

CEF

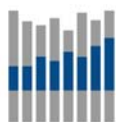
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

Nota de Política N° 9

Desarrollo y Financiamiento de la Inversión Pública a través de Asociaciones Público Privadas

Diciembre de 2007

La utilización o la publicación, parcial o total, para su difusión o con fines comerciales, de documentos, fotografías, logotipos y elementos gráficos, está estrictamente prohibida sin autorización previa de la Fundación Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Ésta deberá solicitarse al CEF o, en el caso de materiales de otras entidades (cuyos datos figuran en nuestros trabajos), así como en el caso de publicaciones de otras editoriales, a la entidad, la persona o la editorial de que se trate. Está prohibido modificar el material cuyos derechos se reserva el CEF, con la obligación de citar la fuente. En caso de utilizar material del CEF se solicitará una muestra o ejemplar de prueba a fin de darle aprobación. Ante el incumplimiento el CEF se reserva el derecho correspondiente.

**CEF**Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

INDICE

Resumen Ejecutivo	3
I. Motivaciones	9
II. Asociaciones Público Privadas. Conceptos y Experiencias Internacionales	18
II. 1 Conceptos metodológicos	18
II. 2 Experiencia pionera en el mundo y en la región	22
III. Marco Regulatorio en APP y Alternativas de Financiamiento en APP	25
III. 1 Características del Marco Regulatorio	25
III. 2 Alternativas de Financiamiento en APP	27
III. 2.1 Estructura contractual y financiera	27
III. 2.2 Aporte de los mercados de capitales	31
IV. Argentina: Marco Legal de la APP y Mercado de Capitales	36
IV.1 Marco Legal de la APP	36
IV.2 Mercado de capitales	38
IV.2.1 Mercado de acciones	39
IV.2.2 Obligaciones Negociables	44
IV.2.3 Fideicomisos Financieros	48
IV.2.3.2 Estudio de caso: Gasoducto Norte y Sur	53
IV.3 Fideicomisos Públicos y Fondos Fiduciarios Públicos	53
V. Conclusiones y recomendaciones de política	57
VI. Bibliografía	58
VII. Anexo	61

Resumen Ejecutivo

La economía argentina ha estado creciendo durante los últimos cuatro años a tasas anuales cercanas al 9%. Sostener el actual proceso de expansión económico requerirá de mejoras cuantitativas y cualitativas en la inversión. **Uno de los principales desafíos de las políticas públicas en nuestro país consiste en promover la inversión en el área de infraestructura económica y servicios públicos, tal que permita ampliar la capacidad instalada y reducir costos de operación del sector privado.**

El esquema de desarrollo de inversión pública e infraestructura actual enfrenta la necesidad de:

- i) fuentes alternativas de financiamiento presupuestario, dado el condicionamiento del presupuesto público a la estructura de gastos corrientes;
- ii) mejorar la eficiencia de los mecanismos de diseño y ejecución y
- iii) aumentar los niveles de inversión teniendo en cuenta su composición.

Este panorama plantea la necesidad de profundizar el análisis de instrumentos y modalidades alternativas de financiamiento dentro de un esquema de mercado. En este sentido, **el análisis de las posibilidades que brindan las Asociaciones Público Privadas (APP) puede resultar un objetivo de política para la superación de las restricciones mencionadas.**

La modalidad APP tiene por finalidad la terciarización de la producción de un bien o la prestación de un servicio tradicionalmente suministrado por el sector público. En el marco de esta asociación, **se busca distribuir los riesgos del proyecto de manera óptima entre las partes involucradas** de forma de: i) definir de antemano y contractualmente el costo final de la inversión y de la operación de los activos asociados con el desempeño del servicio; ii) aumentar el “valor por dinero” vinculado al gasto del sector público y iii) asegurar la mejor prestación del servicio.

La forma de APP que goza de mayor interés a nivel mundial es la que incluye contratos de **Diseño-Construcción-Financiamiento-Operación** (“DBFO” por sus siglas en inglés, *Design-Build-Finance-Operate*). El concepto de base de este esquema es la **distribución de roles y responsabilidades entre los sectores privado y público** de manera de lograr una adecuada eficiencia y calidad en el suministro del servicio a la sociedad civil. Durante el periodo de desarrollo, el sector privado se encarga del diseño del activo, su construcción, financiación de la obra y provisión de los servicios derivados del activo y su mantenimiento, sin que el sector público abandone su responsabilidad de proveer dicho servicio (educación, atención médica, etc.).

Es necesario aclarar que, **la modalidad APP representa sólo una opción para la implementación de proyectos de infraestructura y no en todos los casos es una solución inmediata.** Deben considerarse una serie de factores económicos, financieros y legales que determinan la conveniencia de implementar

dicha modalidad: i) leyes y marcos legales que favorecen o entorpecen el desarrollo de APP y ii) las posibilidades que ofrece el mercado de capitales. Estos aspectos son desarrollados en este documento.

En Argentina, en el año 2005 el Gobierno Nacional estableció un marco de promoción al desarrollo de modalidades de APP mediante: i) el Decreto N° 966/06 del Poder Ejecutivo Nacional (PEN) aprobó el Régimen para Iniciativas Privadas que tiene como principal objetivo estimular a los particulares a participar en el desarrollo de infraestructura y ii) el Decreto N° 967/06-PEN estableció el régimen nacional de APP orientado al desarrollo de infraestructura y servicios.

Por otro lado, el Régimen Nacional de APP, a diferencia del Régimen de Iniciativa Privada, dispone que el promotor de las obras de infraestructura sea el Estado Nacional. Dichas asociaciones deben organizarse como sociedades anónimas, fideicomisos o bajo cualquier otra forma o modalidad apta para financiarse por medio del régimen de oferta pública en el mercado de capitales.

