

Tesis de la Maestría en Evaluación de Proyectos de Inversión

Universidad del CEMA



Instituto Tecnológico Buenos Aires



RESTRICCIONES CAMBIARIAS Y CONTROL DE CAPITALES QUE AFECTAN AL DESARROLLO DE PROYECTOS DE INVERSIÓN EN LA ARGENTINA

Alumno: Ianina Lucca

Tutor: José Dapena

Abril de 2007

ÍNDICE

ÍNDICE

1.- INTRODUCCIÓN

2.- CAPITALES EXTRANJEROS EN LATINOAMÉRICA Y ARGENTINA

2.1.- CRISIS ARGENTINA Y CONSECUENCIAS

2.2.- EL INGRESO DE CAPITALES EXTRANJEROS, ¿DEBE SER UNA META?

3.- RESTRICCIONES CAMBIARIAS DESPUÉS DE LA CRISIS

3.1.- MERCADO OFICIAL DE CAMBIOS

3.2.- MERCADO ÚNICO Y LIBRE DE CAMBIOS

3.2.1.- CONTROL DE CAPITALES

3.2.2.- INGRESO DE CAPITALES

Algunos problemas e inconvenientes relacionados con el depósito del Decreto 616.

Antecedentes

Ejemplo

3.2.2.1.- INVERSIÓN A TRAVÉS DE CAPITAL

3.2.2.1.1.- INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Algunos de los problemas y sugerencias.

3.2.2.1.2.- INVERSIÓN POR RESIDENTES

3.2.2.1.3.- INVERSIÓN DE PORTAFOLIO

Algunos de los problemas y sugerencias.

4.- CONCLUSIÓN

APÉNDICE

- **Gráfico A: Concentración de los Fondos de Inversión Extranjera Directa**
- **Gráfico B: Inversión Extranjera Directa a los 20 países en vías de desarrollo que más capitales reciben por sector durante el período 1998-2002**
- **Gráfico C: Grandes Empresas por origen de capital**
- **Gráfico D: Utilidad por origen de capital en 1993 y 2004**
- **Gráfico E: Utilidad por origen de capital en 2005**
- **Gráfico F: Intensidad del Control de Capitales en Latinoamérica.**
- **Gráfico G: Demanda privada de efectivo, reservas del BCRA, Lebac, depósitos privados en millones de Pesos y Dólares Estadounidenses.**
- **Gráfico H: Mapa de los principales proyectos y prospectos mineros en la Argentina.**
- **Cuadro A: Grandes Empresas por origen de capital**
- **Cuadro B: Grandes Empresas por origen de capital**
- **Cuadro C: Principales proyectos y prospectos mineros en la Argentina.**
- **Cuadro D: Principales cinco países con inversión acumulada en proyectos de infraestructura con participación privada en Latinoamérica y el Caribe en el período 1990-2001**

BIBLIOGRAFÍA

1.- INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es identificar las barreras que los proyectos de inversión en la Argentina enfrentan para su financiamiento desde la instauración de un régimen de control de cambios y capitales tras la crisis de 2001. El eje del presente se ubica en las restricciones para el ingreso de fondos a la Argentina en forma de capital (*equity*), estando exento del análisis tanto el egreso de fondos sea en forma de repago de deuda, dividendos o cualquier otro tipo de distribuciones como el ingreso de fondos a través de deuda (*debt*)¹. Adicionalmente, el presente procurará reconocer las incoherencias de la normativa aplicable y sugerirá algunas modificaciones que deberían introducirse a la regulación vigente para minimizar los impactos de estas restricciones al financiamiento a través de capital de los proyectos de inversión en la Argentina.

Sin juzgar la conveniencia política de las decisiones adoptadas por el gobierno relativas a las restricciones cambiarias y control de capitales impuestos desde la crisis argentina de fines de 2001, éstas claramente presentan obstáculos para el financiamiento de proyectos de inversión en Argentina. Las restricciones existen para cualquier tipo de financiamiento, ya sea a través de capital o de deuda, salvo por determinadas excepciones taxativas que se encuentran exentas de parte de estas limitaciones. Las propuestas del presente no procuran modificar los objetivos de política económica que el gobierno pretende alcanzar con estas regulaciones, ya que el presente no es una evaluación de la conveniencia de las restricciones impuestas para alcanzar los objetivos fijados.

En la primera sección se desarrollará la importancia del ingreso de capitales extranjeros para el desarrollo de la Argentina. En tal sentido, existen numerosos estudios que indican que el ingreso de capitales extranjeros a un país conduce al desarrollo del mismo. La segunda sección de este trabajo ilustrará las restricciones cambiarias introducidas después de la crisis de la Argentina a fines del 2001, centrándose especialmente en aquellas relacionadas con el financiamiento a través de capital de proyectos de inversión en la Argentina. En tal sentido, además de describir el régimen aplicable, se identificarán cuáles son las incoherencias o complicaciones que surgen de la regulación vigente. En la cuarta sección se propondrán ciertas enmiendas a las regulaciones vigentes para que, respetando las políticas definidas del gobierno, las imperfecciones de la regulación minimicen el impacto negativo del ingreso de capitales a la Argentina.

¹ Los ingresos de fondos en forma de deuda también están sujetos a restricciones cambiarias varias; pero su análisis no es objeto del presente trabajo.

2.- CAPITALES EXTRANJEROS EN LATINOAMÉRICA Y ARGENTINA

La Argentina tradicionalmente ha recibido fuertes inversiones extranjeras que permitieron su desarrollo. Desde los ferrocarriles ingleses hasta las empresas extranjeras que participaron en las privatizaciones en la década de los '90, la participación de capitales extranjeros para desarrollar grandes proyectos de inversión en la Argentina ha sido una constante.

La forma en que capitales extranjeros desarrollan proyectos en los países en vías de desarrollo ha cambiado con el tiempo. Mientras que en la década de los '70 y '80 la principal forma de financiamiento provenía de préstamos, la tendencia cambió y el financiamiento comenzó a presentarse principalmente a través de inversión extranjera directa o inversión de portafolio². De hecho, “*las reducciones de las restricciones para el comercio y la inversión extranjera en la región estimularon la inversión extranjera directa en escala masiva*”³. En tal sentido, el cuadro siguiente describe cómo la composición de los fondos que ingresaron a los países en vías de desarrollo cambió desde 1975 hasta 1999.

Cuadro N° 1: Composición de fondos privados de largo plazo en el período 1975-1999

	Porcentaje de fondos privados de largo plazo				
	75-79	80-84	85-89	90-94	95-99
Inversión Extranjera Directa	18	19	49	48	55
Préstamos	63	62	17	7	15
Inversión de Portafolio	5	4	11	38	29
Otros	14	15	23	7	1

Fuente: *The World Bank (2001)*⁴.

¿Por qué los países en vías de desarrollo prefieren la inversión extranjera directa? De acuerdo con el Banco Mundial, la inversión extranjera directa está menos sujeta a retiros de capital porque por el tipo de inversión su movimiento es más difícil. Se sostiene que la rápida desinversión de la inversión extranjera directa es dificultosa porque se realiza en activos ilíquidos⁵. En cambio, la liquidación de deuda es mucho más sencilla.

En primer lugar, la deuda, al no compartir las características de las acciones, es un mecanismo de financiamiento más riesgoso para países en vías de desarrollo. La principal desventaja de la deuda es que requiere pagos periódicos que deben ser atendidos siempre, salvo incumplimiento del contrato. En cambio, la inversión en acciones no requiere pagos

² Ver Kyaw (2003), p. 8 y van der Weele (2005), p. 2. En cuanto al cambio hacia inversión extranjera directa, véase Fernández-Arias (2000), p. 3.

³ ESCAP (2000); p. 172. La traducción me pertenece.

⁴ Cuadro extraído de Kyaw (2003), p. 7. La traducción me pertenece.

⁵ The World Bank (1999).

periódicos y el accionista sí comparte parte del riesgo del proyecto. De hecho, el accionista solamente recibirá dividendos cuando la empresa haya tenido ganancias⁶.

En segundo lugar, la deuda tiene en sí un carácter más cortoplacista que la inversión en acciones⁷. La inversión en acciones no tiene vencimiento, mientras que la deuda sí lo tiene. Puede argumentarse que los financiamientos pueden ser prorrogados o renovados. Pero justamente cuando la crisis se avecina, el acreedor no renovará ni prorrogará la deuda. La deuda tiene un comportamiento procíclico, mientras que se argumenta que la inversión en acciones es permanente e independiente de la situación del mercado.

En tercer lugar, el comportamiento colectivo que puede presentar la deuda no lo presenta las acciones⁸. En el caso de deuda, si un acreedor no renueva o prorroga el financiamiento no impacta ni afecta de manera adversa la situación de otro acreedor. En cambio, aun cuando uno de los accionistas venda sus acciones cuando una crisis se avecina, los restantes accionistas no tendrán un incentivo para vender su participación en la empresa, ya que la venta del primer accionista posiblemente hará que el precio de la acción baje. Entonces, la baja del precio de las acciones es un incentivo para que los restantes accionistas no liquiden su inversión.

La estabilidad de la inversión extranjera directa es lo que hace que los países en vías de desarrollo la prefieran por sobre otro tipo de inversiones de carácter más volátil.

Además, se defiende que la inversión extranjera directa tiene varias ventajas por sobre el ingreso de fondos por otras vías, ya que se entiende que la inversión extranjera directa funciona como un vehículo de transferencia desde los países industrializados a los que están en vías de desarrollo⁹. La literatura ha identificado las principales consecuencias positivas de la inversión extranjera directa, entre las que se encuentran:

- (i) generación de nuevos puestos de trabajo¹⁰,
- (ii) mejora en la productividad y riqueza del resto de la economía¹¹, y
- (iii) transferencia de tecnología¹².

Si bien existe consenso de que la inversión extranjera directa tiene externalidades positivas en el país en donde tiene lugar, no existe acuerdo relativo a la magnitud de tales externalidades¹³.

⁶ Para una explicación más detallada de este argumento, véase van der Weele (2005).

⁷ Para una explicación más detallada de este argumento, véase van der Weele (2005).

⁸ Para una explicación más detallada de este argumento, véase van der Weele (2005).

⁹ Véase Lim (2001).

¹⁰ Ver ESCAP (2000), pp. 184 y ss.

¹¹ Ver ESCAP (2000), p. 185.

¹² Ver ESCAP (2000), p. 186 y Lim (2001), p. 3.

¹³ Ver Lim (2000).

El impacto neto de la inversión extranjera directa debe ser evaluado caso por caso. Un estudio realizado en 1998 respecto del impacto de la inversión extranjera directa efectuado por Moran (1998) mostró que en más del 25% de 183 casos de inversión extranjera directa en 30 países en vías de desarrollo el efecto fue negativo para la economía que recibió la inversión extranjera directa¹⁴.

Si bien el crecimiento de la inversión extranjera directa durante el último período ha crecido sustancialmente, ésta se ha concentrado en pocos países¹⁵. Si bien Brasil, México y Argentina fueron algunos de los países que más fondos recibieron a nivel mundial bajo la forma de inversión extranjera directa, la fuerte apuesta en Latinoamérica se vio evidenciada en este período por el hecho de que otros países como Chile, Venezuela, Colombia y Perú también fueron receptores de importantes cantidades de inversión extranjera directa.

Cuadro N° 2: Inversión Extranjera Directa en Latinoamérica por valor y como parte del PBI por país

	Inversión Extranjera Directa Neta Total en millones de USD (1990-1998)	Promedio Anual de Inversión Extranjera Directa en millones de USD (1990-1998)	Promedio Anual de Inversión Extranjera Directa en millones de USD (1990-1998) como porcentaje del PBI
Brasil	72832	8092	1.0
México	73685	8187	2.4
Argentina	39798	4422	1.4
Chile	25182	2798	4.0
Venezuela	17134	1904	2.4
Colombia	19848	2205	2.5
Perú	13825	1536	2.4
Panamá	3604	400	4.8
Bolivia	2903	323	3.9
Ecuador	4051	830	4.2
Guatemala	1399	155	0.9
Costa Rica	3289	365	3.9
Paraguay	1592	177	1.7
El Salvador	985	109	1.0
Uruguay	923	103	0.5
Honduras	640	71	1.6

Fuente: The World Bank (2000) y The World Bank (1999).

Los cambios de la década del '90, incentivados en parte por las nuevas regulaciones que dotaron de mayor seguridad jurídica a las inversiones extranjeras, implicaron grandes inversiones de capitales extranjeros. De acuerdo con Kyaw (2003), “los países en vías de desarrollo que progresaron en mejorar el clima de inversión durante los '90 atrajeron grandes aumentos en la inversión extranjera directa. En los países en que la política y el rendimiento institucional mostraron la mayor mejoría, el ratio de inversión extranjera

¹⁴ Ver Moran (1998).

¹⁵ Más del 70% de la inversión extranjera directa en los últimos años se ha concentrado en aproximadamente diez países receptores, a saber China, Brasil, México, Argentina, Polonia, Chile, Malasia, Corea, Tailandia y Venezuela. Ver Kyaw (2003); p. 9 y ESCAP (2000); p. 164.

*directa al Producto Bruto Interno aumentó el 25% por año, mientras que aquellos países cuya mejoría fue menor, el ratio de inversión extranjera directa al Producto Bruto Interno aumentó menos del 6% anual*¹⁶. En igual sentido, la Comisión Social y Económica para Asia y el Pacífico de Naciones Unidas sostuvo que entre 1990 y 1998, el ingreso neto anual de inversión extranjera directa en países en vías de desarrollo aumentó de USD 30.5 mil millones a USD 163 mil millones¹⁷.

De acuerdo con datos del Fondo Monetario Internacional, Argentina ha sido uno de los países en vías de desarrollo que ha concentrado uno de los volúmenes más relevantes de inversión extranjera directa en los últimos tiempos¹⁸. De hecho, la crisis de 2001 no impactó tan negativamente en el ingreso de capitales a la Argentina porque ciertas industrias en Argentina florecieron después de la crisis de 2001, tal como la industria minera y la petrolera.

La tendencia de mejorar el ambiente regulatorio y macroeconómico para propiciar inversiones extranjeras se presentó en Argentina a través de varias reformas. En 1991 el Congreso aprobó la Ley N° 23.928 de Convertibilidad en virtud de la cual se estableció un tipo de cambio fijo entre el Peso y el Dólar Estadounidense. Entre otros efectos, cabe destacar que esta ley logró fortalecer un nuevo plan económico impulsado por el gobierno. Asimismo, con el dictado de la ley de convertibilidad, las restricciones cambiarias que habían estado vigentes en la época de la inflación e hiperinflación fueron abandonadas; incluso se eliminó la obligatoriedad del ingreso y liquidación de divisas provenientes de la exportación¹⁹. En 1993 el Congreso también aprobó la Ley N° 21.382 de Inversiones Extranjeras, la cual se reglamentó mediante el Decreto N° 1852/1993. En tal marco, se celebraron numerosos tratados bilaterales cuyo objeto era la protección de inversiones extranjeras²⁰. Argentina firmó aproximadamente cincuenta y tres tratados bilaterales de protección y promoción de inversiones con Francia, España, Italia, Reino Unido, Canadá, Estados Unidos, Israel, Australia, China y México, entre otros. Asimismo, dada la falta de credibilidad de los tribunales argentinos ante la comunidad internacional, la Argentina aceptó someterse al Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI) y al tribunal del Acuerdo Multilateral de Garantía de Inversiones (MIGA).

La mejoría también se presentó en ciertos sectores específicos. A modo de ejemplo, en el sector minero, el gobierno dictó en la década de los '90 varias medidas para incentivar las inversiones mineras. La más importante de estas regulaciones fue la Ley N° 14.196 de Inversiones Mineras. Esta ley *“plasmó un concepto moderno, con las garantías para que la minería a gran escala fuera posible en el país, convirtiéndose a la vez, en uno de los regímenes jurídicos más competitivos y por lo tanto atractivos de la región”*²¹.

¹⁶ Kyaw (2003), pp. 13-14. La traducción me pertenece.

¹⁷ ESCAP (2000), p. 162.

¹⁸ Véase Gráfico A del Apéndice.

¹⁹ Para una mayor descripción de la Ley de Convertibilidad y sus implicancias en materia cambiaria, véase Liendo (2006) y Elespe (2005).

²⁰ Para mayor información, por favor véase www.inversiones.gov.ar.

²¹ Saravia Frias (2003), p. 1.

Después de la sanción de la Ley de Inversiones Mineras, la inversión en minería logró algo que otras industrias a la fecha no han logrado obtener. En tal sentido, la Ley de Inversiones Mineras otorga estabilidad fiscal, tributaria y cambiaria a los proyectos de minería por un plazo de 30 años a ser contados a partir de la presentación del estudio de factibilidad. En consecuencia, las empresas escapan de la variabilidad del régimen regulatorio imperante en Argentina, ya que el régimen aplicable a ellas se congela por los próximos 30 años²².

En el 2000 esta ley fue modificada para mejorar las condiciones establecidas para la inversión minera. De hecho, este sector ha sido tan protegido por el gobierno que incluso después de la crisis de 2001 se establecieron ciertas excepciones específicas para proteger e incentivar esta industria²³.

Medidas como las descriptas en los párrafos anteriores fueron claros incentivos para que capitales extranjeros apostaran a la Argentina y, con esos fondos, el país creciera. Ahora bien, sectores como la minería y los hidrocarburos se vieron menos afectados por la crisis argentina y los cambios regulatorios debido a que se encuentran al amparo de un régimen de estabilidad y/o de excepción que no tienen las restantes industrias.

Ahora bien, de acuerdo con lo identificado por la División de Comercio e Inversión de la Comisión Social y Económica para Asia y el Pacífico de Naciones Unidas, la liberalización de las restricciones a la inversión extranjera directa no fueron el único motivo por el que la inversión extranjera directa se expandió en Latinoamérica. El hecho de que a partir de los '90 se privatizaron gran cantidad de empresas públicas influyó en la cantidad de inversión extranjera directa que recibieron los países de la región. De hecho, para Latinoamérica y el Caribe, USD 11.4 mil millones de los USD 62 mil millones que se registraron como inversión extranjera directa se debieron a las privatizaciones²⁴. La privatización de mayor caudal fue la de Aeropuertos Argentina que implicó más de USD 5.1 mil millones²⁵.

