secondary markets and the discount that the Central Bank accepts. It takes different values in each auction.

6. In the frame of this last program, six auctions have taken place between January 1988 and April 1989. No more transactions were made until June 1990. 110 projects were accepted, involving investments for a total amount of 1.039 million dollars. (See Annex II). More than half of the projects have total costs of less than 5 million dollars, with an average size of 1,6 million dollar. Two projects involved investments for more than 50 million dollars, one in the Automobile sector and the other being a -meat-packing plant. Focusing on the industrial sector, we find 75 projects, including 20 from small and medium firms. The Production of Automobiles and parts is the most significant activity, with 27% of the total cost of projects (281 million dollars), and 15% of the nominal value of swapped debt. Food and Beverages follows it, participating with projects for 262 million dollars. On the one hand, we observe that foreign firms had a significant role, with 28 industrial projects that involved almost 517 million dollars, with an average project size of 18 million dollars. On the other, local firms have 47 projects, but with 5 million dollars as the average. Among these, firms owned by economic local groups have 10 industrial projects. Focusing on non-industrial activities, Hotels and Tourism Resorts concentrate 12 projects for a total investment cost of almost 200 million dollars. (See Tables 9 and 10).

7. Converting external obligations from the non-financial private sector to fund investments, is the objective of the program established in April 1987. Among these obligations, "on lendings" -born in 1985 as special credits by foreign banks which the Central Bank had to channel into the private industrial sector as new investments- played the most important role, involving almost 95% of the total transactions. Proposals to convert this kind of debt are approved by auctions, where firms offer a certain "comission" to be payed to the Central Bank. This scheme was flexibilized in September 1988, permitting transactions with no fresh money requirements. During the period studied, 25 firms made operations, involving a total amount of 101 million dollars. (See Annex III). Among them, we find 16 industrial firms that concentrate almost 90% of the debt swapped. Foreign firms (11) participated in this program. (See Tables 12 and 13).

8. The fourth program concerned cancelling loans and rediscounts by the use of external debt swaps. This scheme requires capital funds to be invested for an equivalent value in firms operating under this mechanism. 405 transactions were accepted for a total amount of 488 million dollars (face value) of public external debt to be converted, finding among them a group of small and medium-size firms that participated in several operations. (See Table 14).

9. Summarizing, between 1984 and June 1990, approximately 2.280 million dollars were swapped, within different programs, representing 4% of the total Argentine external debt (around 60 billion dollars).

10. In analysing the impacts of such schemes in investment behavior some questions remain important:

* The effects of the swap programs were limited due to their short continuity and the uncertainty of its application. Also, this instrument was characterised by very wide global objectives and the lack of relation with other existing investment incentives. This leaves the mechanisms with a lower inductive effect than could be expected if there was a more specific and articulated industrial policy.

* The establishing of evaluation criteriums ex-ante and ex-post including social evaluation is a crucial element for these programs, along with screening for priority sectors, specific objectives and an institutional framework. These elements would provide an adequate environment in using this kind of subsidy for a better resource allocation.

* A significant issue: that face these schemes is whether the investments would have been made anyway, even without the existence of this subsidy; in other words, the real "additionality" effect this incentive has.

* In different interviews made to firms, another important point appeared. Many companies have been evaluating for a long time a variety of investment possibilities. It is known that the planning takes a period of time and is linked to every potential chance of taking advantage of incentive instruments and subsidies that exist. This would explain the fact that many firms would quit investments or suspend them temporarily, waiting for the moment to benefit from the subsidy.

11. From March 1989 until mid-1990, no transactions have been made within these programs. Economic instability -hiperinflation episodes and political transition in the changing of government authorities, as the main characteristics- limited the use of these mechanisms, that had also several limitations due to their fiscal costs and monetary impacts. Anyway, these scemes have been a substantial part of the debt problem "menu" discussed between the debtor country's government, creditors and the financial community.

12. Today, these programs could undergo important changes, basically in the characteristics of their impact on the economic structure. In fact, this instrument plays a crucial role in the privatization process, including the sale of publicly-owned enterprises to private parties. The magnitude involved in this process as well as the economic and social effects will be much more significant than in the programs above mentioned. This implies a strong impact on the short term macroeconomic policy and also on the long economic term growth path. Some examples are the national telecommunication company (ENTel), the argentine airline company (Aerolíneas Argentinas), several oil fields run by the State Oil Company (Y.P.F.), parts of the state railway system; road networks, energy plants, etc.