En cuanto al segundo punto referido a las posibilidades que ofrece el mercado de capitales en Argentina, **existen diversos instrumentos de financiación para el desarrollo de obras de infraestructura a través de APPs: i) acciones; ii) obligaciones negociables y iii) fideicomisos financieros.**

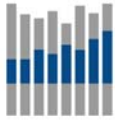
En general, los mercados de acciones y bonos argentinos poseen escasa profundidad y liquidez respecto a otras economías emergentes y desarrolladas. Tal situación actuaría como limitante al desarrollo de las AAPs en nuestro país. Frente a este cuadro, se **destaca el uso de fideicomisos financieros como una alternativa de generación de fondos frescos**, particularmente tras la crisis del 2001. La principal ventaja de este tipo de instrumento es la mitigación del riesgo de insolvencia del emisor ya que los títulos emitidos tienen como respaldo la cartera de créditos y las garantías incorporadas al proceso.

El Gasoducto Norte y Sur constituye un antecedente de desarrollo de infraestructura a través de un fideicomiso financiero con oferta pública en el mercado de capitales, llamado Fideicomiso Financiero Gas I. Su objetivo fue atender inversiones de transporte y distribución de gas acorde a lo que establecen el Decreto 180/04-PEN y la Resolución 185/04-Ministerio Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios. Se constituyeron fideicomisos financieros privados cuyos activos fideicomitados se acordaron a través de un fondo fiduciario integrado por cargos tarifarios, de recursos de programas especiales de crédito con organismos internacionales y de aportes de beneficiarios directos. Las empresas operantes fueron Transportadora de Gas del Norte y Transportadora de Gas del Sur. El programa contempló un fideicomiso financiero en el cual los títulos fueran colocados en el mercado de capitales con el objeto de permitirles a las empresas privadas, a los organismos internacionales y al Estado Nacional, que fondearon el primer fideicomiso, enajenar la inversión en el mercado.

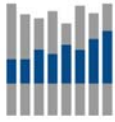
En diciembre de 2006, se produjo la colocación en el mercado de capitales de los Valores Representativos de Deuda de valor nominal \$ 630.000.000. El resultado de la colocación en el mercado fue muy bueno al punto que las ofertas totalizaron \$1.269 millones. Los inversores institucionales realizaron ofertas más que duplicando el monto licitado. Si bien las administradoras de fondos de pensión realizaron el 65% de las ofertas, se quedaron con sólo el 35% del monto adjudicado, mientras que el 52% se lo llevaron inversores del exterior.

A continuación se presenta un resumen diagnóstico de temas que hacen a la implementación de APPs acompañado de un conjunto de recomendaciones tendientes a corregir y/o evitar los problemas existentes o potenciales y así promover el desarrollo de esta modalidad para el financiamiento y ejecución de obras de infraestructura pública en nuestro país.

Diagnóstico	Recomendaciones
<p>Inadecuado nivel de inversión relativo al PIB en Argentina que permita sostener tasas de crecimiento del producto que potencien mejoras en el ingreso per capita nacional. Al menos un tercio de la inversión es no reproductiva. Pese a que ha crecido en los últimos años, el desempeño de la inversión pública es menor a otras economías.</p>	<p>Profundizar el proceso de crecimiento de la inversión para alcanzar los objetivos deseados y mejorar la calidad de su composición. Esto se lograría con la adopción de un programa macroeconómico sustentable acompañado de un plan de inversión pública de largo plazo, fortalecimiento jurídico y adopción de las mejores prácticas en materia regulatoria de servicios públicos.</p>
<p>Sin desmerecer los logros en materia fiscal, los presupuestos públicos están condicionados por la estructura de gastos corrientes en detrimento de los gastos en inversión pública real directa (IPRD).</p>	<p>Buscar alternativas a las fuentes habituales de financiamiento presupuestario que solventen las necesidades de inversión. La viabilidad de los mismos seguirá estando condicionada por el compromiso del gobierno de seguir profundizando la disciplina fiscal, de la cual depende su capacidad de pago.</p>
<p>La IPRD ha registrado los menores niveles de ejecución respecto a otros gastos (transferencias de capital, consumo).</p>	<p>Hacer más eficientes los mecanismos de desarrollo de inversión pública.</p>
<p>Racionamiento de crédito del gobierno que limita su capacidad de realizar proyectos.</p>	<p>La APP es una alternativa de ejecución de inversión pública que persigue no solo financiamiento del sector privado sino también el aprovechamiento de su capacidad de gestión (mayor capacidad de cobro a los usuarios, inversión en consonancia con requerimientos de mantenimiento y gestión eficaz), en el marco de una relación de largo plazo.</p>
<p>En esquemas de contratación convencional entre los sectores público y privado hay atrasos y sobrecostos, que en algunos casos llegan al 40% del costo inicialmente contratado. Como resultado, se aplican aumentos de ese orden en la evaluación de este tipo de contrato.</p>	<p>En los contratos APP el pago hecho por el sector público al privado se hace contra entrega de servicios o disponibilidad de activos pactados inicialmente.</p>
<p>El éxito de la APP no está garantizado porque depende de una correcta identificación de necesidades de</p>	<p>Para garantizar el éxito de la APP se requiere:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Seleccionar un sector donde existan experiencias