Cuadro N° 3: Ganancias de las Privatizaciones en Latinoamérica y el Caribe durante el período 1990-1997 (valor en millones de USD corrientes)

	Ganancias
Latinoamérica (total)	116540
Brasil	34302
México	30459
Argentina	27894
Perú	7477
Venezuela	5915
Colombia	5685

²² Para una explicación más detallada de la normativa aplicable a minería y su régimen regulatorio, véase Saravia Frías (2003), Palavecino (2006); y Valls (2004); y para una explicación más detallada de las ventajas de invertir en este sector en la Argentina, véase ADI (2005).

²³ Para un detalle de la evolución en materia cambiaria de la regulación atinente a la minería, véase Saravia Frías, C. (2003), y para un análisis de cómo la normativa de emergencia impacta sobre esta industria, véase Lucero, L. Adicionalmente, para un análisis abarcativo sobre la inversión en minería en Argentina véase ADI (2005).

²⁴ ESCAP (2000); p. 174.

²⁵ ESCAP (2000); p. 173.

Chile	904
Bolivia	885
Otros	3019
Este Asiático y Pacífico	37509
Europa y Asia Central	47129
Medio Oriente y África del Norte	5123
Asia del Sur	9821
África Sub-Saharina	6214

Fuente: Base de Datos de las Privatizaciones del Banco Mundial (1999).

Cuadro N° 4: Privatizaciones en Latinoamérica con participación extranjera sustancial durante el período 1998-1999

	País Vendedor	País de Residencia de los Participantes Extranjeros	Valor de la Transacción (en millones de USD)
Aeropuertos Argentina	Argentina	Estados Unidos e Italia	5134
Telecomunicacoes de Sao Paolo (Telesp)	Brasil	España y Portugal	4970
Telesp Celular	Brasil	Portugal	3084
Electropaulo Metropolitana de Electricidade SA	Brasil	Estados Unidos y Francia	3018
Empresa Brasileira de Telecomunicacoes AS	Brasil	Estados Unidos	2278
Yacimientos Petrolíferos Fiscales	Argentina	Espana	2010
Tele Centro Sul	Brasil	Itália	1779
Concesion Área 3 (Rio de Janeiro y Espíritu Santo)	Brasil	Corea	1327
Elektro Electricidade e Serviços (São Paolo)	Brasil	Estados Unidos	1273

Fuente: ECLAC (1996), pp. 72-75.

El impacto de las privatizaciones en los países latinoamericanos no se vio limitado a la ganancia por la venta de activos por parte de cada uno de los Estados vendedores a las empresas adjudicatarias de las privatizaciones. Sader (1995) estimó que cada USD 1 invertido en las privatizaciones en la década de los '90 atrajo a USD 0.88 adicionales en la forma de inversión extranjera directa²⁶. La señal que las privatizaciones enviaron al mercado generó un ambiente de confianza e incentivó la inversión en la región.

No obstante lo expuesto, desde 1999 se ha visto una declinación en la inversión extranjera directa en determinadas industrias, la cual responde a un ajuste tras el auge de las privatizaciones en la década de los '90 y a las crisis macroeconómicas e incertidumbres que rodean a las inversiones en Latinoamérica²⁷. Este cambio se vio acompañado por un cambio en el origen y destino de fondos por las nuevas condiciones económicas mundiales: la inversión extranjera directa en la actualidad proviene de más países y se concentra en más

²⁶ Sader (1995), pp. 26-32.

²⁷ Véase Gráfico B del Apéndice. Ahora bien, específicamente en Argentina, de acuerdo a datos del INDEC, la participación de empresas de capitales extranjeros en las grandes empresas de Argentina se ha incrementado de manera significativa en los últimos años. Véase en tal sentido Cuadro A del Apéndice.

industrias que en la década de los '90²⁸. De hecho, la inversión extranjera directa también se ha presentado en las áreas de bancos, *retail*, construcción, turismo y servicios *off-shore*²⁹. Tal como evidencia el Gráfico C del Apéndice, solamente 165 empresas “nacionales” formaban parte de las grandes empresas de Argentina en 2004 mientras que en 1993 eran 261. Además, el Cuadro B del Apéndice también indica la participación más marcada de la inversión extranjera directa en determinadas industrias. A modo de ejemplo, cabe citar el caso de Banco Macro, el cual realizó una oferta pública inicial de acciones local e internacional en 2006, la cual fue muy exitosa, seguida por una emisión de deuda, cuya colocación también fue satisfactoria. Los mismos pasos de Banco Macro en cuanto a su apertura de capital fueron seguidos por Pampa Holding, cuya oferta de acciones fue la más importante en Argentina durante los últimos 10 años.

La gran relevancia de los capitales extranjeros en las empresas locales parece evidenciar la mayor facilidad de empresas extranjeras de acceder a financiamientos. Tal vez esta facilidad está marcada por el hecho de que las empresas de capitales extranjeros son aquellas que recogen la mayor parte de las utilidades que generan las grandes empresas en Argentina³⁰.

2.1.- CRISIS ARGENTINA Y CONSECUENCIAS

Dada la crisis argentina de 2001, la disponibilidad de capitales para nuevas inversiones se vio drásticamente limitada por la falta de disponibilidad de capitales locales, la falta de credibilidad de la comunidad internacional en el marco regulatorio y las amplias restricciones que se dictaron para limitar el ingreso de capitales extranjeros.

Todas aquellas señales que fueron enviadas a los inversores por los cambios en el marco jurídico argentino introducidos en la década del '90 fueron olvidadas con la última crisis argentina a fines de 2001. El Peso devaluó y con la devaluación se limitó la disponibilidad de los ahorros depositados en la Argentina³¹, la inflación contrajo los ingresos reales de los trabajadores, se convirtió de manera forzada los depósitos y obligaciones en Dólares Estadounidenses a Pesos a una tasa de conversión muy por debajo de la del libre mercado, las regulaciones que protegían inversiones extranjeras fueron violadas, el Estado suspendió el pago de la deuda y renegoció con sus acreedores los términos de la misma, etc.³² En tal marco, los depositantes demandaron a las instituciones financieras y al Estado por la violación de sus derechos constitucionales y las empresas de capitales extranjeros demandaron a la Argentina en tribunales internacionales por la falta de cumplimiento de sus obligaciones en el marco de los contratos de las privatizaciones. A la fecha, muchas de

²⁸ Véase The World Bank (2004), pp. 2-3.

²⁹ Véase The World Bank (2004), p. 3.

³⁰ Véase Gráficos D y E del Apéndice.

³¹ Esto se debe a la importante fuga de capitales hacia activos externos, tendencia que se presentaba desde principios de 2001. Véase Gráfico G del Apéndice.

³² Para una breve descripción de las medidas adoptadas para paliar la crisis y los beneficiados por estas medidas, véase Elespe (2005). Para un análisis detallado de la renegociación de la deuda argentina, véase La Ley (2003).

las demandas entabladas por los depositantes no han sido resueltas por la justicia argentina y la resolución de las demandas de las empresas privatizadas ante tribunales internacionales como el CIADI aún quedan pendientes. Las restricciones cambiarias que en el marco de la convertibilidad habían sido eliminadas volvieron a imponerse de manera muy restrictiva. Estas medidas dificultaron o impidieron operaciones de comercio exterior y de financiamiento, lo que a su vez dificultó el desarrollo y progreso de la Argentina. Si bien muchas de estas medidas fueron alivianándose con el tiempo, el dictado del Decreto N° 616/2005 (el “Decreto 616”) implicó un gran retroceso a dichas liberalizaciones.

El problema con la reimposición de restricciones que obstaculizan la inversión extranjera, tal como destaca Kyaw (2003), es que cambios en las políticas tienen un efecto asimétrico inverso en la ubicación de la inversión extranjera directa. En tal sentido, “*los cambios en la dirección de una mayor abertura permiten que las empresas se ubiquen en una determinada ubicación. En contraste, los cambios dirigidos hacia una menor apertura (por ejemplo, la nacionalización o el cierre a la entrada de capitales) aseguran una reducción en la inversión extranjera directa*”³³. Argentina, con los cambios que dispuso después de la crisis, se cerró al ingreso de capitales extranjeros. Las posteriores liberalizaciones flexibilizaron el ingreso de capitales; pero de manera muy limitada.

En el marco del nuevo régimen post-crisis se presentó una tendencia en virtud de la cual capitales locales reemplazaron a las empresas de capitales extranjeros que habían invertido en la Argentina en la década de los '90. En tal sentido, Grupo Dolphin y Pampa Holding invirtieron en sociedades tales como Edenor, Inversora Nihules e Inversora Diamante donde EDF International, una compañía francesa, vendió parte o toda su participación; Transener, donde The Argentine Investment Company y Nacional Grid Finance B.V. vendieron su participación al mencionado grupo local y Petrobras se encuentra en vías de vender su participación a ENARSA; Central Térmica Güemes, cuyos anteriores dueños eran Iberdrola, Duke, TCW y otros inversores internacionales vendieron la empresa a su gerencia y ésta a su vez se la vendió al grupo liderado por Marcelo Mindlin; el grupo Miguens-Bemberg siguieron apostando a la Argentina después de la venta de Cervecería y Maltería Quilmes, adquiriendo una participación controlante en Central Puerto e Hidroeléctrica Piedra del Águila, comprándole la participación relevante a la francesa Total Austral que retiró sus inversiones en la Argentina; etc.

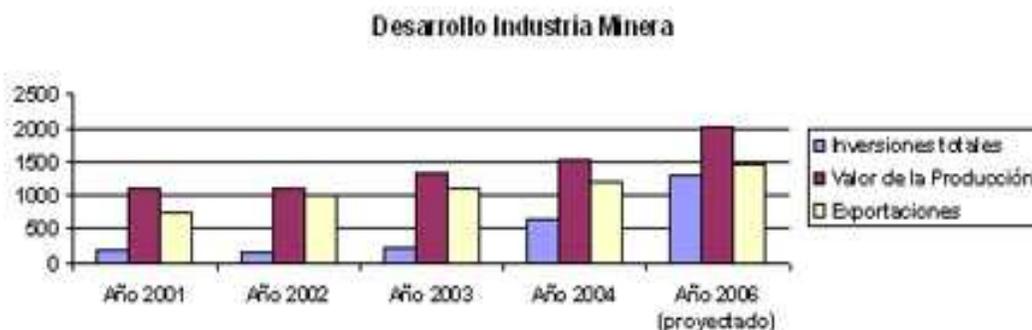
Por otra parte, grandes inversiones fueron desarrolladas por empresas extranjeras en determinados sectores en donde el *expertise* y la disponibilidad constante de capitales son fundamentales para poder lograr desarrollar el proyecto. En tal sentido, empresas como Minera Santa Cruz se encuentran desarrollando a la fecha grandes proyectos para el desarrollo minero, tal como Proyecto San José, y GeoPark Argentina se encuentra desarrollando diversas áreas hidrocarburíferas, tal como Mosquito y Cerro Doña Juana.

Las medidas complementarias dictadas para la industria minera, combinadas con la gran disponibilidad de recursos mineros en el territorio argentino, potenciaron las inversiones

³³ Kyaw (2003), p. 17. La traducción me pertenece. Esta afirmación se basa en el *World Investment Report: Trends and Determinants* preparado por UNCTAD en 1998. En similar sentido, véase la explicación sobre determinantes de la inversión extranjera directa dada por Lim (2001).

realizadas en esta industria. De hecho, pese a la crisis, las inversiones en esta industria siguieron incrementándose.

Gráfico N° 1: Desarrollo de la industria minera en Argentina



Fuente: Fundamin.

A modo de ejemplo, en junio de 2005 trascendió que Northern Orion Resources anunció que invertirá aproximadamente USD 1.000 millones para desarrollar el proyecto Agua Rica en Catamarca³⁴. Agua Rica comenzaría a construirse en 2007 y a su finalización se estima que superaría en tamaño a Minera Alumbreira³⁵.

2.2.- EL INGRESO DE CAPITALES EXTRANJEROS, ¿DEBE SER UNA META?

Un estudio reciente de Gastanaga (1998) indica que las economías abiertas, que no presentan restricciones al ingreso de capitales extranjeros e inversión, atraen más inversión extranjera directa que aquellas que presentan severas restricciones³⁶. De acuerdo con Kyaw (2003), las economías más abiertas tienen ratios de inversión más altos que las economías cerradas y la diferencia entre estos ratios se debe principalmente al ingreso de capitales extranjeros en la forma de inversión extranjera directa³⁷. En la misma línea, Edison (2001) muestran que aquellos países con menores restricciones experimentaron mayor cantidad de ingreso de capitales³⁸.

El Banco Mundial identificó las principales barreras para hacer negocios en los distintos países³⁹, a saber:

- (i) corrupción,
- (ii) falta de predicción de las decisiones del Poder Judicial,

³⁴ Clarín, 20 de junio de 2005. “Millonaria inversión minera en Catamarca”.

³⁵ Para mayor información, véase www.aguarica.com.ar.

³⁶ Véase Gastanaga (1998).

³⁷ Véase Kyaw (2003), p. 4.

³⁸ El ejemplo dado por Edison (2001) es el de Corea, en la p. 15.

³⁹ Véase The World Bank (1999).

- (iii) regulaciones impositivas y/o altos impuestos,
- (iv) problemas de financiamiento,
- (v) infraestructura inadecuada,
- (vi) crimen y robos,
- (vii) inestabilidad política,
- (viii) regulaciones laborales,
- (ix) inflación,
- (x) regulaciones al comercio internacional,
- (xi) regulaciones ambientales,
- (xii) incertidumbre regulatoria,
- (xiii) regulaciones para establecer nuevos negocios, y
- (xiv) regulaciones cambiarias.

Djankov (2006) tras realizar un estudio en distintos países confirmaron lo que la intuición marca: los países con regulaciones menos gravosas crecen más rápido que los que tienen un marco regulatorio menos favorable para la inversión⁴⁰.

Desde la devaluación del Peso y la crisis argentina de 2001, muchas de las barreras que destaca el Banco Mundial están presentes en Argentina. Por lo tanto, todos estos factores impactan negativamente en la envergadura de las inversiones extranjeras en la Argentina y, en consecuencia, en su desarrollo. El estudio realizado por Djankov (2006) indica que *“los países deberían poder prioridad en reformar las regulaciones de negocios cuando diseñan sus políticas de crecimiento”*⁴¹. Argentina parece haber olvidado esta máxima, parece ir de contramano. Las inversiones son necesarias para el desarrollo y cuánto mejor sea el marco regulatorio, mayores inversiones habrá. Después de la disminución de inversiones tras la década de los '90, muchos países intentaron mejorar sus regulaciones para atraer más inversión extranjera directa. A modo de ejemplo, en 2003 hubo más de 220 cambios pro inversión extranjera directa, lo que implica un aumento del 50% respecto de 2000⁴². Los cambios se dieron en distintas áreas y fueron de diferente magnitud en las distintas regiones. Sin embargo, Argentina en gran medida no siguió esta tendencia.

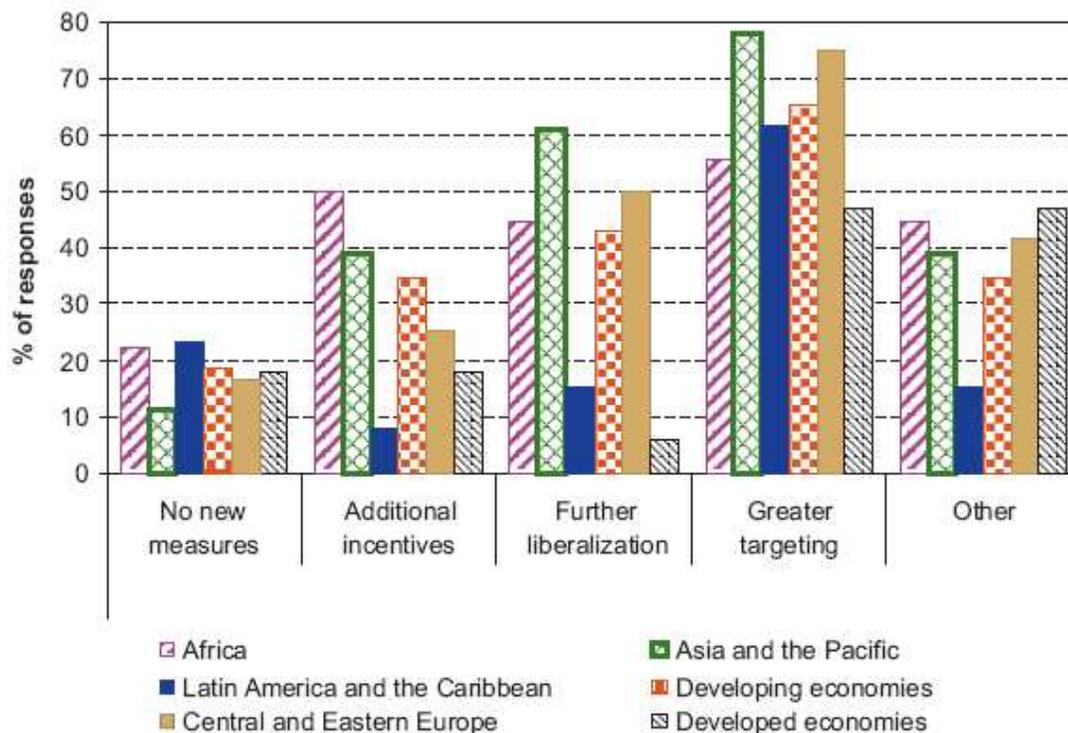
⁴⁰ Véase Djankov (2006).

⁴¹ Véase Djankov (2006), p. 5. La traducción me pertenece.

⁴² Naciones Unidas (2004), Capítulo II, p. 8.

Gráfico N° 2: Modificaciones al marco regulatorio para atraer inversión extranjera directa en 2003.

Figure 5. Preferred policy measures to attract FDI in 2003
(Per cent of responses of IPAs)



Source: UNCTAD, www.unctad.org/fdiprosects.

Fuente: UNCTAD en www.unctad.org/fdiprosects.

En consecuencia, Argentina tendrá que encontrar un punto medio en el corto plazo entre las ventajas y los riesgos que presenta una apertura a los capitales extranjeros⁴³. De hecho, tal como señala el informe de Naciones Unidas (2004), “a medida de que la liberalización se extiende, se espera un mayor uso de incentivos durante los próximos dos años [...] los países que buscan atraer nuevas inversiones necesitarán volverse más competitivos”⁴⁴. Cuánto menos favorables sean las regulaciones para los inversores, más va a perder Argentina en la competencia con otros países que disputan por los mismos capitales.

En el pasado, Argentina fue uno de los países que más inversión extranjera atrajo. Ahora bien, en el futuro, la medida de inversiones que atraiga dependerá, en gran medida, del marco regulatorio e incentivos que ofrezca a las inversiones internacionales.

⁴³ Para una descripción de ventajas y riesgos de la inversión extranjera directa a la Argentina, véase Kyaw (2003).

⁴⁴ Naciones Unidas (2004), Capítulo II, p. 47. La traducción me pertenece.

3.- RESTRICCIONES CAMBIARIAS DESPUÉS DE LA CRISIS

3.1.- MERCADO OFICIAL DE CAMBIOS

Hasta el 10 de enero de 2002, desde la época de la convertibilidad, no existieron restricciones cambiarias que obstaculizaran las inversiones o el movimiento de capitales desde y hacia la Argentina. El 10 de enero de 2002 el gobierno modificó esta situación, creando un Mercado Oficial de Cambios (“MOC”) y un mercado libre de cambios⁴⁵. Esta dualidad de mercados estuvo vigente hasta el 11 de febrero de 2002, cuando se creó el Mercado Único y Libre de Cambios (“MULC”)⁴⁶.

Durante el período en que estuvieron conviviendo el MOC y el mercado libre de cambios, la gran mayoría de las operaciones se concretaba en el MOC. Existía una lista de conceptos taxativos de aquellas operaciones que debían realizarse en el MOC, tanto para compras de cambio como para ventas de cambio. Las operaciones se realizaban en el mercado libre de cambios solamente cuando la normativa establecía que la operación podía concretarse en tal mercado.

El tipo de cambio a aplicarse en el MOC, tras la devaluación del Peso, era de \$ 1.4 por USD 1. En cambio, el tipo de cambio en el mercado libre era aquél que se determinase por el libre juego de la oferta y la demanda.

Muchas de las operaciones requerían la previa conformidad del Banco Central de la República Argentina (“BCRA”). De no contarse con esta conformidad, las entidades autorizadas a operar en cambios no liquidaban las operaciones. Las entidades autorizadas a operar en cambios se encontraban supervisadas por el BCRA y su discrecionalidad estaba limitada al máximo.

3.2.- MERCADO ÚNICO Y LIBRE DE CAMBIOS

El MULC, establecido a partir del 11 de febrero de 2002, es el mercado a través del cual deben liquidarse todas las operaciones de compra y venta de moneda extranjera⁴⁷. En tal sentido, el gobierno limitó al máximo las operaciones de cambio y las supervisó a través del BCRA, imponiendo sanciones del régimen penal cambiario a quienes no respetasen lo dispuesto en este régimen. A partir del establecimiento del MULC mediante el Decreto N° 260/2002, el tipo de cambio entre el Peso y el Dólar Estadounidense quedó librado al libre juego de la oferta y la demanda.

⁴⁵ A los efectos del presente, las regulaciones del MOC y del mercado libre de cambios no son relevantes en virtud de que no se encuentran vigentes a la fecha. En el marco del presente solamente sirven como antecedente para mostrar cómo el gobierno limitó las operaciones de cambio. Para una mayor descripción del MOC véase el Decreto N° 71/2002, la Comunicación A 4325, la Resolución N° 13/2002 del Ministerio de Economía y Liendo (2006), entre otros.

⁴⁶ Véase la descripción del MULC en la Sección 3.2 del presente.

⁴⁷ Para un análisis detallado de las operaciones que deben cursarse a través del MULC y su funcionamiento, véase Carricart (2005).

Las medidas impuestas con la instauración de este mercado fueron muy severas. De hecho, muchas sociedades locales se vieron imposibilitadas de atender sus obligaciones financieras con el exterior, girar dividendos a sus accionistas extranjeros, contraer financiamiento, realizar operaciones de comercio exterior, etc.

El presente analiza las restricciones que impactan negativamente en el financiamiento de los proyectos de inversión a desarrollarse en Argentina a través de capital. Si bien es cierto que muchas de las restricciones dictadas después de la crisis fueron liberalizadas, éstas siguen imponiendo severas limitaciones a los financiamientos de proyectos de inversión que impactan negativamente en el desarrollo de éstos.

3.2.1.- CONTROL DE CAPITALES

En Argentina, a la fecha, existe tanto un control de cambios como control de capitales. Nayyar (2002) destaca que control de cambios son las regulaciones que resultan aplicables a toda operación en moneda extranjera, mientras que control de capitales son aquellas regulaciones relativas a la cuenta capital de la balanza de pagos⁴⁸. Entonces, el control de cambios procura regular la demanda de divisas, mientras que el control de capitales pretende limitar o prohibir los movimientos internacionales de capital. En consecuencia, el objetivo de estos dos controles es distinto y en Argentina, a la fecha, coexisten.

Ocampo (2002) explica que el control de capitales tiene una doble función: una herramienta de política económica y una de política de perfil de deuda. En este último caso, explica que sirve para ajustar el perfil de deuda del sector privado. Como se explicará a continuación, el control de capitales en vigor en la Argentina desincentiva, en mayor medida, el ingreso de fondos en forma de deuda de corto plazo que en forma de capital y/o deuda de largo plazo⁴⁹.

¿Por qué existe control de capitales en Argentina? Palma (2002) expone los dos caminos que los países en vías de desarrollo pueden transitar frente al ingreso en gran medida de capitales. Por un lado, pueden esperar que el mercado mismo solucione el problema. Por otro lado, el gobierno puede intervenir creando lo que Palma llama una cortina de hierro⁵⁰. Argentina ha adoptado el segundo camino, interviniendo en el mercado para limitar el impacto del ingreso de fondos.

El control de capitales existe para evitar que fondos volátiles ingresen al país cuando las condiciones son favorables y desaparezcan súbitamente cuando las condiciones empeoran, agravando así la crisis que esté sufriendo el país. Blecker (2002) explica respecto de los países latinoamericanos que *“en lugar de tener un flujo neto de fondos de capital estable a una tasa sostenible, estos países han tendido a fluctuar entre altas de ingreso de capitales*

⁴⁸ Véase Nayyar (2002), p. 110.

⁴⁹ Véase Ocampo (2002), p. 19 y ss.

⁵⁰ Véase Palma (2002), p. 307.

*que probaron ser insostenibles y súbitos retiros de fondos ingresados obligando a ajustes dolorosos en las tasas de interés y el crecimiento interno*⁵¹.

Frenkel (2007) defienden que *“si las entradas de capitales son masivas –por encima del punto en el cual la política monetaria comienza a hacerse incontrolable- el argumento basado en el trilema (y sus supuestos) es correcto”*⁵².

Existen tres categorías de control de capitales: (i) controles cuantitativos, (ii) controles basados en precios y (iii) controles regulatorios.

Los controles cuantitativos se presentan sobre ciertas transacciones específicas y la medida del control puede variar, desde su prohibición absoluta hasta su permisión dentro de determinados límites⁵³. Un clásico modelo de control de capitales cuantitativos es el de Malasia en 1994 en virtud del cual se prohibió a los no residentes comprar títulos de corto plazo⁵⁴.

En Argentina hay controles cuantitativos, ya que ciertas operaciones se encuentran completamente prohibidas, como ser el pago por un residente a otro residente en moneda extranjera en el exterior por un servicio prestado en la Argentina, mientras que otras se encuentran permitidas dentro de ciertos límites, como ser la inversión de portafolio en el exterior hasta un monto máximo de USD 2 millones por mes calendario en el conjunto de entidades financieras. En el medio de estos dos extremos de controles cuantitativos están las operaciones que requieren la previa autorización de la autoridad de control. En el caso de Argentina, uno de estos supuestos podría ser la autorización que debe requerirse para devolver a un accionista no residente los aportes irrevocables de capital no capitalizados por la sociedad local.

Los controles basados en precio buscan desincentivar o incentivar determinadas categorías de ingreso y egreso de capitales. Los incentivos o desincentivos generalmente se presentan a través de impuestos o tasas de interés diferenciales⁵⁵. Éste fue el modelo adoptado en Chile y Colombia en los '90 al momento de regular el ingreso de capitales⁵⁶.

Este tipo de control, aunque menos extendido, también existe en la Argentina, ya que determinado tipo de inversiones tienen un tratamiento diferencial. A modo de ejemplo cabe citar las excepciones a la constitución del depósito que existen para el financiamiento a

⁵¹ Blecker (2002), p. 140. La traducción me pertenece.

⁵² Frenkel (2007), p. 158. Véase la descripción del “trilema” en este artículo.

⁵³ Véase Nayyar (2002), p. 112.

⁵⁴ Para mayor información sobre los controles establecidos en Malasia, véase Ocampo (2002) y Ariyoshi (2000).

⁵⁵ Véase Nayyar (2002), p. 112.

⁵⁶ Para mayor información sobre los controles establecidos en Chile y Colombia, véase Ocampo (2002) y Ariyoshi (2000).

través de deuda de proyectos mineros en la Argentina⁵⁷ y/o para el financiamiento de proyectos que amplíen la capacidad instalada de energía⁵⁸.

Los controles regulatorios procuran utilizar una combinación de los controles cuantitativos y los controles basados en precios⁵⁹. Ocampo destaca que *“las ventajas básicas de los instrumentos basados en precio de Chile y Colombia son su simplicidad, carácter no discrecional y efecto neutral en las decisiones societarias de endeudamiento. Los controles de tipo más cuantitativo como el malayo han probado tener un efecto macroeconómico más fuerte en el corto plazo”*⁶⁰.

La intensidad de los controles de capitales puede ser medida a través de diferentes índices. La medida que Edison (2001) proponen para medir la intensidad de los controles de capitales es el ratio de las capitalizaciones de mercado subyacentes de los índices de inversión y global de cada país calculados por la Corporación Financiera Internacional (“IFC”). El ratio de las capitalizaciones de acciones en dichos índices mide la disponibilidad de acciones de un país para extranjeros.

En sus gráficos, las restricciones se miden desde 0 hasta 1. Los mercados más cerrados están cerca de 1 y los más abiertos de 0. En el caso de Argentina, por el período muestreado, Argentina se encuentra por debajo del 0,25. Sin embargo, cabe recordar que esta medida es previa a la crisis, momento en el cual la Argentina volvió a cerrarse y el índice, de medirse nuevamente, debería estar muy por encima de 0,25.

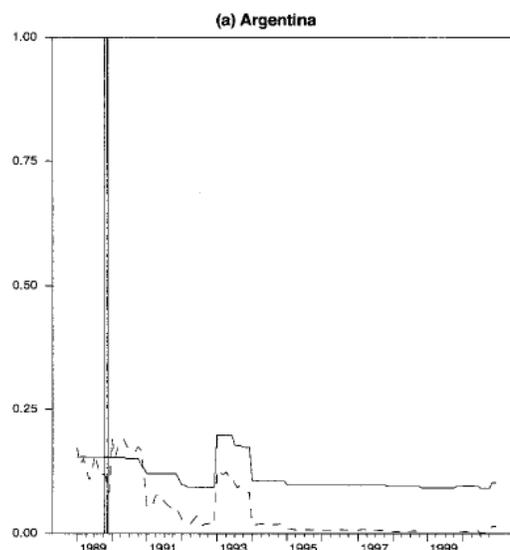
Gráfico N° 3: Control de Capitales en Argentina para el período 1989-1999.

⁵⁷ Véase la Comunicación A 4377 y sus modificatorias, especialmente la Comunicación C 42884.

⁵⁸ Véase la Resolución N° 731/2006 del Ministerio de Economía y Producción, la cual en su Artículo 1 establece que: *“Exceptúase de la constitución del depósito nominativo, no transferible y no remunerado previsto en los incisos c) y d) del Artículo 4° del Decreto N° 616 del 9 de junio de 2005 a los ingresos de divisas al mercado local de cambios destinados u originados en la suscripción primaria de certificados de participación, bonos o títulos de deuda emitidos por fideicomisos cuyo objeto sea el desarrollo de obras de infraestructura energética y cuyos activos subyacentes estén compuestos total o parcialmente por los cargos específicos creados por la Ley N° 26.095, en la medida que sean cancelados o rescatados total o parcialmente en plazos no inferiores a TRESCIENTOS SESENTA Y CINCO (365) días corridos, cualquiera sea su forma de cancelación”*.

⁵⁹ Véase Nayyar (2002), p. 112.

⁶⁰ Ocampo (2002), p. 22. La traducción me pertenece.



Fuente: Edison (2001), figura 2.

La tendencia en Latinoamérica fue la apertura y liberalización del mercado mucho antes que los mercados emergentes asiáticos⁶¹. Sin embargo, en los países latinoamericanos se dio en muchos casos la instauración de restricciones después de la apertura del mercado, tal como el caso de Chile y Venezuela⁶² durante el período de la muestra y Argentina después de la crisis de finales de 2001. Ahora bien, las autoridades regulatorias, al momento de imponer controles, deben optar entre reducir la volatilidad de fondos y el desarrollo de un mercado interno más líquido. Por tal motivo, las restricciones que se imponen en primer medida para limitar la volatilidad de los fondos tienden a ser flexibilizadas para atender la necesidad de desarrollar un mercado interno más líquido.

3.2.2.- INGRESO DE CAPITALS

Con fecha 9 de junio de 2005, el Poder Ejecutivo Nacional sancionó el Decreto 616 en virtud del cual impuso medidas más severas de control del ingreso y egreso de capitales a través del MULC. Entre los fundamentos para el dictado de una norma de esta índole, el Poder Ejecutivo Nacional destaca: *“que a más de TRES (3) años de la crisis producida a fines del año 2001, luego de la mejora sustancial en la situación macroeconómica general y en la evolución del mercado cambiario en particular, y fruto de la mayor confianza generada en la evolución futura de la economía, se registra una importante afluencia de capitales externos bajo distintas modalidades”*⁶³ y *“que frente a ello, resulta necesario continuar con las medidas de política, tendientes a mantener la estabilidad y recuperación económica logradas hasta el presente, frente al movimiento de capitales hacia y desde nuestro país”*⁶⁴.

⁶¹ Véase Gráfico F del Apéndice.

⁶² Véase Ariyoshi (2000).

⁶³ Considerando 1 del Decreto 616.

⁶⁴ Considerando 2 del Decreto 616.

El mencionado decreto ha sido reglamentado y suplementado por varias resoluciones y comunicaciones dictadas por el Ministerio de Economía y Producción y por el BCRA.

Las tres obligaciones más relevantes del Decreto 616 son:

- (i) el registro de las operaciones de ingreso y egreso de fondos con el BCRA;
- (ii) la permanencia mínima de cualquier fondo ingresado a la Argentina por 365 días corridas desde la toma de razón del ingreso de los fondos; y
- (iii) la constitución de un depósito en Dólares Estadounidenses equivalente al 30% del total del ingreso de fondos en un banco local por 365 días corridos, el cual no podrá ser utilizado como garantía de ninguna obligación y no devengará interés alguno a favor de su titular.

Sin perjuicio de ello, existen ciertas operaciones que se encuentran expresamente excluidas de estas obligaciones⁶⁵. El Artículo 3 del Decreto 616 detalla cuáles son las operaciones que se encuentran incluidas, a saber:

- (i) todo ingreso de fondos al mercado local de cambios originado en el endeudamiento con el exterior de personas físicas o jurídicas pertenecientes al sector privado, excluyendo los referidos al financiamiento del comercio exterior y a las emisiones primarias de títulos de deuda que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados;
- (ii) todo ingreso de fondos de no residentes cursados por el mercado local de cambios destinados a:
 - (a) tenencias de moneda local;
 - (b) adquisición de activos o pasivos financieros de todo tipo del sector privado financiero o no financiero, excluyendo la inversión extranjera directa y las emisiones primarias de títulos de deuda y de acciones que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados;
 - (c) inversiones en valores emitidos por el sector público que sean adquiridos en mercados secundarios.

A *contrario sensu*, las operaciones no mencionadas en el párrafo anterior no están alcanzadas por las disposiciones de este decreto. Sin embargo, algunas de las regulaciones posteriores que se dictaron reglamentando o complementado al Decreto 616 llevaron a que encuadrar en una de las excepciones requiera muchos más requisitos que los establecidos en el Decreto 616 y a que operaciones no mencionadas en el mismo estuvieran, de todas

⁶⁵ Véase Artículo 3 del Decreto 616 y normas reglamentarias y modificatorias. Para una explicación de los supuestos alcanzados y excluidos, véase Ambrogi (2006).

maneras, alcanzadas por tales disposiciones. Esta ampliación se presentó en el marco de la delegación efectuada por el Poder Ejecutivo al Ministerio de Economía y Producción y al BCRA en el referido decreto⁶⁶.

Como destaca Ambrogi (2006), “*la finalidad del régimen consiste en desalentar el ingreso de fondos del exterior al país, sea que pertenezcan a extranjeros o argentinos*”⁶⁷. Más puntualmente, Elespe (2005) explica que el racional de estas medidas es, por un lado, evitar la apreciación del tipo de cambio en el corto plazo y, por el otro, evitar que los capitales especulativos de corto plazo puedan afectar de manera negativa al mercado local, produciendo burbujas especulativas o sobrevalorando activos⁶⁸.