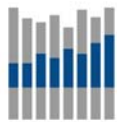
<p>inversión y evaluación de los proyectos, así como un claro compromiso político institucional.</p>	<p>nacionales e internacionales relevantes y adaptables.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Favorecer proyectos que tengan una escala de inversión adecuada e interés confirmado por parte del sector privado, para lo cual se pueden hacer sondeos de mercado. • Análisis del costo final del enfoque APP comparado con la contratación tradicional y tratamiento contable del proyecto final (deuda pública, gasto de inversión o corriente). La modalidad APP será fortalecida no solo por un sólido compromiso por parte del gobierno, sino también por la tenencia de reservas financieras suficientes para afrontar las obligaciones futuras que su implementación implica.
<p>La experiencia internacional demuestra que la identificación, el desarrollo y la implementación de APP del tipo más avanzado requieren el desarrollo temprano de estructuras legislativas y regulatorias nacionales habilitantes. Es fundamental establecer regulaciones específicas en cada área para que la participación del sector privado sea posible. La eficacia de estos esquemas requiere el desarrollo de estructuras institucionales para vigilar y reglamentar a los operadores privados.</p>	<p>El proceso de regulación debería cubrir las siguientes áreas principales del proceso:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ El marco legal general en el que opera el sector público. ▪ La transparencia y confiabilidad de sus relaciones con el sector privado ▪ El control y el uso apropiado de fondos públicos ▪ La creación de un marco legal y procesal para la licitación y negociación y su administración ordenada ▪ La necesidad de diseñar estructuras institucionales para monitorear y reglamentar a los operadores privados
<p>El APP se basa en el concepto de que un grupo, organizado como consorcio, se encargue del DBFO del proyecto. El Estado o los usuarios pagan por el servicio desempeñado (remuneración al capital invertido y su devolución más los costos de mantenimiento del proyecto) recién en el período de operación contra entrega de resultados.</p> <p>La estructura financiera de los proyectos APP representa la adaptación - a sectores no tradicionales tales como salud, educación, seguridad - a técnicas de financiamiento basado en esquemas de garantía limitada.</p> <p>Son pocos los ejemplos en la región con niveles de contratación y financiación sofisticados.</p>	<p>Características que los esquemas APP deberán tener:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Una entidad específica legal y económicamente constituida debe aislar el riesgo de la APP de las entidades económicas que invierten en ella y del Estado. Sin perjuicio de la supervisión estatal correspondiente. • Derivación de los riesgos de construcción y operación a empresas separadas. • Alto nivel de apalancamiento. • Creación de mecanismos de mejora de crédito mediante la participación de <i>monolines</i> (aseguradoras especializadas) y de garantías específicas. • Canalización de la financiación por medio de obligaciones. • Rol de las agencias de rating para fortalecer la



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

<p>El nivel de sofisticación de la estructura contractual y financiera que se puede contemplar en la implementación de un proyecto APP depende en gran medida de las capacidades de los mercados de capitales locales.</p> <p>Muchos países de la región, entre ellos Argentina, tienen un mercado de capitales con escasa profundidad y liquidez, tanto en lo que hace al mercado de acciones como de bonos.</p>	<p>colocación de bonos.</p> <p>El desarrollo del mercado de capitales domésticos es una pieza fundamental para crear una oferta sustentable de capital para inversión. Su ampliación se logra a través del incremento en la variedad de instrumentos potencialmente disponibles, su profundidad en términos de montos y plazos máximos - sobre todo en moneda local-, desarrollo de inversores institucionales y mercados de cobertura, adopción de principios de gobierno corporativo, regulación, tratamiento impositivo y supervisión consistente con mejores prácticas.</p> <p>Las estructuras de financiamiento de proyectos de tipo APP deben responder preferentemente a:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Financiamiento de largo plazo teniendo en cuenta la vida total de la concesión. ▪ Esquema de amortizaciones adaptado al flujo de caja del proyecto. ▪ Máxima financiación en moneda local para disminuir riesgos cambiarios. ▪ Financiamiento a tasa fija en la medida de lo posible. ▪ Comprensión y aceptación del riesgo proyecto por parte de los inversionistas. ▪ Preferencia por esquemas de garantías limitadas.
<p>En el caso argentino, se destaca el auge del fideicomiso financiero como instrumento de financiación.</p> <p>Muy diferente es el caso de los fideicomisos públicos y de los fondos fiduciarios públicos los cuales tienen características <i>sui generis</i>, en la cual el fiduciante y el fiduciario no necesariamente se diferencian. En algunos casos estos pseudos fideicomisos podrían desnaturalizar y desprestigiar al del derecho privado.</p>	<p>Dictado de una ley específica para fondos fiduciarios públicos, en la cual se determinen criterios objetivos para la constitución y control de los mismos y donde quede claramente diferenciado el fiduciante del fiduciario y delimitado las responsabilidades de cada uno y su tratamiento impositivo.</p>
<p>Los fideicomisos públicos poseen características extra presupuestarias, ya que el Presupuesto de la Administración Nacional, que rige por la Ley de Administración Financiera N° 24.156/92, no incluye a las empresas públicas ni a los fondos fiduciarios. Esto ha generando falta de control en la ejecución de estos fondos.</p> <p>Ley de Solvencia Fiscal N° 25.152/99 establece, respecto de los fondos fiduciarios, que los flujos</p>	<p>Se pone de manifiesto la necesidad de articular mecanismos de rendición de cuentas para garantizar la transparencia en el uso de la totalidad de los fondos fiduciarios públicos a través de informes periódicos de carácter público.</p>