Elespe (2005) explica que la regulación adoptó determinados criterios para medir la volatilidad de los fondos, a saber, residencia, plazo y destino de la aplicación de fondos⁶⁹. A mi juicio, el criterio adoptado para determinar la volatilidad del ingreso de fondos no es del todo acertado, tal como se explicará más adelante.

La obligación de registro con el BCRA no es una medida nueva, sino que vuelve a reafirmar la necesidad de registrar estas operaciones a través de los regímenes informativos del BCRA. Dicha obligación de registro alcanza no sólo a los ingresos de fondos, sino también a los egresos de fondos hacia mercados del exterior. Además, toda operación de financiamiento a través de deuda que realicen residentes argentinos que implique un pago de divisas extranjeras a un no residente debe ser registrada.

La Comunicación A 4359, reglamentaria del Decreto 616, puntualizó cuáles son los regímenes informativos con los que debía cumplirse el registro de las operaciones de ingreso y egreso de divisas, a saber: Régimen Informativo de Operaciones de Cambio y Relevamiento de Emisiones de Títulos y de Pasivos Externos del Sector Privado. Independientemente de estos regímenes del BCRA, no debe olvidarse que los ingresos de divisas deben registrarse ante otras autoridades gubernamentales, tal como la Administración Federal de Ingresos Públicos.

El no cumplimiento con la obligación de registro con el BCRA implicará que no podrá accederse al MULC para comprar o vender divisas, según sea necesario en el caso

⁶⁶ El Artículo 5 del Decreto 616 dispone que “*Facúltase al MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION a modificar el porcentaje y los plazos establecidos en los artículos anteriores, en el caso de que se produzcan cambios en las condiciones macroeconómicas que motiven la necesidad de ampliar o reducir los mismos. Facúltase, asimismo, al MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION para modificar los demás requisitos mencionados en el presente decreto, y/o establecer otros requisitos o mecanismos, así como a excluir y/o ampliar las operaciones de ingreso de fondos comprendidas, cuando se produzcan cambios en las condiciones macroeconómicas que así lo aconsejen*” y el Artículo 6 establece que “*El BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA queda facultado para reglamentar y fiscalizar el cumplimiento del régimen que se establece a partir de la presente medida, así como para establecer y aplicar las sanciones que correspondan*”.

⁶⁷ Ambrogi (2006).

⁶⁸ Véase Elespe (2005).

⁶⁹ Véase Elespe (2005).

particular, y que se ha incumplido con la normativa cambiaria vigente. El incumplimiento con la normativa cambiaria vigente hace que el incumplir sea susceptible de ser sancionado de conformidad con lo dispuesto en el régimen penal cambiario aplicable al momento de la infracción⁷⁰.

Si bien la obligación de permanencia mínima de capitales ingresados a través del MULC es una medida que el gobierno ya había adoptado mediante el dictado del Decreto N° 285/2003 y la Resolución N° 292/2005 del Ministerio de Economía y Producción, mediante el Decreto 616 se amplía a 365 días. El Decreto 616 detalla aquellas operaciones que se encuentran alcanzadas por esta obligación de permanencia mínima, las que representan prácticamente todo el universo de operaciones que puede liquidarse a través del MULC.

Este plazo de permanencia mínima coincide con el plazo del depósito obligatorio que debe constituirse al momento de ingresar los fondos a la Argentina. El depósito necesariamente debe ser constituido en Dólares Estadounidenses, en una entidad financiera local, a nombre de la persona que ejecuta la operación de cambio.

Se han establecido ciertas excepciones a la constitución del depósito, tanto a nivel de financiamiento a través de capital como mediante deuda, las cuales serán analizadas en los puntos siguientes, este último caso solamente en la medida en que sea necesario para los desarrollar el objetivo del presente.

Cabe destacar que la constitución del depósito es un mecanismo copiado de políticas adoptadas en Chile y Colombia en la década de los '90; pero que en estos países el depósito cumplía solamente la función de complementar la política macroeconómica definida por el gobierno⁷¹.

Algunos problemas e inconvenientes relacionados con el depósito del Decreto 616.

La constitución del depósito genera serios riesgos para la persona que lo constituye. Si debe constituirse el depósito, para tener disponibles \$ 1 millón, deben ingresarse \$ 1.428.571, de los cuales \$ 428.571 son inmovilizados por 365 días.

En primer lugar, el mecanismo de constitución del depósito hace que su titular pierda innecesariamente parte de los fondos en comisiones por la conversión de los fondos. La normativa aplicable indica que una vez que se ingresan los fondos en Dólares Estadounidenses (o cualquier otra divisa extranjera), el total del monto ingresado debe ser convertido a Pesos y que el 30% de estos Pesos debe ser apartado y convertido nuevamente a Dólares Estadounidenses para la constitución del depósito. La doble conversión hace que el titular del depósito pierda una suma considerable por el margen y comisiones aplicables.

⁷⁰ Nótese que la Comunicación A 4359 expresamente establece que el incumplimiento con el régimen del Decreto 616 será sancionado con el régimen penal cambiario.

⁷¹ Véase Ocampo (2002), p. 21.

Si suponemos una comisión por cambio del 0,05% del total, la sociedad tendría por cada \$ 1 millón ingresados, solamente \$ 999.500. Ahora bien, en caso de que deba realizar el depósito, la sociedad deberá incurrir en dos comisiones por cambio adicionales, una para convertir los Pesos en Dólares Estadounidenses para constituir el depósito y otra al cabo de los 365 días para convertir a Pesos los Dólares Estadounidenses liberados del depósito. Entonces, del 30% del \$ 1 millón ingresados sobre los que debe constituirse el depósito, la sociedad vuelve a perder \$ 150 por la nueva comisión con el primer cambio y casi lo mismo la segunda vez. Solamente por comisiones de venta y compra de Pesos, del \$ 1 millón ingresados, quien ingresa las divisas debe abonar casi \$ 800 por comisiones, lo que representa un 0,08% del monto total ingresado.

En segundo lugar, el hecho de que obligatoriamente sea constituido en Dólares Estadounidenses acarrea el riesgo de devaluación del Peso. El Peso, al no ser una moneda “dura”, está sujeto a constantes fluctuaciones. El BCRA interviene constantemente comprando y vendiendo divisas para mantener el Dólar Estadounidense a un determinado nivel para poder cumplir así con las pautas y objetivos definidos por el gobierno. Elespe (2005) explica que “*el gobierno ha intentado evitar la volatilidad del tipo de cambio privilegiando dar parámetros estables en los precios mínimos de cambio, comprando los excedentes de divisas ofrecidas en el mercado por los exportadores para evitar que el tipo de cambio caiga excesivamente y que se produzcan dos efectos no buscados por la actual política económica: 1. Desalentar la exportaciones (especialmente las no tradicionales) 2. Reducir los recursos fiscales vía retenciones a las exportaciones*”⁷².

Cuadro N° 5: Tipos de Cambio

	Tipos de Cambio			
	Más Alto	Más Bajo	Promedio	Al Cierre del Período
2001	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
2002	3,8675	1,0000	2,9785	3,3630
2003	3,3625	2,7485	2,9493	2,9330
2004	3,0718	2,8037	2,9424	2,9738
2005	3,0523	2,8592	2,9230	3,0315
Enero de 2006	3,0337	3,0305	3,0459	3,0637
Febrero de 2006	3,0757	3,0625	3,0689	3,0728
Marzo de 2006	3,0850	3,0670	3,0771	3,0820
Abril de 2006	3,0850	3,0390	3,0664	3,0480
Mayo de 2006	3,0880	3,0340	3,0565	3,0850
Junio de 2006	3,0900	3,0750	3,0820	3,0860
Julio de 2006	3,0870	3,0720	3,0816	3,0720
Agosto de 2006	3,0970	3,0690	3,0791	3,0970
Septiembre de 2006	3,1070	3,0940	3,1002	3,1040
Octubre de 2006	3,0890	3,0980	3,0985	3,0940
Noviembre de 2006	3,0870	3,0680	3,0746	3,0680
Diciembre de 2006	3,0760	3,0480	3,0596	3,0620

Fuente: Hasta junio de 2002, la cotización al cierre informada por el Banco de la Nación Argentina. A partir de julio de 2002, el tipo de cambio de referencia publicado por el BCRA. La cotización promedio se extrajo del promedio diario.

⁷² Elespe (2005).

Folsom (2006) destaca que “cada inversión en una nación extranjera crea la posibilidad de pérdidas (o ganancias) debido a los valores cambiantes de las divisas de la nación del inversor y las de la nación en donde la inversión es realizada. La moneda de la inversión receptora de la inversión puede flotar o estar atada a la moneda de otra nación, posiblemente el Dólar Estadounidense [...] Entonces, el inversor está sujeto a las pérdidas por depreciación causadas por la fluctuación de las dos monedas”⁷³. Entonces, la obligatoriedad de mantener el depósito en Dólares Estadounidenses en un esquema en donde el gobierno mantiene artificialmente el Peso en determinado valor puede generar grandes pérdidas (o ganancias) para el inversor.

En igual sentido, Ambrogi (2006) resalta que “la obligación de constituir el depósito en Dólares (...) importa transferir a su titular el riesgo por la devaluación del Dólar Estadounidense frente a otras monedas. Se trata de una imposición a un año de plazo en una situación financiera compleja, y la posibilidad de realizar una operación de cobertura de tipo de cambio aumentará el costo de la operación global. No se perjudicaba el propósito del Decreto si se permitía elegir la moneda extranjera (o local) de constitución del depósito a su propio titular, al mismo tiempo propietario y eventual afectado”⁷⁴. Éste es uno de los supuestos que claramente muestran cómo se perjudica, sin justificativo alguno, a la persona que ingresa fondos a la Argentina. El objetivo macroeconómico podría alcanzarse de igual manera dándole al titular del depósito la facultad de seleccionar la moneda en que tal depósito debe constituirse.

Amén del riesgo de devaluación del Peso, la obligación de realizar este depósito en una entidad financiera local obliga al titular del depósito a someterse al riesgo argentino. Las instituciones financieras argentinas han demostrado no ser confiables tras la última crisis. Ahora bien, el Decreto 616 no deja otra opción a quienes ingresen fondos a la Argentina que someterse a este riesgo.

En tercer lugar, el depósito no genera intereses de ningún tipo ni puede ser utilizado como garantía de ninguna operación. En consecuencia, se inmoviliza un capital considerable por 365 días sin generar ningún tipo de renta por éste. Asumiendo una tasa del 3,5% nominal anual, se pierden \$ 15 mil por depositarse en una cuenta no remunerada.

En cuarto lugar, el riesgo de la inflación en un país como Argentina puede erosionar aún más los fondos del depósito. La inflación en Argentina desde la crisis del 2001 fue considerable y afecta sustancialmente a los depósitos bancarios, más aún si éste no devenga intereses.

Cuadro N° 6: Inflación

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Inflación según el IPC	(0,7)	(1,5)	41,0	3,7	6,1	12,3%	9,8% (1)

Fuente: INDEC.

(1) Al 30 de noviembre de 2006.

⁷³ Folsom (, pp. 988-989. La traducción me pertenece.

⁷⁴ Ambrogi, G.

Folsom (2006) indica que *“incluso si la nación receptora de la inversión no ha impuesto controles cambiarios, los cuales pueden retrasar o prohibir la conversión de su moneda por aquella de la nación del inversor, cuando existen controles de aquel tipo en una nación con alta inflación, los problemas se vuelven más serios. Si un inversor espera por su dinero mientras el valor de cambio se desploma, la ganancia puede desaparecer rápidamente”*⁷⁵.

Independientemente de las claras desventajas, riesgos y problemas que presenta la constitución del depósito, existen ciertos supuestos en los cuales debe constituirse el depósito que no responden al objetivo macroeconómico buscado con su sanción. Elespe (2005) destaca que el Decreto 616 *“procura desalentar el ingreso de capitales volátiles”*⁷⁶ y *“evitar que capitales provenientes del exterior de corto plazo (vulgarmente denominados “golondrinas”) ingresen al país para aprovechar las diferencias de tasa de interés locales frente a las más bajas de otros mercados con la finalidad de irse en cualquier momento en que las condiciones internas o externas cambien, afectando la posición de reservas y el tipo de cambio en el momento de su salida”*⁷⁷. Continúa explicando que por tal motivo los ingresos que tienen por destino inversiones permanentes se encuentran excluidos de la constitución del depósito. Ahora bien, ¿cómo se explica entonces que el ingreso superior a USD 2 millones que realice un residente para capitalizar una sociedad local esté alcanzado por la obligación de constituir el depósito? Claramente existen ciertos supuestos que el BCRA y/o el Ministerio de Economía y Producción deberían excluir para que el sistema funcione de manera lógica. Sin juzgar la conveniencia o inconveniencia de medidas de la índole del Decreto 616, si su objetivo es evitar capitales volátiles, la inversión en sociedades locales, aun cuando sea de un residente, no debería estar alcanzada por medidas de este tipo.

Adicionalmente, medidas como el depósito comparten las mismas deficiencias que cualquier control de capitales. Al existir excepciones a la constitución del depósito, quienes quieren ingresar fondos a la Argentina, lo hacen a través de los vacíos normativos, burlando así el objetivo del gobierno⁷⁸.

Por último, la obligatoriedad de constituir el depósito en el caso de endeudamientos contraídos con el exterior –salvo por las excepciones expresamente contempladas en la normativa que se explicarán en el presente- no permite que quienes deban tomar estos endeudamientos aprovechen las mejores condiciones que los mercados internacionales ofrecen⁷⁹. Es decir, en detrimento de las oportunidades de fondear proyectos de inversión en la Argentina, el gobierno obliga a las empresas locales a fondearse con entidades financieras locales por el alto incremento en costos que implica el depósito.

Además, muchas entidades financieras locales generalmente no aceptan financiar proyectos (*project finance*), obligando así a las empresas que requieren este tipo de financiamiento –

⁷⁵ Folsom (2006), p. 989. La traducción me pertenece.

⁷⁶ Elespe (2005).

⁷⁷ Elespe (2005).

⁷⁸ Véase Jang-Yung (1997), p. 13, entre otros.

⁷⁹ Véase Jang-Yung (1997), p. 13, entre otros.

como ser las empresas mineras que a través del *project finance* financian los distintos proyectos mineros de la empresa- a recurrir a entidades del exterior con un claro aumento en la estructura de costos. No es claro cómo, por un lado, se procura incentivar el desarrollo de proyectos mineros en Argentina, los cuales claramente responden a una estructura de largo plazo, y, por el otro, se limitan las herramientas de financiación que estos proyectos requieren para su desarrollo.

Antecedentes

Tanto en Chile⁸⁰ como en Colombia⁸¹, donde se utilizó un sistema similar al instaurado por la Argentina en el marco del Decreto 616, el ingresante de fondos tenía la posibilidad de pagarle al Banco Central de cada uno de estos países el costo de oportunidad de constituir el depósito en lugar de constituirlo, lo que lo convertía en un impuesto de Tobin⁸².

La experiencia chilena demuestra que la instauración de medidas similares a las del Decreto 616 (depósito y plazo mínimo de permanencia) no parecen haber frenado el ingreso de capitales, sino solamente cambiado la forma en que éstos son ingresados. Así, si bien se redujo el ingreso de capitales al momento de la creación de estos controles, el efecto fue muy corto.

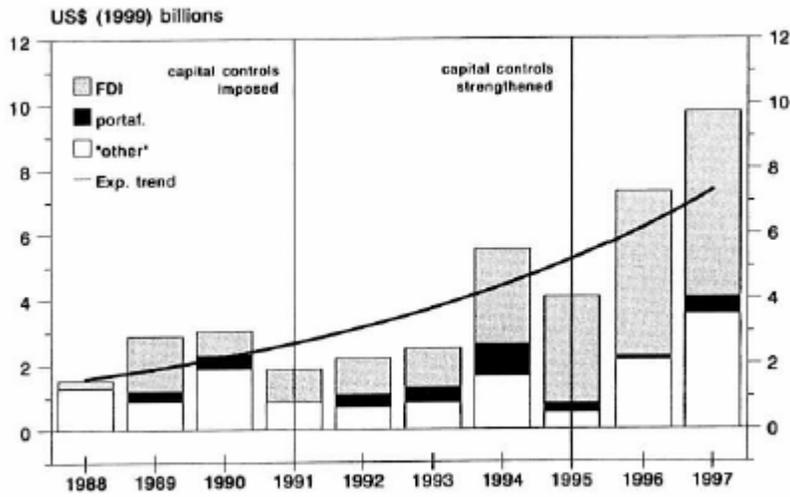
Gráfico N° 4: Composición de los ingresos netos de fondos privados en Chile durante el período 1988-1997

⁸⁰ En Chile se instauró este sistema en el marco de los controles impuestos en 1991. En tal sentido, se obligaba a constituir un depósito de hasta el 30%. Al principio el depósito estaba concebido para un plazo de tres meses, el que después fue extendido a doce.

⁸¹ En Colombia se estableció este sistema en 1993. En un principio, el depósito era aplicable solamente a los créditos cuyo vencimiento era inferior a un plazo de dieciocho meses, plazo que después fue ampliado a tres y cinco años. El monto del depósito no era fijo, sino que se había establecido que era inversamente proporcional al monto del crédito. En 1997 este sistema fue reemplazado por un sistema más similar al chileno. En consecuencia, se dispuso un depósito originalmente del 30% por dieciocho meses en moneda local. Para una mayor ilustración del caso de las restricciones impuestas por Colombia, véase Ocampo (2002).

⁸² Véase Palma (2002), p. 322.