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

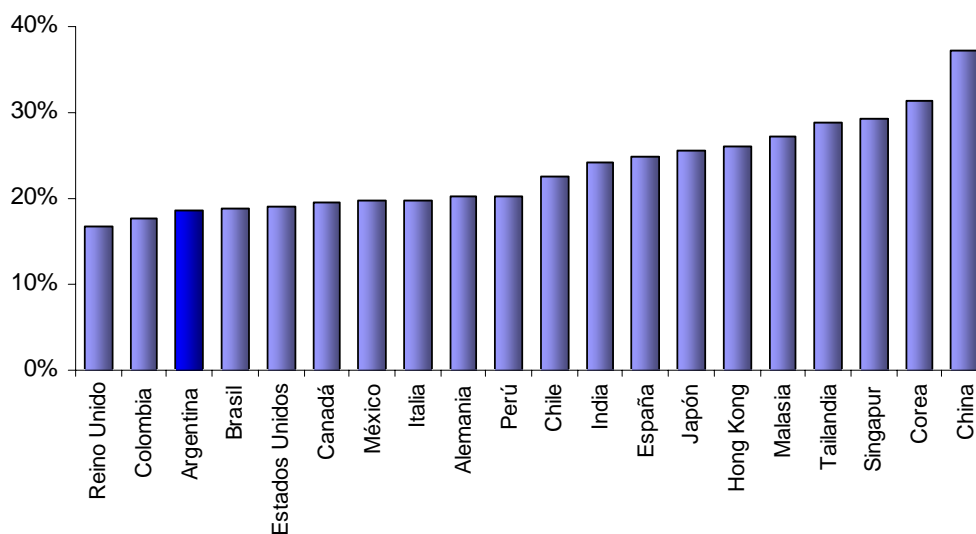
<p>financieros que se originen por la constitución y uso de los mismos deberán ser incluidos en la Ley de Presupuesto y establecía que la creación de Fondos Fiduciarios, integrado total o parcialmente con bienes y/o fondos del Estado Nacional, requeriría del dictado de una Ley. Sin embargo, existen actualmente una serie de fideicomisos que fueron generados a partir de resoluciones administrativas y que no poseen información en los anexos presupuestarios.</p>	
<p>En materia impositiva, los fideicomisos financieros avanzaron mucho, pero no en lo que respecta a fideicomisos públicos y fideicomisos “ordinarios” (de garantía, inmobiliarios, de administración, otros). Para ilustrar algunas controversias que la escasa regulación en este tipo de fideicomisos ha generado, abordaremos los casos del impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios (DCB) y el impuesto a la Ganancia Mínima Presunta (GMP). Debido a que el fideicomiso es una figura del derecho privado y es a su vez un sujeto de impuesto, todo el flujo de fondos de la obra está sujeto al impuesto DCB a una tasa del 1,2%. En el caso del impuesto a la GMP, los fideicomisos de garantía están sujetos a este impuesto a una tasa del 1% del valor de los activos fideicomitidos independientemente del resultado económico del fideicomiso.</p> <p>El tratamiento del DCB ha provocado zonas grises en el caso de los fondos públicos. Amparándose en la independencia de patrimonio fiduciario, las autoridades fiscales alegan que la exención de que goza el Estado no es trasladable a las cuentas corrientes abiertas por esta clase de fideicomisos. Sin embargo, como estos fideicomisos son instrumentos para llevar a cabo funciones propias del Estado, hay opiniones a favor de un tratamiento fiscal igual al del que los constituye.</p>	<p>Avanzar en la legislación tributaria para crear un marco específico para los fideicomisos públicos y los fideicomisos “ordinarios”.</p>

I. Motivaciones

La economía argentina ha estado creciendo durante los últimos cuatro años a tasas anuales cercanas al 9%. Sostener este proceso de expansión económica demanda incrementos en el nivel y mejoras cualitativas de la inversión. Algunos analistas calculan que para asegurar una tasa de crecimiento del producto *per cápita* del 3% anual la tasa de inversión debería ubicarse entorno al 22% del producto bruto interno ó PBI (Sánchez y Butler, 2004).

Comparado con los estándares de países que poseen mayores tasas de inversión, uno de los principales desafíos de las políticas públicas en nuestro país consiste en promover la **inversión**, particularmente **en el área de infraestructura económica y servicios públicos**, tal que permita **ampliar la capacidad instalada y reducir costos de operación del sector privado**. En efecto, la tasa de inversión en Argentina ha mostrado niveles relativamente bajos en comparación con otras regiones del mundo (Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1: Inversión Bruta Fija % PBI
Promedio 1993 – 2006 ⁽¹⁾, a precios corrientes



⁽¹⁾ Suma de los numeradores sobre suma de los denominadores

Fuente: IFS

El rol de la inversión pública en el proceso de crecimiento económico es crucial sobre todo cuando se verifica en sectores con altos retornos sociales¹. Aunque la incidencia de la inversión pública en el producto es baja si se la compara con otros países como Chile o México (Cuadro N° 1), es de notar que desde el 2002 ha tenido un crecimiento sostenido.²

Cuadro N° 1: Argentina, Chile y México - Inversión Bruta Interna Fija Pública y Privada

- como % PBI, a precios constantes -

Año	Inversión Pública	Inversión Privada	Inversión Total
1993	1.7	17.4	19.1
1994	1.8	18.7	20.5
1995	1.5	16.8	18.3
1996	1.2	17.7	18.9
1997	1.6	18.9	20.6
1998	1.6	19.5	21.1
1999	1.7	17.4	19.1
2000	1.1	16.8	17.9
2001	1.1	14.7	15.8
2002	0.7	10.5	11.3
2003	1.2	13.1	14.3
2004	1.7	16.0	17.7
2005	2.2	17.6	19.8
2006	s/d	s/d	21.6
Argentina			
1993-2005	1.5	16.6	18.1
Chile			
1990-2001	2.2	20	22.2
México			
1990-2002	3.9	15.1	18.9

s/d: sin dato.

Fuente: CEPAL e INDEC

El objetivo de esta nota de política consiste en documentar alternativas tendientes a generar mecanismos para el desarrollo de la inversión pública. Este objetivo cobra vital importancia teniendo en cuenta las crecientes necesidades de inversión para sostener el crecimiento económico en el largo plazo.

Previo al desarrollo de alternativas que puedan resultar convenientes para financiar obra pública resulta vital elaborar un diagnóstico respecto de la situación actual que contemple, evalúe y adecue las

¹ Sobre la importancia de la inversión pública, el equilibrio fiscal y algunos comentarios preliminares sobre APP consultar IMF (2004a).

² Según Fanelli (2007) la misma se ubicó por sobre el 3% del producto en el 2006.

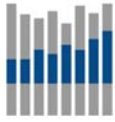
necesidades de financiamiento a las posibilidades que ofrezca el sistema financiero. Se desarrollarán particularidades y debilidades del esquema actual apoyados en hechos estilizados.

Como muestra el Cuadro N° 1, en Argentina la participación de la inversión pública y privada en el producto ha estado aumentando. Sin embargo, importa no solo que su incidencia siga aumentando sino la evolución de su composición.

Considerando un conjunto de economías latinoamericanas, en el período 1993-2005 alrededor del 39% de la inversión bruta fija estuvo destinada a maquinaria y equipo. En el Gráfico N° 2 se muestra la participación de este rubro respecto de la inversión total. Argentina se encuentra ubicada ligeramente por encima del promedio de la región con casi el 40 %, el 60 % restante está explicado por la inversión en construcción. En 2006 este porcentaje ascendió a 63%, ó 15% del PBI. En el Gráfico N° 3 se observa la evolución de la inversión bruta fija como porcentaje del PBI de la Argentina considerando los rubros mencionados: equipos durables y construcción; el sector construcción es preponderante, siendo su participación cada vez mayor luego de la crisis del 2001. Si bien, una parte de esta inversión es reproductiva y corresponde a edificios no residenciales y obras de infraestructura, más de la mitad se destina a vivienda.³

En resumen, **si bien la inversión bruta ha aumentado su participación en el producto, la inversión pública, aunque también crece, sigue siendo baja comparada con otras economías latinoamericanas y alrededor de un tercio de la inversión total es no reproductiva.** En este sentido, aumentos en el nivel de la inversión que acompañen las altas tasas de crecimiento del producto junto a mejoras cualitativas en su composición son insumos básicos para generar un crecimiento económico sostenido.