CHILE: composition of net private capital inflows (WB), 1988-97

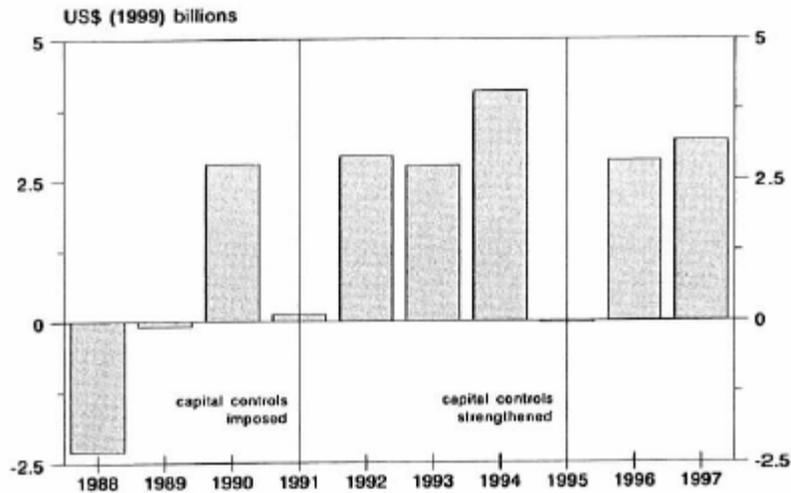


Exp. trend = simple exponential trend.
As Figure 12 for source and definitions of components of inflows.

Fuente: Palma (2002), p. 323.

Gráfico N° 5: Acciones y otras inversiones en Chile durante el período 1988-1997

CHILE: net equity securities and "other" investment (IMF), 1988-97



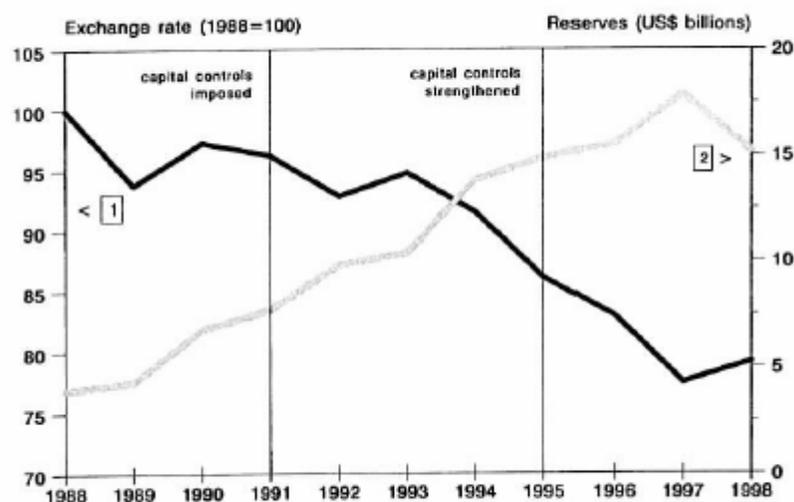
Source: IMF (2000b). See this source for definitions.

Fuente: Palma (2002), p. 324.

¿Cuál fue la razón del gobierno chileno para imponer restricciones de este tipo? Las dos principales razones, de acuerdo con Palma (2002), fueron la intención de frenar el crecimiento de las reservas de divisas y frenar la presión del peso chileno para revaluarse. En gráfico a continuación muestra que los controles establecidos no fueron capaces de lidiar con estos dos objetivos, ya que las reservas continuaron creciendo y la tasa de conversión efectiva real continuó bajando.

Gráfico N° 6: Tipo de cambio real y reservas de divisas en Chile durante el período 1988-1997

CHILE: real effective exchange rate and foreign exchange reserves, 1988-98



[1] = real effective exchange rate; and [2] level of foreign exchange reserves.

Fuente: Palma (2002), p. 325.

Ahora bien, si estos controles no funcionaron para Chile, ¿por qué Argentina intentó instalarlos cuando sus objetivos macroeconómicos eran sustancialmente similares? Máxime cuando “la naturaleza de los capitales financieros internacionales y los problemas asociados con el desarrollo requieren flexibilidades estructurales en lugar de rigidez estructural en el control de capitales, particularmente porque hay especificaciones de tiempo y lugar”⁸³.

Ejemplo

En el caso de cualquier proyecto, en caso de estar sujeto a las restricciones cambiarias que se explicaron hasta este punto del trabajo, el panorama sería el siguiente:

- (i) Financiamiento que se requiere en la Argentina: USD 100 millones.

⁸³ Nayar (2002), p. 123. La traducción me pertenece.

- (ii) Financiamiento en forma de capital a ingresar del exterior para tener los USD 100 millones disponibles en Argentina si el ingreso de fondos está sujeto al depósito del Decreto 616: USD 142.857.143.
- (iii) Al ingresar los fondos, la pérdida por conversión a Pesos, tomando una comisión del 0,5% sería de USD 71.428.
- (iv) El depósito se constituye sobre el 30% de los montos ingresados, lo que asciende a USD 42.857.143.
- (v) Como el depósito se constituye en Dólares Estadounidenses, debe volver a aplicarse la comisión para convertir los Pesos en Dólares Estadounidenses, lo que implica una nueva pérdida de USD 21.429.
- (vi) Los USD 42.857.143 correspondientes al depósito no generarán interés alguno y se liberarán a los 365 días de constituido el depósito.

Ahora bien, supóngase que una inversión de esta índole genera un flujo de fondos constante de USD 40 millones por año por los próximos cinco años. En tal caso, el VAN del proyecto sin restricciones cambiarias sería de USD 46.937.701 y el VAN con restricciones cambiarias sería de USD 43.378.079⁸⁴. La TIR, en igual sentido, sería de sin restricciones 28,64% y con restricciones 24,59%.

Los perjuicios que restricciones de esta índole generan para los proyectos son claras, ya que la TIR disminuye más de 4% en el caso de instaurarse restricciones de las características de las Argentinas y el VAN se reduce en más de USD 3,5 millones.

3.2.2.1.- INVERSIÓN A TRAVÉS DE CAPITAL

3.2.2.1.1.- INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

La inversión de capital puede realizarse mediante la compra de un paquete accionario o a través de aportes de capital a una sociedad.

El Artículo 3 del Decreto 616 expresamente dispone que los ingresos de fondos al MULC que efectúen no residentes con destino a la “inversión extranjera directa” se encuentran exceptuados de la obligación de constituir el depósito⁸⁵. En igual sentido, la Comunicación A 4359 aclara que los ingresos cambiarios por este tipo de inversiones solamente alcanzan a las liquidaciones de divisas en concepto de aportes efectuados por no residentes en empresas de inversión directa en la Argentina.

⁸⁴ Para ambos VANs se tomó como tasa de descuento el 10%.

⁸⁵ Debe tomarse en cuenta que la definición de “inversor directo” es la de la Comunicación A 4237.

Sin perjuicio de las normas descriptas, el BCRA dictó algunas comunicaciones adicionales con el objetivo de restringir aún más el universo de casos alcanzados por la excepción a la constitución del depósito. En tal sentido, las comunicaciones más relevantes al efecto son la Comunicación A 4447, la Comunicación A 4554 –enmendada por la Comunicación A 4633- y la Comunicación C 44048.

La Comunicación A 4447, dictada el 30 de noviembre de 2005, establece requisitos adicionales para que la inversión extranjera directa que se canalice a través de aportes de capital se encuentre exceptuada de la constitución del depósito. En tal sentido, dicha comunicación dispone que al momento de ingresar los fondos a través del MULC debe acreditarse (i) que la sociedad ha dispuesto capitalizar el aporte irrevocable y (ii) que tal trámite ha sido iniciado ante el Registro Público de Comercio de la jurisdicción que corresponda.

No cabe olvidar que en Argentina, salvo en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, todo aumento de capital está sujeto al pago del impuesto de sellos. Por lo que el pago de este impuesto es un costo adicional que debe tomarse en consideración al momento de evaluar la conveniencia de esta alternativa.

En caso de no contarse con la documentación descripta en (i) y (ii) anteriores al momento del ingreso de los fondos, deberá constituirse el depósito, el cual solamente será liberado contra la presentación de la documentación que acredita el cumplimiento de (i) y (ii) anteriores o ante el transcurso de 365 días desde la constitución del mismo.

Aun cuando se cumpla con los requisitos ya indicados para evitar la constitución del depósito en el caso de inversión extranjera directa en una sociedad local, el BCRA dictó algunas restricciones adicionales en cuanto al movimiento de los fondos.

Cuando se trate de aportes irrevocables de capital, la acreditación de los fondos debe realizarse en la cuenta de la sociedad en Argentina o en el exterior. Ahora bien, en caso de realizarse en la cuenta de la sociedad en el exterior, deberá cumplirse con los plazos y condiciones establecidos en la Comunicación C 44048.

La Comunicación C 44048, de fecha 10 de noviembre de 2004, aclara que la transferencia de los fondos desde el exterior y su liquidación en el MULC debe cumplir con alguna de las siguientes condiciones: (i) la transferencia de los fondos haya sido ordenada por el inversor directo, o (ii) corresponda a una retransferencia de fondos desde la cuenta de la sociedad en el exterior a la cuenta local, en cuyo caso deberá demostrarse que la titularidad de dichos fondos corresponde al inversor directo y que la acreditación de los fondos en la cuenta de la sociedad en el exterior solamente fue transitoria. De hecho, la retransferencia a la cuenta de la sociedad en Argentina debe realizarse dentro de los dos días hábiles de acreditados los fondos en la cuenta de la sociedad en el exterior.

La Comunicación A 4554, dictada el 4 de agosto de 2006 agrega condiciones a quienes utilicen la excepción contemplada en la Comunicación A 4447. A tal efecto, quienes hagan uso de esta excepción deberán, dentro de los 190 días corridos contados a partir del inicio del trámite de inscripción de la capitalización definitiva del aporte de capital ante el

Registro Público de Comercio que corresponda, acreditar que se ha registrado la capitalización definitiva de dicho aporte, con la posibilidad de solicitar una prórroga única.

En caso de no poder acreditarse la inscripción del aumento de capital en el plazo definido por la Comunicación A 4554, deberá constituirse el depósito. El depósito, al igual que en cualquier otro caso, debería constituirse por 365 días. Es importante destacar que el depósito no se levantará antes de la expiración de tal plazo, aun cuando en el ínterin se inscriba el aumento de capital en el Registro Público de Comercio que corresponda.

Si bien la situación descripta en relación con los plazos para acreditar la inscripción del aumento de capital no representa, a primera vista, un obstáculo, las constantes demoras de los Registros Públicos de Comercio puede llegar a implicar que la sociedad se vea obligada a constituir el depósito porque un organismo estatal no cumple con sus obligaciones de inscripción en un plazo más que razonable. Además, el depósito se mantendrá por los 365 días aun cuando se acredite que se ha inscripto el aumento del capital. Claramente el objetivo del legislador al momento de dictar esta norma pierde sentido cuando se vuelve tan rígida y, aun con la constancia de inscripción, no se libera el depósito.

Parte de la rigidez de la Comunicación A 4554 fue aminorado por la ampliación del plazo que dispuso la Comunicación A 4633. En tal sentido, esta comunicación amplía el plazo a 250 días, dando así más margen al Registro Público de Comercio para proceder a la inscripción del aumento de capital.

En similar sentido, si en lugar de realizar un aporte a una sociedad local ya constituida se quisiera comprar una participación en una sociedad local, tal compra también estará exceptuada de la constitución del depósito siempre que represente, como mínimo, el 10% del capital social y votos de la sociedad. Para poder acreditar la compra de una participación en una empresa local deberá presentarse copia del acuerdo que enmarque la compra de parte representativa del capital social, la compra debe ser abonada con los fondos resultantes de la liquidación de cambio y debe certificarse el inicio del trámite de transferencia de la participación según corresponda por el tipo societario de que se trate.

Algunos de los problemas y sugerencias.

En primer lugar, el régimen explicado funciona para las subsidiarias de sociedades extranjeras o para sociedades locales con inversores extranjeros. La regulación parece olvidar que la inversión en la Argentina, entre otras, puede realizarse también a través de sucursales⁸⁶. De acuerdo a la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, las sucursales no deben tener asignado un capital mínimo salvo para sucursales que realicen un tipo de actividad muy particular⁸⁷.

Más allá de los inconvenientes que genera la asignación de capital, el Registro Público de Comercio, autoridad de aplicación que debería ocuparse de la registración de la asignación

⁸⁶ Artículo 118 de la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales.

⁸⁷ Artículo 118 *in fine* de la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales.

de capital, no comparte el criterio adoptado por otros órganos del Estado y demora la inscripción de las asignaciones de capital porque considera que la normativa no la requiere y las sociedades solamente la realizan para evitar la constitución del depósito. Entonces, es probable que las inscripciones no estén listas dentro del plazo establecido en la Comunicación A 4554 por lo que las sociedades deberán, de todas maneras, constituir el depósito. Ahora bien, para constituir el depósito a esa altura, deberán ingresar nuevos fondos para constituir el depósito en caso de que éstos no estén disponibles en la sucursal por haber sido utilizados para atender objetivos específicos o generales.

En la misma línea, la Inspección General de Justicia⁸⁸ dictó tras el aluvión de solicitudes de asignación de capital de sucursales la Resolución General N° 11/2006. Esta Resolución establece que la Inspección General de Justicia verificará el mantenimiento en términos positivos del capital asignado inscripto de las sucursales. Entre los considerandos de esta resolución cabe destacar los siguientes:

- (i) *“Que si bien el último párrafo del artículo 118 de la ley citada.550 se refiere únicamente al capital que deba asignarse a sucursales en forma obligatoria por imponerle leyes especiales, ello no circunscribe el ámbito de aplicación de las normas precedentemente mencionadas, toda vez que, como lo ha destacado la doctrina nada obsta, y de hecho es muy común que así sea, a que la sociedad extranjera, fuera de los casos exigidos por la ley, decida voluntariamente asignar un capital de giro a su representación local (ROITMAN, Horacio —colaboradores AGUIRRE, Hugo, CHIAVASSA, Eduardo y otros—, Ley de Sociedades Comerciales Comentada y Anotada, Ed. La Ley, Bs. As., 2006, t. II, pág. 801; v. también ROVIRA, Alfredo L., Reflexiones acerca del régimen de las sociedades extranjeras que actúen en la República, Rev. La Ley, t. 155, pág. 987) y por otra parte no constituye conducta prohibida que esa asignación voluntaria se haga para el desarrollo de la actividad propia del objeto social de la matriz o a establecimientos u otras representaciones permanentes distintas de las sucursales, para que utilicen eventualmente los recursos en los límites o alcances de su actuación, hallándose extendida a todos los supuestos la fiscalización de la INSPECCION GENERAL DE JUSTICIA (artículo 8º, encabezamiento, Ley N° 22.315)”;*
- (ii) *“Que implicando esa cifra una retención e indisponibilidad de bienes que —cuando la asignación no la exigen leyes especiales— la sociedad del exterior decide autoimponerse para su actuación a través de la sucursal, corresponde interpretar que de la efectividad del capital asignado debe derivarse algún grado de protección de las relaciones negociales emergentes de tal actuación”;* y

⁸⁸ La Inspección General de Justicia es el Registro Público de Comercio de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. La Inspección General de Justicia es un registro público que dicta gran cantidad de normas para el funcionamiento de las sociedades que estén registradas en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Por tal motivo, muchas sociedades extranjeras prefieren realizar la inscripción en registros de otras jurisdicciones para evitar cumplir con estas regulaciones adicionales, las que resultan aplicables solamente por inscribirse en ese y no en otro registro público de comercio.

- (iii) *“Que no constituye óbice a lo expresado en los considerandos anteriores el que la asignación de capital sea un mero acto voluntario cuando no la exijan leyes especiales y por lo tanto pueda no existir, ya que en tal supuesto, aunque la sucursal no haya de carecer de recursos enviados por la matriz, los acreedores tendrán conocimiento desde un principio —a través del hecho negativo de no existir en el Registro Público de Comercio ninguna inscripción de capital asignado— de que no podrán contar con la expectativa —inmediatamente protegida— que una parte de aquellos recursos deba quedar retenida o indisponible y por lo tanto, eventualmente, las condiciones de riesgo de su contratación serán en principio diferentes o estarán dichos acreedores, para mejor resguardo de sus expectativas, librados a indagaciones adicionales sobre la responsabilidad patrimonial de la deudora fuera del territorio nacional”.*

A través del dictado de la Resolución General N° 11/2006 la Inspección General de Justicia procura limitar la cantidad de supuestos de asignación de capital para aquellas sucursales que no requieran una asignación de capital específica por alguna ley especial, como pueden ser las empresas de seguros.

El BCRA, tras la resolución dictada por la Inspección General de Justicia, dictó la Comunicación A 4632 el 22 de marzo de 2007. Esta comunicación incorpora el supuesto referido por la Inspección General de Justicia, autorizando el ingreso de fondos por tal motivo al MULC y exceptuándolo del depósito⁸⁹.

⁸⁹ En tal sentido, la Comunicación A 4632 agrega que *“1. Las operaciones cambiarias correspondientes a ingresos de divisas en el mercado de cambios que se cursen por los conceptos de: Aportes de inversiones directas en el país Código 447, y Ventas de participaciones en empresas locales a inversores directos Código 453, estarán exceptuados de la constitución del depósito establecido en el punto 6 de la Comunicación "A" 4359, cuando se cuente respectivamente con la documentación que permita constatar: [...] c. que los fondos aportados por el inversionista directo se aplicarán al reintegro del capital social —cuando éste se hubiese perdido total o parcialmente— o a cubrir el patrimonio neto negativo, si se tratare de sucursales sin capital asignado. En este último caso, la excepción sólo alcanza hasta el monto necesario para la cobertura de los conceptos señalados. En estos casos, se deberá presentar el balance contable auditado inmediato anterior a la fecha de ingreso de las divisas, donde se constate el monto de pérdidas que resulta de los resultados acumulados y del período y restantes componentes del patrimonio neto, el Acta de Asamblea de Accionistas u órgano equivalente en la que conste la aceptación del aporte con el destino mencionado, y la declaración jurada del cliente sobre el destino de los fondos y si los hubiera, de los fondos que fueron ingresados con posterioridad a la fecha del balance destinados a la cobertura de pérdidas”* y, en igual línea que la Comunicación A 4554, agrega que *“En los casos de ingresos de fondos en concepto de aportes de inversiones directas destinados a la absorción de pérdidas (apartado c. del punto anterior) por los cuales no se haya constituido el depósito del punto 6 de la Comunicación "A" 4359, se dispondrá de 90 días corridos a partir de la fecha de ingreso, para presentar ante la entidad interviniente, la certificación contable de la efectiva aplicación de los fondos a la absorción de las pérdidas, o en caso contrario, la demostración de la constitución del depósito no remunerado a un año de plazo establecido en el punto 6 de la Comunicación "A" 4359. En los casos de incumplimientos, la entidad interviniente deberá proceder de acuerdo a lo indicado en el punto 3 de la Comunicación "A" 4554”.*

En segundo lugar, la Inspección General de Justicia también dictó la Resolución General N° 7/2004 en virtud de la cual las sociedades extranjeras que se inscriban ante la Inspección General de Justicia deberán acreditar una serie de requisitos de solvencia y actividad. Caso contrario, la Inspección General de Justicia no las inscribirá. ¿Cuál es la consecuencia que acarrea la no inscripción? Conforme a la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, todo accionista extranjero de una sociedad local deberá estar inscripto localmente para poder ejercer los derechos políticos de sus acciones⁹⁰.

Ahora bien, ¿por qué inscribir una sociedad en la Inspección General de Justicia y no en un registro público de comercio de otra jurisdicción que tenga menos regulaciones? Prácticamente todas las jurisdicciones la Argentina, salvo la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, aplican para sus operaciones el impuesto de sellos. Entonces, la inscripción de la sociedad en un registro público de comercio distinto de la Inspección General de Justicia obliga a la sociedad a pagar este impuesto en su actividad. A modo de ejemplo, en caso de aumentar el capital de la sociedad para poder ingresar los fondos del exterior utilizando el mecanismo establecido en la Comunicación A 4447, deberá abonarse impuesto de sellos por el monto del aumento de capital. Entonces, en caso de aumentarse el capital social de la sociedad por USD 10 millones, si la alícuota del impuesto de sellos es el 0,3%, la sociedad deberá abonar \$ 90.000 en concepto de impuesto de sellos solamente para que el aumento de capital resulte inscripto⁹¹.

En cuarto lugar, el régimen vigente obliga a que los fondos que se ingresan desde el exterior sean convertidos a Pesos en la Argentina. Ahora bien, ¿qué camino debe tomar la sociedad si ésta requiere Dólares Estadounidenses en la Argentina o en el exterior para atender pagos que debe realizar en esa moneda, sea localmente o en el exterior?

Si la sociedad requiere tener fondos disponibles en el exterior, dado que tiene la obligación de ingresarlos, nuevamente deberá convertir los Pesos a Dólares Estadounidenses. Ahora bien, para transferir tales fondos al exterior debería justificar ante la entidad financiera que va a cerrar cambio que la transferencia es una de las transferencias autorizadas y solamente en tal caso podrá realizarlas. Las transferencias permitidas después de la crisis de fines de 2001 son limitadas, por lo que la sociedad podría verse perjudicada por no poder atender los pagos que debe realizar. Éste es el clásico caso de las empresas mineras que todavía están desarrollando un proyecto minero y no disponen de divisas de libre disponibilidad en el exterior por no haber comenzado aún con la exportación de productos⁹².

Gran parte de los proveedores de las empresas mineras requieren los pagos en Dólares Estadounidenses en el exterior, independientemente de la nacionalidad de sus proveedores o el lugar en donde se presta el servicio. En tal marco, las empresas se ven impedidas de acceder al MULC para comprar Dólares Estadounidenses y deben acudir a mecanismos alternativos más caros para poder atender a estos pagos en el exterior.

⁹⁰ Artículo 123 de la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales.

⁹¹ A un tipo de cambio de \$ 3 por USD 1.

⁹² Véase el Decreto N° 753/2004.

Sin perjuicio de todo lo expuesto, debe agregarse el riesgo mismo que conlleva tener el capital en Pesos en lugar de Dólares Estadounidenses, cuando tal moneda se encuentra sujeta a constantes variaciones y la Argentina sufre de una tasa de inflación alta.

3.2.2.1.2.- INVERSIÓN POR RESIDENTES

Sin perjuicio de lo antedicho respecto de la inversión extranjera directa, si el que procura capitalizar una sociedad para desarrollar un proyecto de inversión es un residente y desea capitalizar la sociedad con fondos que tiene disponibles en el exterior, el residente estará exento del depósito al ingresar los fondos sujeto a que el monto que ingrese y liquide en el MULC por mes calendario, en el conjunto de entidades financieras, sea inferior a USD 2 millones. De superar este monto, de conformidad con lo dispuesto en la Resolución del Ministerio de Economía N° 365/2005, deberá constituir el depósito.

La diferencia entre el residente y el no residente para la capitalización de sociedades locales no obedece a razón lógica alguna. La Resolución del Ministerio de Economía N° 365/2005 debería exceptuar determinadas operaciones de ingreso de fondos de residentes en el exterior, tal como están exentos ciertos rubros de ingreso de divisas del exterior por no residentes. De no crearse esta excepción, los no residentes tendrían un tratamiento diferencial favorable al momento de invertir en Argentina.

3.2.2.1.3.- INVERSIÓN DE PORTAFOLIO

La inversión de portafolio no se encuentra expresamente contemplada como una excepción a la constitución del depósito. Sin embargo, si ésta se realiza en el marco de una emisión primaria, sí estará exenta del depósito.

Algunos de los problemas y sugerencias.

¿Cuál es el razonamiento tras este tipo de distinción? La literatura indica que existen dos razones para este tratamiento desigualitario.

La primera razón está relacionada con la “permanencia” o “estabilidad” que la inversión extranjera directa genera y que la inversión de portafolio no⁹³. El porcentaje representativo en el capital social y votos de una empresa parecen ser la única barrera que lleva a darle un tratamiento distinto a estos dos “tipos” de inversión. Ahora bien, ¿este enfoque es correcto? Comprar más del 10% del capital social y votos de una empresa pequeña puede implicar un desembolso mucho menor que comprar el 1% del capital social y votos de una empresa grande. ¿El umbral del 10% del capital social y votos dota de mayor estabilidad a esa inversión?

⁹³ Por favor véase la Sección 2 del presente.

Lo que asegura bajo cualquier escenario –salvo un acuerdo de accionistas que establezca lo contrario- un umbral de más del 50% del capital social y votos es el control de una sociedad, lo que sí puede implicar, en cierta medida, una mayor estabilidad de ese inversor. Pero una inversión del 10%, lo que no asegura control y, en muchos casos, ni siquiera la posibilidad de nombrar a un director, no es un umbral que justifique un tratamiento diferencial desde la perspectiva del derecho cambiario.

Ahora bien, también podría argumentarse que es preferible la inversión extranjera directa a la inversión de portafolio por las externalidades positivas que este primer tipo de inversión genera. En tal sentido, la transferencia de tecnología, mejoras en el gerenciamiento de sociedades, y todas las otras razones que fueron explicadas en el punto 2 del presente parecen indicar que la inversión extranjera directa es preferible a la inversión de portafolio. Ahora bien, nuevamente, ¿la existencia o inexistencia de estas externalidades positivas está conectada solamente con el porcentaje de inversión en la sociedad?

Nayyar (2002) resalta que *“de hecho, hay un visión compartida de que la inversión directa es claramente preferible a la inversión de portafolio no sólo porque es a un plazo mayor y menos volátil, sino porque también combina el acceso al capital con el acceso a tecnología, mercados y financiamiento. Estas supuestas diferencias pueden ser abandonadas. No es suficientemente reconocido que el ingreso de fondos por inversión extranjera directa no implica ni inversión en capital ni estabilidad. Una de las razones es que este tipo de inversiones es generalmente financiamiento dentro de un mismo grupo y no capital. Gran parte de ésta, cuando está permitido, es financiada por bancos o inversores locales. Otra razón es que el gerenciamiento de fondos líquidos por empresas multinacionales es extremadamente sofisticado. Cuando es necesario, lo que aparenta ser una inversión fija desaparece en el extranjero tan rápido como la inversión de portafolio mediante préstamos que toman de bancos locales garantizados por activos físicos”*⁹⁴. Entonces, el tratamiento diferencial parece no tener justificativo aparente.

Explicado por qué el tratamiento diferencial para la inversión extranjera directa y la inversión de portafolio no deberían tener un tratamiento diferencial desde el punto de vista de control de cambios y capitales dados los estándares establecidos a la fecha en la regulación aplicable para encuadrar la inversión en cada uno de estos supuestos, podría ser razonable aplicar un tratamiento diferencial a estos tipos de inversión si el estándar utilizado fuera diferente.

El BCRA aplica el estándar utilizado por el Manual de Balanza de Pagos del Banco Mundial. En tal sentido, la Comunicación A 4237 dispone que la inversión directa *“refleja el interés duradero de una entidad residente de una economía (inversor directo) por una entidad residente de otra economía (empresa de inversión directa). Es aceptado internacionalmente una participación en el capital de la empresa no menor a un 10%, como indicativa de la categoría de inversión directa. El presente relevamiento utilizará el criterio del 10%”*.

⁹⁴ Nayyar (2002), p. 106. La traducción me pertenece.

Es cierto que el criterio adoptado por la normativa cambiaria es el del Manual de la Balanza de Pagos del Banco Mundial. Pero al importar institutos de otros regímenes no debe olvidarse adecuarlo a las particularidades del lugar en donde se pretende implementar. No es lo mismo tener el 10% del capital social de una empresa de Estados Unidos que cotiza en la bolsa de comercio de allí, compañía cuyo capital se encuentra totalmente atomizado, que en una compañía local donde la gran mayoría de empresas son cerradas y, aún las que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, tienen accionistas mayoritarios que no permiten que la propiedad la compañía se atomice como en Estados Unidos.

¿No es acaso más lógico utilizar una medida distinta, ya sea porcentual o de un monto, en el total de la economía?

Si las preocupaciones son la estabilidad del capital, un umbral tan bajo como el 10% por empresa puede no cumplir con tal objetivo, ya que liquidar una inversión del 10% del capital es mucho más simple que lo que la normativa parece indicar. Seguramente haya una penalidad en el precio por hacerlo, pero si el inversor tiene la voluntad de liquidar su inversión en la Argentina, la penalidad por precio al ser un porcentaje tan bajo no será tan significativa.

Si las preocupaciones son las externalidades positivas que la inversión extranjera directa que genera, amén de las dudas de que este tipo de inversión efectivamente las genere, un umbral tan bajo no asegura la existencia de estas externalidades porque es altamente probable que ni siquiera estén involucrados en el gerenciamiento de la sociedad.

Entiendo que el criterio para distinguir la inversión extranjera directa y la inversión de portafolio debería ser un indicador en el agregado de la economía, ya que lo que debería marcar es la intención de un inversor residente de otra economía de tener una participación en la economía Argentina. Entonces, un indicador en el agregado sería más representativo y las “ventajas” de la inversión extranjera directa podrían obtenerse mejor en tal caso. En tal sentido, cuanto mayor es la inversión, más difícil es liquidarla cuando una crisis se avecina y más probable es que se involucre en el gerenciamiento de la sociedad.

4.- CONCLUSIONES

Los argumentos tradicionalmente esgrimidos a favor de la inversión extranjera directa no parecen justificar que este tipo de inversión debe preferirse por sobre otros tipos (por ejemplo, de portafolio). El argumento más tradicional está relacionado con la “iliquidez” de la inversión extranjera directa. Sin embargo, tal como destacan Hausmann y Fernández-Arias, la inversión extranjera directa no es necesariamente un determinado activo de una sociedad, sino uno de los componentes de la firma⁹⁵.

El argumento clásico de la iliquidez de la inversión extranjera directa es aplicable para cuando la inversión en cuestión se presenta directamente sobre un activo, léase un inmueble, una planta, un área petrolífera, etc. No obstante ello, cuando la inversión extranjera directa es a través de la adquisición de más del 10% del capital social y votos de una sociedad local, el argumento de la iliquidez pierde todo peso.

Adicionalmente, aún cuando se realice una inversión en el capital social de una sociedad y esta inversión califique como inversión extranjera directa, la sociedad puede intentar cubrirse de la crisis que se avecina igual que se cubriría un acreedor o un inversor de portafolio. En el caso de una crisis, el deudor posiblemente incumpliría sus obligaciones bajo el financiamiento y el acreedor podría ejecutar garantías o avales dados en el marco del financiamiento. Además, en caso de vencerse el financiamiento, si se avecina una crisis, el acreedor no renovarían la deuda. En el caso de un inversor de portafolio, éste intentaría liquidar la inversión de portafolio. Ahora bien, ¿acaso el inversor extranjero directo no puede cubrirse también cuando se avecina una crisis? Fernández-Arias (2000) sostiene que “*si una sociedad extranjera nota que se avecina una crisis u quiere sacar su dinero no lo haría a través de la repatriación de inversión. En lugar de este camino, el inversor tomaría un préstamo local y compraría activos en el exterior o repagaría deuda contraída con el exterior*”⁹⁶. Entonces, aún el inversor extranjero directo tiene mecanismos para retirar el capital de la Argentina en caso de prever que una crisis se avecina.

Más allá de los argumentos teóricos respecto de si la inversión extranjera directa es más o menos volátil que otros tipos de inversión, los estudios no han demostrado de manera concluyente que la inversión extranjera directa sea menos volátil que otro tipo de inversiones. En tal sentido, si bien ciertos estudios muestran que la inversión extranjera directa es menos volátil⁹⁷, otros estudios no encontraron este patrón⁹⁸. De hecho, Fernández-Arias (2000) ilustra que la desviación estándar de la inversión extranjera directa no es muy diferente de la de la totalidad de los fondos netos, especialmente en el caso de Latinoamérica. Además, su volatilidad ha estado en alza en la década de los ‘90 en la gran mayoría de los países en vías de desarrollo.

Cuadro N° 7: Economías de Mercados Emergentes: Volatilidad de los Ingresos de Capital Netos

⁹⁵ Véase Fernández-Arias (2000).

⁹⁶ Fernández-Arias (2000), p. 4. La traducción me pertenece.

⁹⁷ Véase UNCTAD (1998) y Chuhan (1996).

⁹⁸ Véase Claessens (1995).

	Media		Desviación Estándar		Volatilidad Coeficiente de Variación	
	1980s	1990s	1980s	1990s	1980s	1990s
	<i>Como porcentaje del PBI</i>				<i>Ratio</i>	

Inversión Extranjera Directa						
Países en vías de desarrollo	0.4	1.5	0.1	0.6	0.3	0.4
África	0.3	0.9	0.2	0.5	0.6	0.5
Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Corea	0.6	1.1	0.3	0.3	0.5	0.2
Latinoamérica	0.7	1.5	0.2	0.8	0.3	0.5
Economías en Transición	0.0	1.3	0.0	0.8	-	0.6

Inversión de Portafolio						
Países en vías de desarrollo	0.2	1.0	0.1	0.6	0.7	0.6
África	-0.2	0.1	0.1	0.3	-0.8	2.8
Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Corea	0.3	0.9	0.3	0.9	1.0	0.9
Latinoamérica	0.1	1.8	0.3	1.0	5.3	0.6
Economías en Transición	0.0	1.5	0.0	1.2	-	0.8

Otro tipo de inversiones netas						
Países en vías de desarrollo	1.3	0.5	0.5	1.2	0.4	2.4
África	2.9	2.5	1.0	1.6	0.3	0.7
Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Corea	2.0	1.0	2.0	3.0	1.0	3.1
Latinoamérica	1.5	-0.3	1.7	1.0	1.2	-3.7
Economías en Transición	-0.2	-0.4	0.2	1.4	-1.4	-3.4

Total de Ingresos Netos						
Países en vías de desarrollo	1.9	3.0	0.4	1.0	0.2	0.3
África	3.0	3.6	1.0	1.0	0.3	0.3
Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Corea	2.9	3.0	2.2	3.2	0.8	1.1
Latinoamérica	2.2	3.0	1.9	0.9	0.9	0.3
Economías en Transición	-0.2	2.4	0.3	1.5	-1.3	0.6

Fuente: Fernández-Arias (2000), p. 16-17⁹⁹.

En similar sentido, Frankel (1996), en su estimación de cómo la composición del capital de los países en vías de desarrollo afecta a la posibilidad de ocurrencia de una crisis, muestran que la deuda –sin limitarla a la de corto plazo- no es un factor relevante para la ocurrencia

⁹⁹ Para una explicación detallada de la metodología utilizada para los cálculos de estas medidas estadísticas véase Fernández-Arias (2000).

de una crisis. Sin embargo, lo que sí encuentran es que el ratio de inversión extranjera directa a deuda tiene un efecto negativo sobre la probabilidad de crisis. Este enfoque, distinto del tradicional, muestra a la deuda como neutral como causa de crisis y a la inversión extranjera directa como una prevención¹⁰⁰.

Fernández-Arias (2000) actualizó el estudio realizado por Frankel (1996) y llegó a la conclusión de que la inversión extranjera directa es más segura que otro tipo de inversiones solamente cuando la muestra se limita a países en vías de desarrollo. En este tipo de países, la inversión extranjera directa es neutral y la inversión de otro tipo aumenta la probabilidad de crisis¹⁰¹. Debido a los resultados de este estudio, Fernández-Arias (2000) concluye que no necesariamente es la inversión extranjera directa *versus* otro tipo de inversiones lo que debería tomarse en cuenta como promotor/preventor de crisis, sino lo que ellos llaman el “pecado original”¹⁰². Entonces, no es el nivel de inversiones distintas de inversión extranjera directa lo que genera el riesgo o aumenta las probabilidades de una crisis, sino que es el pecado original combinado con el hecho de ser un país en vías de desarrollo.