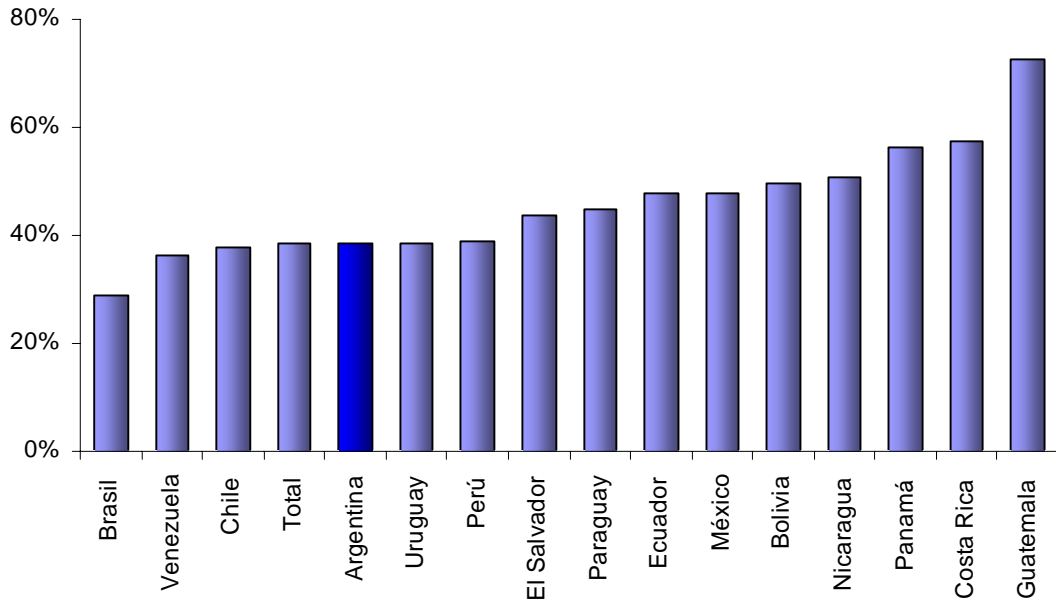
³ Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, INDEC.



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

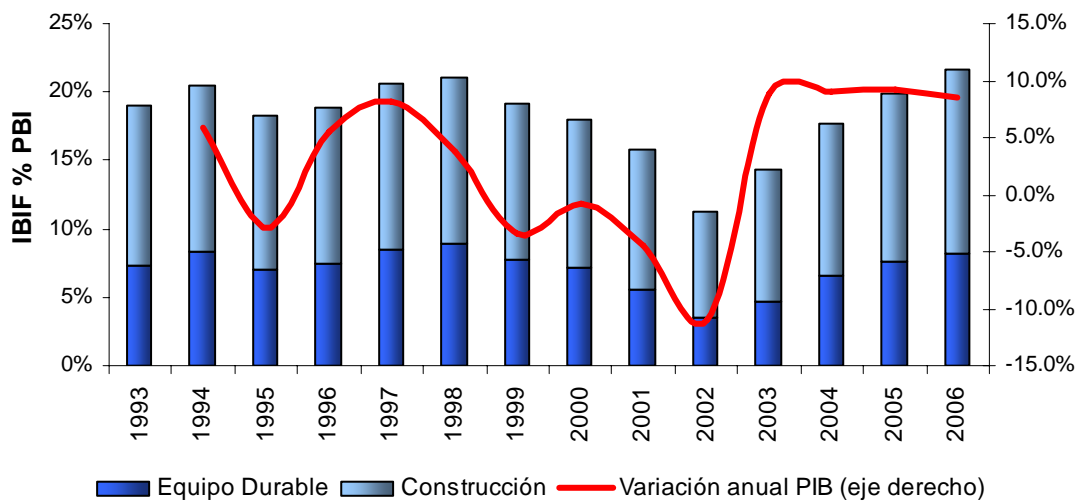
Gráfico N° 2: Participación del Capital Fijo en Maquinaria y Equipo % Inversión Bruta Fija
Promedio 1993 – 2005⁽¹⁾, a precios corrientes



⁽¹⁾ Suma de los numeradores sobre suma de los denominadores.

Fuente: CEPAL

Gráfico N° 3: Argentina - Inversión Bruta Fija % PBI y tasa de crecimiento del PBI.
- a precios constantes de 1993 -



Fuente: INDEC

Si se centra el análisis en el componente de la inversión pública, se observa nuevamente que la mayor parte se destina a construcción, rubro que ha ganado participación a costa de la inversión en maquinaria y equipo como puede observarse en el Cuadro N° 2. En el período 1993-2005 la inversión en maquinaria y equipo se mantuvo cerca del 14% sobre el total de la inversión pública bruta. No obstante, entre el 2002 y 2005 la misma estuvo por debajo de este promedio debido a una pérdida de participación por la mayor inversión en construcción. Sin embargo, a diferencia de lo que puede ocurrir con la inversión privada, la mayor incidencia del componente construcción en este caso se liga a inversiones reproductivas (obras viales e infraestructura).

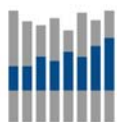
Cuadro N° 2: Participaciones de Equipo Durable y Construcción en Inversión Pública

Año	Inversión Pública	
	Equipo Durable	Construcción
1993	17%	83%
1994	16%	84%
1995	14%	86%
1996	17%	83%
1997	14%	86%
1998	17%	83%
1999	15%	85%
2000	17%	83%
2001	14%	86%
2002	12%	88%
2003	10%	90%
2004	10%	90%
2005	10%	90%
2006	s/d	s/d
1993-2005	14%	86%

s/d: sin dato.

Fuente: INDEC

Mientras que en los noventa, el crecimiento del producto se explicaba en buena parte por el dinamismo de la productividad total de factores (PTF), en lo que va del siglo la principal contribución ha sido la del empleo (Cuadro N° 3). En este sentido, lograr un aumento de la PTF conlleva, entre otras cuestiones, modernizar no solo el aparato productivo sino también la infraestructura y profundizar las políticas financieras.

**CEF**Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability**Cuadro Nº 3: Factores de crecimiento del producto**

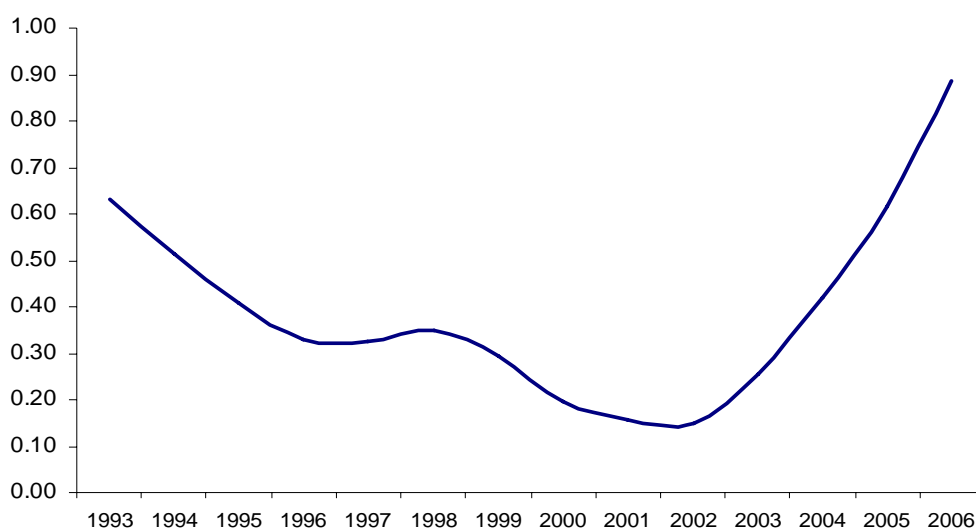
	Crecimiento PBI real	Contribución del		Crecimiento de la PTF
		Empleo	Capital	
1991-2000	4,1	0,8	0,7	2,4
2001-2006	3,4	1,7	0,5	0,8

Fuente: Arriazu (2007)

Continuando con la inversión pública a nivel local, los Gráficos Nº 4, 5 y 6 muestran la evolución de los principales rubros correspondientes al gasto. Durante el período 1993-2002 la proporción de la inversión pública real directa (IPRD) respecto del producto decreció a una tasa anual del 12%, tal como se observa en el Gráfico Nº 4. A partir del 2003 la serie experimentó importantes mejoras, superando la participación inicial.

Gráfico Nº 4: Inversión Pública Real Directa como % PBI

Sector Público Nacional



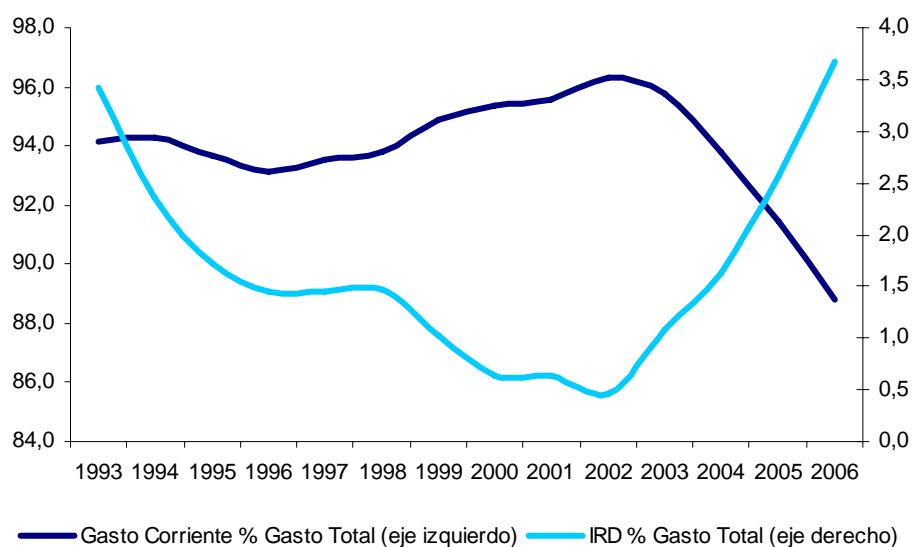
Fuente: MECON e INDEC

La preponderancia de los gastos corrientes dentro del presupuesto total hace que el peso relativo de la IPRD en el gasto total⁴ sea bajo. Los recursos se asignan de manera residual, es decir, una vez cubiertos los gastos corrientes, tal como puede apreciarse en el Gráfico Nº 5. Hasta la crisis en el 2001, el gasto asignado en IPRD perdió participación en forma continua alcanzando un piso en 2002, para luego experimentar una significativa recuperación a partir de 2003. Lo opuesto ocurrió con el gasto

⁴ Gasto Total es la suma de Gastos Corrientes más Gastos de Capital. La IPRD es uno de los tres componentes, los otros dos son Transferencia de Capital e Inversión Financiera. De ahí, que la suma en el Gráfico Nº 5 no sea igual a 100%.

corriente con el efecto resultante de una reasignación del gasto a favor de la IPRD. Consecuentemente, la incidencia de IPRD en el producto aumentó de 0,1% a 0,8% entre el 2002 y el 2006. No obstante, la incidencia del gasto corriente sigue siendo predominante, 20% del producto en el 2006.