También se han argüido otras razones para privilegiar la inversión extranjera directa por sobre otro tipo de inversión. En tal sentido, Dubravko defiende que los fondos ingresados por inversión extranjera directa generan un avance en la tecnología y en las técnicas gerenciales, abren el acceso a mercados extranjeros, etc.¹⁰³. Sin embargo, al criticar otro tipo de inversiones de corto plazo solamente se recurre al argumento de que son volátiles porque no son tan ilíquidas como la inversión extranjera directa, volviendo nuevamente a recurrir al argumento de la iliquidez de la inversión extranjera directa¹⁰⁴. Las ventajas que comúnmente se destacan para la inversión extranjera directa están presentes en otro tipo de inversiones de capital y deuda.

En cuanto a los argumentos de Dubravko (2001), no se llega a entender por qué la inversión en más del 10% de capital social y votos de una empresa genera todas las ventajas indicadas para el caso de la inversión extranjera directa y una inversión del 9,5% no lo hace. Más aún cuando no se toma en cuenta el tamaño de la empresa en cuestión. No creo que sea lo mismo invertir en el 11% del capital social y votos de una sociedad anónima que tenga integrado el capital mínimo requerido por la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, lo que ascendería a una suma de \$ 1.320, e invertir en el 9,5% del capital social y votos de Banco Macro S.A.¹⁰⁵ o Tenaris S.A.¹⁰⁶. Para el caso de Argentina debería utilizarse un

¹⁰⁰ Frankel (1996).

¹⁰¹ Fernández-Arias (2000), pp. 8-9.

¹⁰² Fernández-Arias (2000) explica que “*se dice que una moneda sufre del pecado original cuando no puede ser utilizada para tomar préstamos en el exterior o cuando domésticamente no puede ser usada para tomar préstamos a largo plazo. Esto significa que las empresas se enfrentan con lo que Pedro Pou ha llamado la elección del diablo: tomar deuda en dólares y enfrentar un desfasaje de moneda o tomar préstamos a corto plazo y enfrentar un desfasaje de vencimientos*” (p. 5). La traducción me pertenece.

¹⁰³ Véase la Sección 2 del presente para una descripción de algunos de los efectos positivos de la inversión extranjera directa.

¹⁰⁴ Dubravko (2001), p. 25.

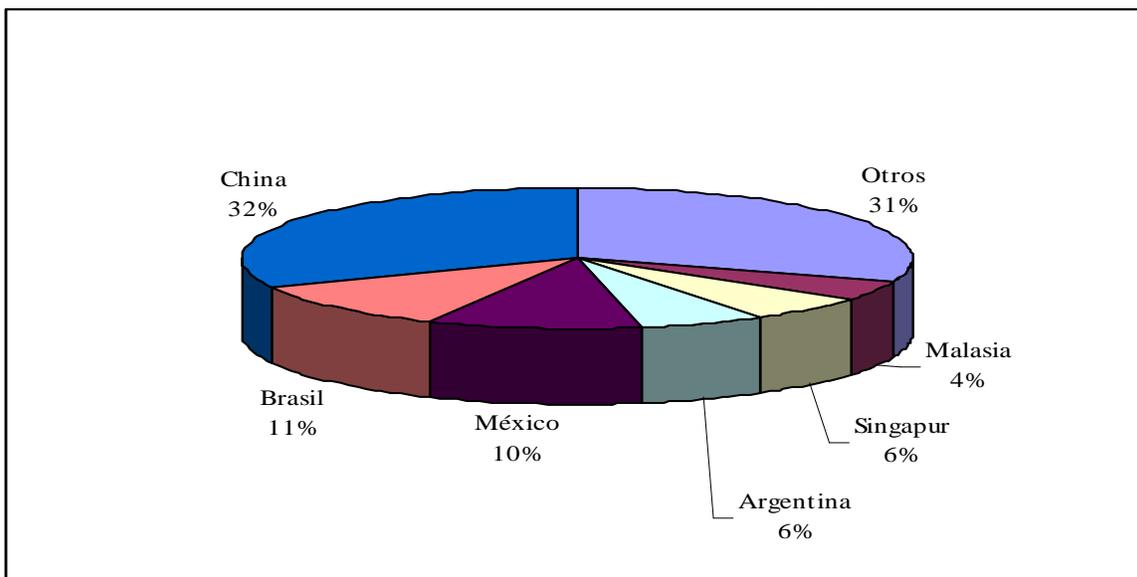
¹⁰⁵ Banco Macro S.A. tiene 290.494.578 acciones cotizando en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el promedio de negociación por acción al 26 de febrero de 2007 fue de \$ 11.62.

umbral distinta del 10% para adecuarlo a las características de las sociedades y mercado argentino.

¹⁰⁶ Tenaris S.A. tiene 713.605.090 acciones cotizando en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el promedio de negociación por acción al 26 de febrero de 2007 fue de \$ 73,656.

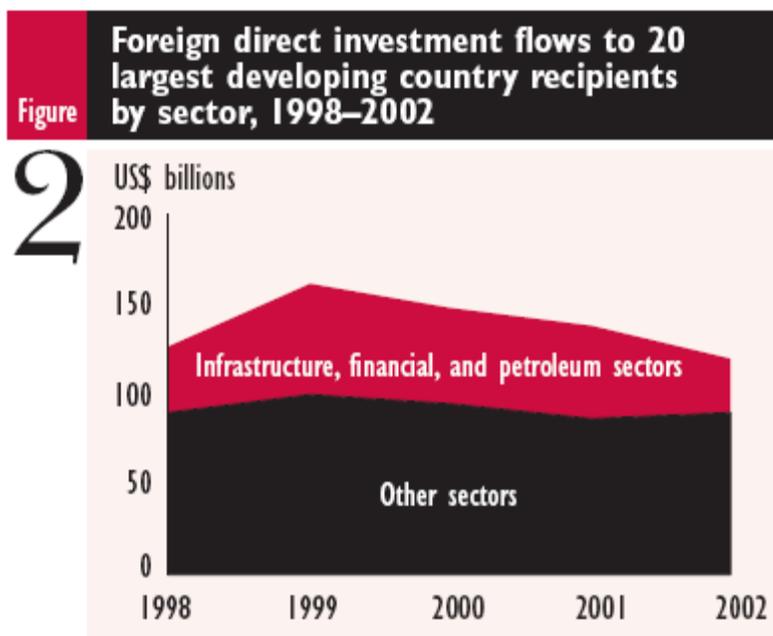
APÉNDICE

Gráfico A: Concentración de los Fondos de Inversión Extranjera Directa



Fuente: Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics y estimados del personal del Fondo Monetario Internacional.

Gráfico B: Inversión Extranjera Directa a los 20 países en vías de desarrollo que más capitales reciben por sector durante el período 1998-2002



Source: Economic Commission for Latin America and the Caribbean, Association of Southeast Asian Nations, United Nations Conference on Trade and Development, and government statistics.

Fuente: World Bank y Public-Private Infrastructure Advisory Facility, Capítulo IV.

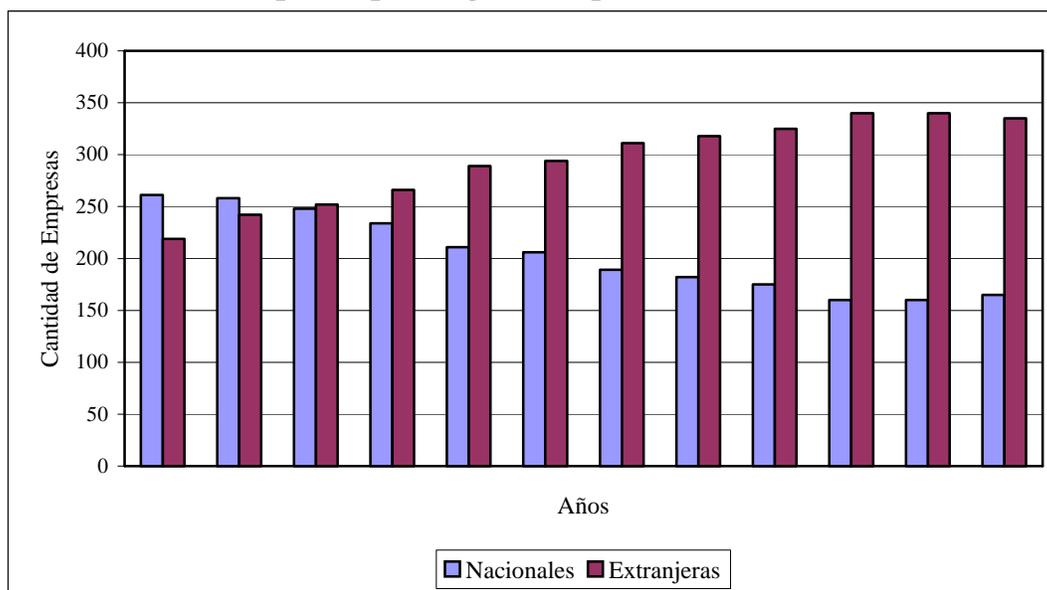
En sectores distintos de la infraestructura, el sistema financiero y el petróleo, la inversión se ha mantenido moderadamente constante¹⁰⁷.

Cuadro A: Grandes Empresas por origen de capital

Origen del Capital	Cantidad de Empresas											
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Nacional y participación extranjera hasta el 10%	261	258	248	234	211	206	189	182	175	160	160	165
Participación extranjera de entre el 10% y 50%	58	68	66	62	55	53	56	56	55	47	44	46
Participación extranjera de más del 50%	161	174	186	204	234	241	255	262	270	293	296	289
Participación extranjera de más del 10%	219	242	252	266	289	294	311	318	325	340	340	335

Fuente: Informe del INDEC de Grandes Empresas en la Argentina del 19/10/06.

Gráfico C: Grandes Empresas por origen de capital



Fuente: Informe del INDEC de Grandes Empresas en la Argentina del 19/10/06.

¹⁰⁷ Véase Banco Mundial, Public Policy for the Private Sector; p.1.

El incremento de la participación de empresas de capitales extranjeros en este índice es notable: un incremento del 23,2% entre 1993 y 2004.

El informe del INDEC del 2 de enero de 2007 indica que durante el período 2003-2005 las proporciones de las grandes empresas por origen de capital se mantuvieron prácticamente constantes. En tal informe se indica que el 67% de las grandes empresas tienen una participación extranjera de más del 10% y, de este universo, el 58% está compuesto por empresas cuya participación supera el 50%¹⁰⁸.

Adicionalmente, la concentración de las empresas de capital extranjero en determinadas industrias es más marcada que en otras.

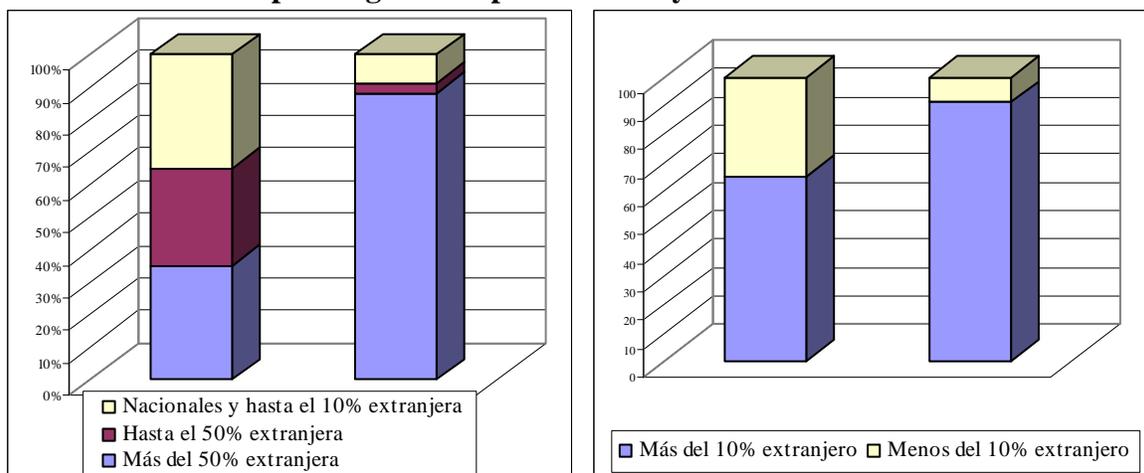
Cuadro B: Grandes Empresas por origen de capital

Actividad principal de la empresa	Origen de Capital					
	Nacionales y hasta el 10% de participación extranjera			Más del 10% de participación Extranjera		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Total	160	192	163	340	338	337
Minas y canteras	4	5	4	34	32	33
Industria manufacturera	106	108	107	198	197	205
-Alimentos, bebidas y tabaco	57	58	53	58	57	59
-Combustibles, químicos y plásticos	15	14	14	71	65	66
-Maquinarias, equipos y vehículos	4	6	11	28	32	35
- Resto (incluye electricidad, gas, agua, comunicaciones, construcción, comercio, transporte y otros servicios)	30	30	29	41	43	45
Restantes actividades	50	49	52	108	109	99

Fuente: Informe del INDEC de Grandes Empresas en la Argentina del 02/01/07.

¹⁰⁸ Una participación extranjera de más del 10% del capital social y votos es lo que habitualmente se denomina inversión extranjera directa.

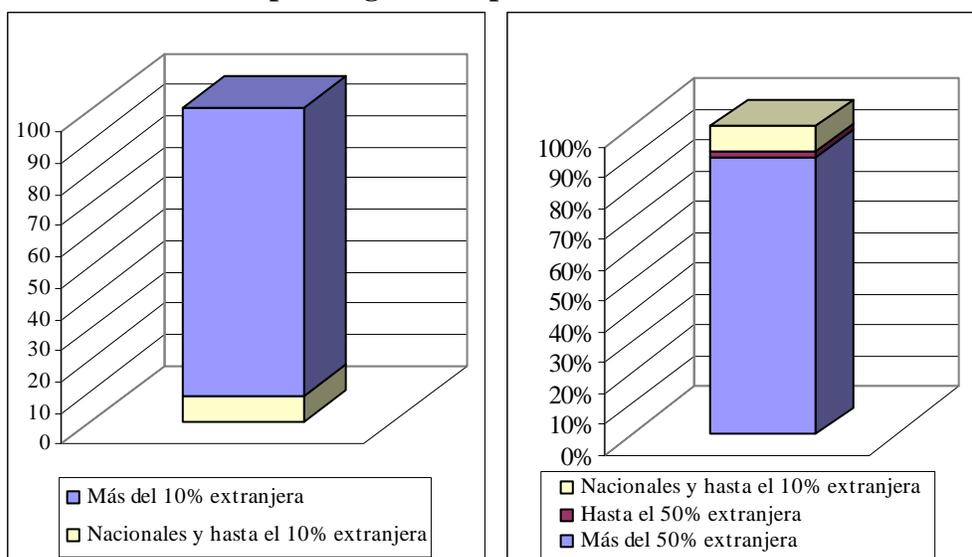
Gráfico D: Utilidad por origen de capital en 1993 y 2004



Fuente: Informe del INDEC de Grandes Empresas en la Argentina del 19/10/06.

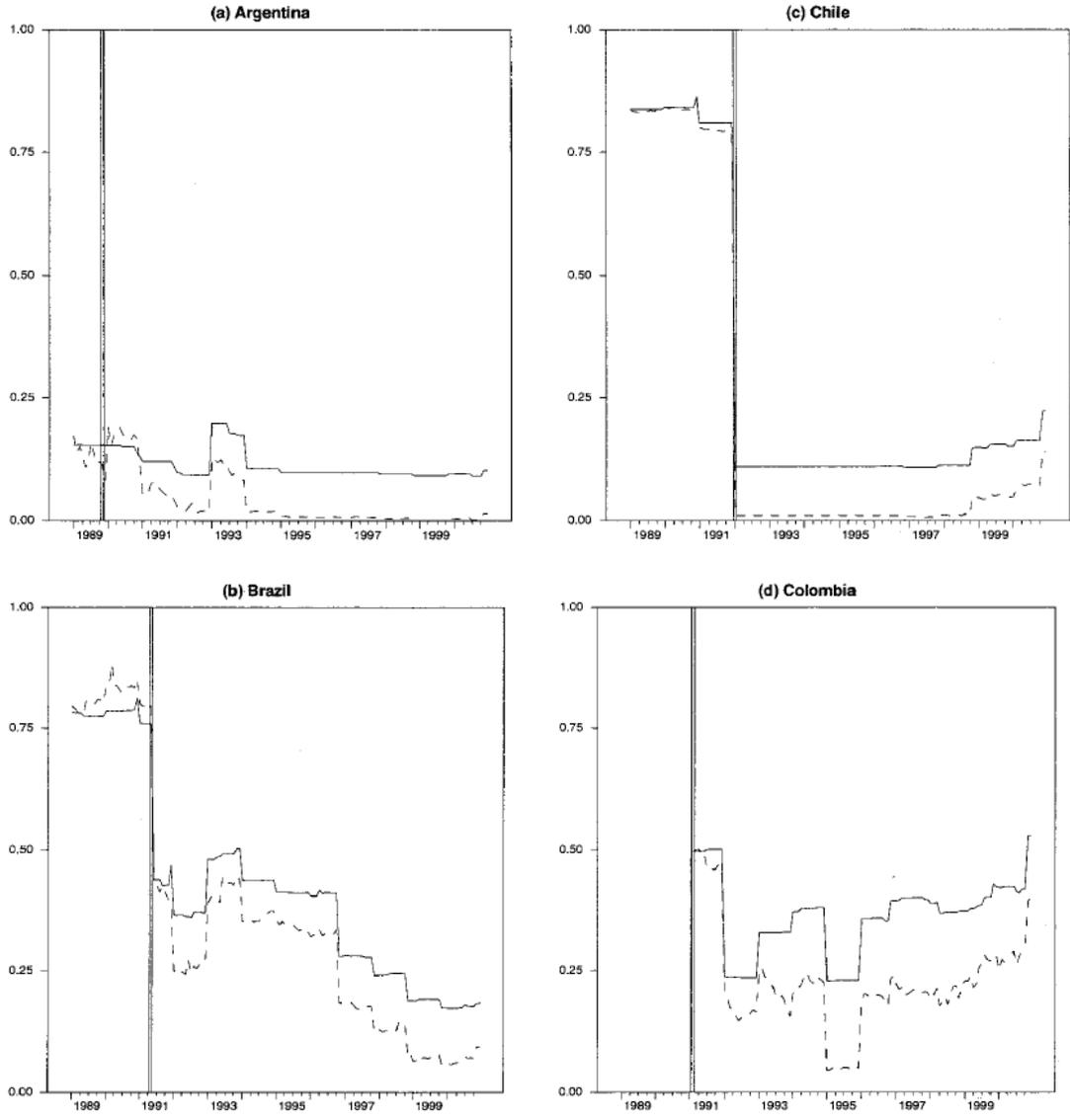
De hecho, aquellas empresas cuya participación extranjera es superior al 50% (294 empresas de las 500 que componen este índice) explican el 90% de la utilidad.