Gráfico Nº 5: Inversión Pública Real Directa Presupuestaria y Gasto Corriente % Gasto Total
Sector Público Nacional

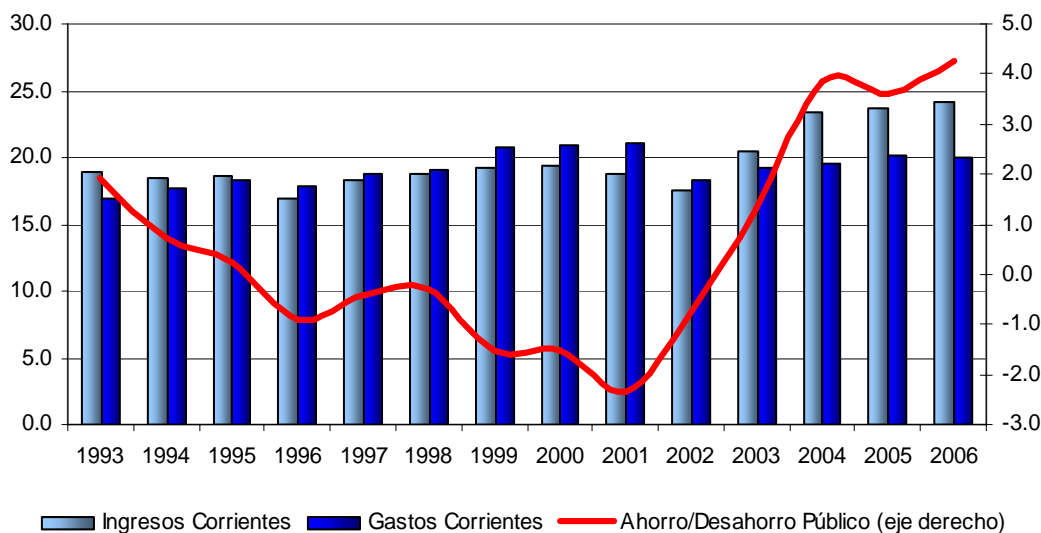


Fuente: MECON e INDEC

Como se observa en el Gráfico Nº 6, la caída en los recursos experimentada en 2001-2002 fue seguida de una fuerte recuperación a partir de los años subsiguientes. El ritmo de crecimiento de los ingresos corrientes superó al de los gastos corrientes dando lugar a partir de 2003 a un fuerte incremento en el ahorro público que pasó de - 0,8% a 4,2% del producto entre los años 2002 y 2006. Sin embargo, como el presupuesto público está altamente condicionado por la estructura de gastos corrientes, este diferencial no necesariamente se puede derivar a la atención de los actuales requerimientos de financiamiento de inversión que se demanda para sostener las elevadas tasas de crecimiento vigentes en la economía.

En síntesis, **sin desmerecer los logros alcanzados en materia fiscal, los presupuestos públicos siguen altamente condicionados por la estructura de gastos corrientes.** Dado que, los requerimientos de gastos corrientes presente y futuro podrían entorpecer el desarrollo de inversiones que involucren importantes esfuerzos financieros, se hace necesaria la búsqueda de alternativas a las fuentes habituales de financiamiento presupuestario que solventen las necesidades de inversión, conjuntamente con esquemas que mejoren la eficiencia en las ejecuciones de los planes de obras públicas.

Gráfico N° 6: Recursos y Gastos Corrientes y Ahorro Público como % PBI
Sector Público Nacional



Fuente: MECON

Más allá de la disponibilidad de recursos y las necesidades de inversión a fines de mantener un desarrollo económico sostenido, existe una cuestión complementaria que exige una atención especial, relacionada con los requerimientos de inversión existentes, tanto públicos como privados.

Con respecto a los requerimientos de inversión pública, un estudio realizado por el Ministerio de Economía de la Nación, "Plan Nacional de Inversiones Públicas 2007-2009", incorpora una estimación del stock de capital público correspondiente al año 2005. Del Cuadro N° 4 se desprende que el stock de capital público representa casi el 60% del PBI. Más del 90% del stock corresponde al sector construcción y el resto a equipo durable de producción.

Cuadro N° 4: Estimación del Stock de Capital de Organismos Presupuestarios Nacionales y Provinciales e Inversión de Reposición

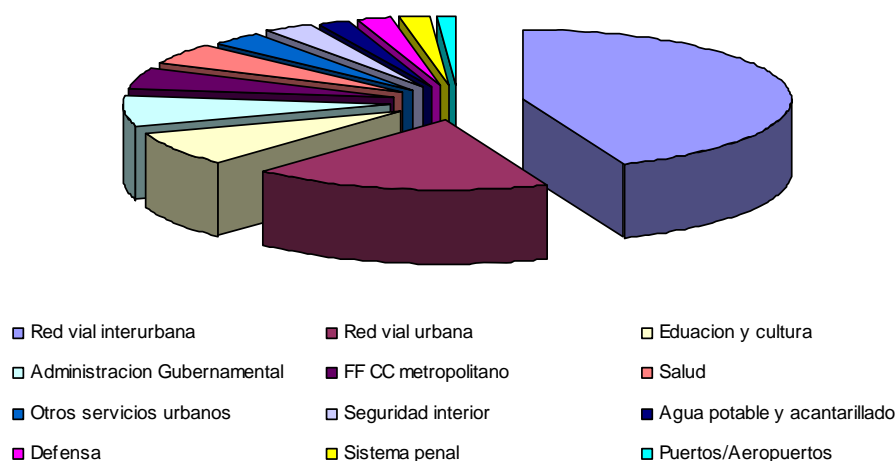
Indicadores	Stock de Capital		Inversión de Reposición			
	1996		2005		2004	
	Valores*	Como % PBI	Valores*	Como % PBI	Valores*	Como % PBI
Construcción	98,531	36,2	291,748	54,8	5,878	1,3
Equipo Durable	4,009	1,5	20,578	3,9	881	0,2
Total	102,54	37,7	312,326	58,7	6,759	1,5

* En millones de pesos corrientes

Fuente: MECON (2006)

En el Gráfico N° 7 se muestra la importancia relativa de cada sector; aproximadamente el 62% del stock de capital público corresponde a red urbana e interurbana, mientras que 10 sectores se reparten el 38% restante.