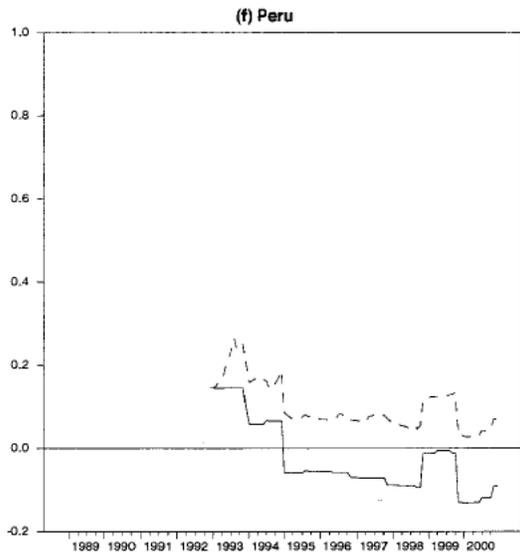
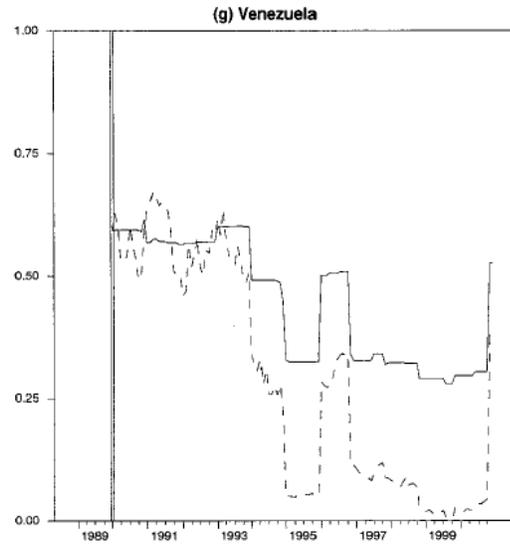
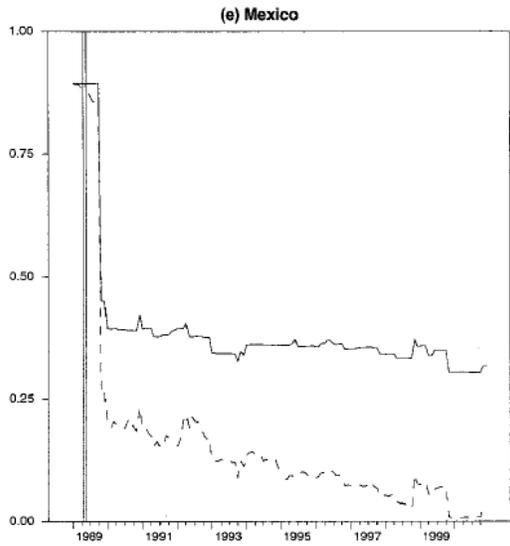
Gráfico E: Utilidad por origen de capital en 2005



Fuente: Informe del INDEC de Grandes Empresas en la Argentina del 02/01/07.

Gráfico F: Intensidad del Control de Capitales en Latinoamérica.

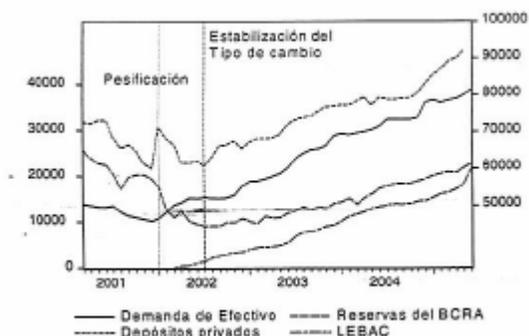




Fuente: Edison (2001), figura 2.

Gráfico G: Demanda privada de efectivo, reservas del BCRA, Lebac, depósitos privados en millones de Pesos y Dólares Estadounidenses.

Gráfico 1/ Demanda privada de efectivo, reservas del BCRA*, Lebac, Depósitos privados (eje derecho) - En millones de pesos y dólares



* En millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Fuente: Frenkel (2007), p. 140.

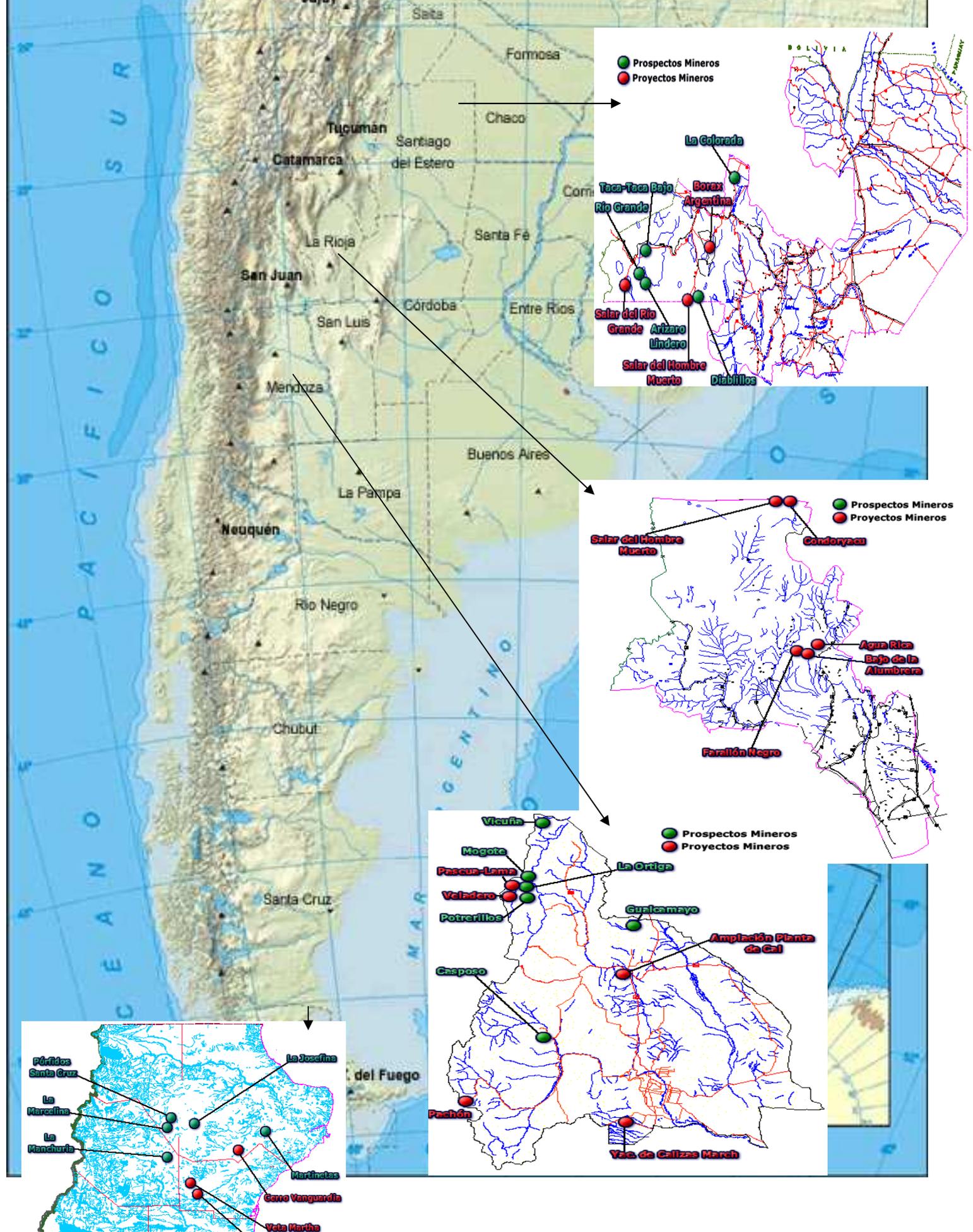
Cuadro C: Principales proyectos y prospectos mineros en la Argentina.

PROYECTOS MINEROS		PROSPECTOS MINEROS	
Provincia	Nombre	Provincia	Nombre
Salta	Borax Argentina	Salta	La Colorada
Salta	Salar del Río Grande	Salta	Taca-Taca Bajo
Salta	Salar del Hombre Muerto	Salta	Río Grande
		Salta	Arizaro Lindero
		Salta	Diablillos
Jujuy	Pirquitas		
Jujuy	Loma Blanca		
Jujuy	Mina Aguilar		
Sanatiago del Estero	Huyamampa		
Catamarca	Condoryacu		
Catamarca	Salar del Hombre Muerto		
Catamarca	Agua Rica		
Catamarca	Bajo de la Alumbreira		
Catamarca	Farellón Negro		
		La Rioja	Salamanca Vallecito
San Juan	Pascua-Lama	San Juan	Vicuña
San Juan	Veladero	San Juan	Mogote
San Juan	Amplación Planta de Cal	San Juan	La Ortiga
San Juan	Pachón	San Juan	Potrerrillos
San Juan	Yacimiento de Calizas March	San Juan	Gualcamayo
		San Juan	Casposo

Mendoza	Potasio Río Colorado		
Mendoza	Yesos Knauf		
Mendoza	San Jorge		
Neuquén	Andacollo		
Chubut	El Calafate	Chubut	Cordón de Leleque
Chubut	Piedra Púrpura		
Santa Cruz	Cerro Vanguardia	Santa Cruz	Pórfidos Santa Cruz
Santa Cruz	Veta Martha	Santa Cruz	La Marcelina
Santa Cruz	Manantial Espejo	Santa Cruz	La Manchuria
		Santa Cruz	La Josefina
		Santa Cruz	Martinetas

Fuente: Secretaría de Minería de la Nación.

Gráfico H: Mapa de los principales proyectos y prospectos mineros en la Argentina.



Fuente: Secretaría de Minería de la Nación.

Cuadro D: Principales cinco países con inversión acumulada en proyectos de infraestructura con participación privada en Latinoamérica y el Caribe en el período 1990-2001

Top Five Countries by Cumulative Investment in Infrastructure Projects with Private Participation, Latin America and the Caribbean, 1990–2001

Country	Investment (2001 US\$ billions)	Investment as a share of regional total (%)
Brazil	135.4	38
Argentina	82.6	23
Mexico	60.0	17
Chile	21.0	6
Colombia	14.9	4
Total	310.8	86

Source: World Bank, PPI Project Database.

Fuente: World Bank y Public-Private Infrastructure Advisory Facility, Capítulo IV, p. 56

BIBLIOGRAFÍA

Agencia de Desarrollo de Inversiones (ADI). *Invertir en Argentina: Minería*; en www.inversiones.gov.ar (2005).

Ambrogi, G. “*El régimen de restricciones al ingreso de capitales – Decreto 616/2005*” en La Ley 2006-A-904.

Ariyoshi, A. y otros. “*Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*” en International Monetary Fund, Occasional Paper N° 190 (2000).

Blecker, A. “*International Capital Mobility, Macroeconomic Imbalances, and the Risk of Global Contraction*” en International Capital Markets. Systems in Transitions; editado por Eatwell, J y Taylor, L. (2002), pp. 127-176.

Carricart, M. y otros. “*Regulación del Banco Central de la República Argentina en materia cambiaria*” en La Ley 2005-B-1163.

Claussens, S. “*Portfolio Capital Flows Hot or Cool?*” en World Bank Review 9 (1) (1995), pp. 153-179.

Chuhan, P. y otros. “*Internacional Capital Flows: Do Short-term Investment and Direct Investment Differ?*” en Policy Research (1996), The World Bank, Working Paper N° 1669.

Dahel, R. *Project Financing and Risk Analysis*, The Arab Planning Institute (1997).

División de Comercio e Inversión de la Comisión Social y Económica para Asia y el Pacífico de Naciones Unidas (ESCAP). “*Foreign Direct Investment in Latin America: Current Trends and Future Prospects*” en Interregional Cooperation in Trade and Investment Asia-Latin America (2000).

Djankov, S. y otros. *Regulation and Growth*, The World Bank (2006); código JEL O12, O17, O50 y P48.

Dubravko, M. “*Toward a Long-Term Strategy of Economic Development of Croatia: Where to Begin, What to Do, and How to Do It?*”, Ponencia Ocasional N° 11, Institute of Public Finance (2001).

ECLAC. *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe*, Naciones Unidas (1996).

Edison, J. y otro. *A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls*; IMF Working Paper; WP/01/180; noviembre de 2001; código JEL F3 y G15.

Elespe, D. “*Análisis jurídico económico del encaje indisponible por ingreso de divisas (Decreto 616/2005)*” en La Ley 2005-D-949.

Fernández-Arias, E. y otro. “*Foreign Direct Investment: Good Colesterol?*” en el seminario The New Wave of Capital Inflows: Sea Change or Just Another Tide?, Asambleas Anuales de la Junta de Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación de Inversión Interamericana (2000), Ponencia de Trabajo N° 417.

Fernández-Arias, E. y otro. “*Is FDI a Saber Form of Financing?*” en el seminario The New Wave of Capital Inflows: Sea Change or Just Another Tide?, Asambleas Anuales de la Junta de Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación de Inversión Interamericana (2000), Ponencia de Trabajo N° 416.

Folsom, J. y otros; *International Business Tansactions, a problem oriented coursebook*; Thomsphson West (2006).

Frankel, J. y otro. “*Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment*” en Journal of International Economics, 41 (3-4): 351-67 (1996).

Frenkel, R. y otro. “*Política Cambiaria y Monetaria después del Colapso de la Convertibilidad*” en Ensayos Económicos, Investigaciones Económicas del Banco Central de la República Argentina (2007), Fascículo N° 46, pp. 137-166.

Gastanaga, V. y otros. “*Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference Do They Make?*” en World Development (1998), pp. 1299-1314.

Jang-Yung, L. “*Sterilizing Capital Inflows*” en Economic Issues, International Monetary Fund (1997), Fascículo N° 7.

Kyaw, S. “*Foreign Direct Investment to Developing Countries in the Globalised World*” en Conferencia DSA (2003).

La Ley. “*Default y Reestructuración de Deuda Externa*”, Suplemento Especial, 24/11/2003.

La Razón, Sección Industrias (2006), 12° edición.

Liendo, H. y otro, “*Hay control de cambios?*” en La Ley del 17/11/2006.

Lim, E. “*Determinants of, and the Relation Between, Foreign Direct Investment and Growth: A Summary of the Recent Literature*” en International Monetary Fund Working Papers (2001); WP/01/175; código JEL F21, F23, O00 y 040.

Lucas Jr., R. “*Tobin and Montearism: A Review Article*” en Journal of Economic Literature, vol. XIX (1981), pp. 558-567.

Lucero, L. *Emergency Laws vs. Rights Granted Under Pre-Existing Laws: The Argentine Case*; inédito.

Moran, T. “*Foreign Direct Investment and Development: The New Policy Agenda for developing Countries and Economies in Transition*”, Institute for International Economics (1998).

Nayyar, D. “*Capital Controls and the World Financial Authority. What we can learn from the Indian experience?*” en *International Capital Markets. Systems in Transitions*; editado por Eatwell, J y Taylor, L. (2002), pp. 99-125.

Ocampo, J. “*Developing countries’ anti-cyclical policies in a globalized world*” en *Serie: Informes y Estudios Especiales*; CEPAL-ECLAC (2002).

Palavecino, F. y otro. “*Regalias mineras y estabilidad fiscal*” en JA 2006-I-968.

Palma, G. “*The Three Routes to Financial Crises. The Need for Capital Controls*” en *International Capital Markets. Systems in Transitions*; editado por Eatwell, J y Taylor, L. (2002), pp. 297-338.

Sader, F. “*Privatizing Public Enterprises and Foreign Investment in Developing Countries, 1998-1993*” en *FIAS Occasional Paper* (1995), Fascículo N° 5.

Sánchez Albavera, F. y otros. “*Panorama Minero de América Latina a fines de los noventa*” en *Serie Recursos Naturales e Infraestructura* N° 1, CEPAL (1999).

Saravia Frías, B y otro. “*Ingreso y egreso de divisas*” en *La Ley* 31/07/2006.

Saravia Frías, C. “*Liquidación forzada de divisas para la minería y el petróleo*” en *La Ley* 2003-E-1017.

The World Bank. “*Foreign Investment Resilient in the Face of Financial Crisis*” en *Global Development Finance* (1999).

The World Bank, *Global Development Finance, Analysis and Summary Tables*, Banco Mundial (1999).

The World Bank. *Public Policy for the Private Sector* (2004), Nota N° 273.

The World Bank y Public-Private Infrastructure Advisory Facility. *Private Participation in Infrastructure: Trends in Developing Countries in 1990-2001. Energy – Telecommunications – Transport – Water*.

UNCTAD en www.unctad.org/fdiprosects

United Nations. *Prospects for Foreign Direct Investment and the Strategies of Transnational Corporations, 2004-2007*, UNCTAD/ITE/IIT/2004/8 (1994).

van der Weele, J. “*Financing development: debt versus equity*”, Netherlands Central Bank (2005); código JEL C33, C52 y F21.

Valls, M. y otro. *“El decreto 1089/2003: otro paso adelante en la promoción minera”* en JA 2004-I-907.