Gráfico N° 7: Estimación del Stock de Capital Público por Sectores (Año 2005)



Fuente: MECON (2006)

En el mencionado estudio se estiman los requerimientos de inversión pública para el período 2007-2009. Haciendo una serie de supuestos relacionados con la evolución de la demanda agregada, se estima que **los requerimientos promedio de inversión pública -incluyendo la depreciación esperada- para el período 2007-2009 es del orden de \$13.000 millones anuales (a valores corrientes) lo que representa un 2% del PBI en el 2006⁵.**

Inversiones de esta magnitud implican esfuerzos financieros de gran escala. Como se discutió anteriormente, estas necesidades pueden correr el riesgo de enfrentarse rápidamente con limitaciones presupuestarias. En este sentido, se hace necesario generar y discutir mecanismos para desarrollar inversión pública. Sin embargo, esta discusión no sólo se debe limitar a resolver cuestiones de liquidez de las finanzas públicas sino que también tener en cuenta la posibilidad de introducir mejoras en la eficiencia de la inversión pública. Dada la escasa disponibilidad de información, el desempeño de los organismos en el uso eficiente de los recursos públicos en IPRD sólo puede medirse a través de su ejecución financiera. Según el Plan Nacional de Inversiones Públicas 2007-2009 la ejecución de la Inversión Presupuestaria Nacional en el año 2005 se situó en

⁵ Los supuestos más importantes correspondientes a los años 2006, 2007, 2008 y 2009, son: a) tasas de crecimiento del PBI de 8,7%, 4%, 3,5% y 3,5%; b) tasa de crecimiento anual de la población de 1.1%, c) tasa de crecimiento anual de la demanda de salud y educación de 2% y d) tasas de crecimiento de la demanda de red vial interurbana de 3,57%, 1,64%, 1,44% y 1,44%.

el orden de 90% para la IPRD, y 98% para las Transferencias de Capital. Si se compara con años anteriores, la IPRD mostró una mejora en los valores devengados respecto de los créditos vigentes. En efecto, históricamente la IPRD ha registrado valores bajos en su nivel de ejecución con respecto a otros rubros del gasto público; entre los años 1994 y 2005 el valor de ejecución efectiva promedio (relación entre devengamiento y monto del crédito vigente) fue cercano a 79% mientras que en el consumo la ejecución rondaba el 95%.

En función de lo anteriormente descrito **se sintetizan puntos relevantes del esquema actual:**

- **Necesidad de fuentes alternativas al financiamiento presupuestario**, dado el condicionamiento del presupuesto público a la estructura de gastos corrientes.
- **Hacer más eficientes los mecanismos de desarrollo de inversión pública**, dado que históricamente la IPRD ha registrado los menores niveles de ejecución respecto a otros gastos.
- **Aumentar los niveles de inversión pública teniendo en cuenta que su composición** responda a las necesidades del proceso de crecimiento económico.

Este panorama plantea entonces **la necesidad de profundizar en el análisis de alternativas de financiación** dentro de las actuales posibilidades del sistema financiero. Específicamente, **esta Nota de Política se centra en los mecanismos concretos y posibilidades que ofrecen las Asociaciones Público Privadas, en adelante APPs**. Sin embargo, cualquiera que sean los mecanismos de financiamiento, la viabilidad de los mismos estará condicionado a la capacidad de pago del gobierno en el futuro. Las opciones de financiamiento vía APPs no implican un viaje gratuito, por el contrario, el éxito estará condicionado al compromiso del gobierno en profundizar la disciplina fiscal en el futuro.

II. Asociaciones Público Privadas. Conceptos y Experiencias Internacionales

II. 1 Conceptos metodológicos

Existen dos motivos importantes para realizar una APP:

*i) **racionamiento de crédito del gobierno** que limita su capacidad de realizar proyectos y ii) **eficiencia del sector privado** en el manejo de proyectos. El aumento en la eficiencia está relacionado con mayor capacidad de cobro a los usuarios, inversión en consonancia con los requerimientos de mantenimiento y gestión eficaz.*

*Anexo IV: Asociaciones Público-Privadas: Proyecto Piloto en Inversión Pública y Política Fiscal
(IMF 2004a)*

La APP es una modalidad de asociación entre los sectores público y privado que tiene por finalidad la entrega de un bien o la prestación de un servicio tradicionalmente suministrado por el sector público (IFSL, 2003). En el marco de esta asociación, se busca distribuir los riesgos del proyecto de manera óptima entre las partes de forma de⁶:

- definir de antemano y contractualmente el costo final de la inversión y de la operación de los activos asociados con el desempeño del servicio,
- aumentar el “valor por dinero” vinculado al gasto del sector público,⁷
- asegurar la mejor prestación del servicio.

La asociación no sólo persigue la búsqueda de financiamiento del sector privado, sino también el aprovechamiento de su capacidad de gestión en emprendimientos comerciales, en el marco de una relación de largo plazo (*HM Treasury*, 2003). En la actualidad, **la forma de APP que goza de mayor interés a nivel mundial** y de apoyo por parte de instituciones tales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), **es la que incluye contratos de Diseño-Construcción-Financiamiento-Operación** (“DBFO” por sus siglas en inglés). Este es el modelo de base del programador británico denominado Iniciativas de Financiamiento Privado (PFI), y para los fines del presente informe, será denominado el modelo “APP/PFI”⁸. Bajo esta modalidad de contratación, el sector público especifica el servicio que desea proveer a la población, definiendo sus necesidades en términos de prestación que encarga al sector privado:

- diseño del activo vinculado con dicho propósito,
- construcción del mismo,
- financiación de la obra y de sus costos operativos,
- provisión de los servicios derivados del activo y su mantenimiento.

El concepto de base de este esquema es la distribución de roles y responsabilidades entre el sector privado y el público de manera de lograr una adecuada eficiencia y calidad en el suministro del servicio a la sociedad civil, sin que el sector público abandone su responsabilidad de proveer dicho

⁶ Sobre la transferencia de riesgos en proyectos APP consultar IMF (2004b) y *Partnership UK* (2002).

⁷ El valor por dinero es la relación entre lo que la empresa da al cliente (valor) y lo que el cliente da a la empresa proveedora (dinero). Esta definición alude a la relación costo-beneficio. El beneficio que nos da un producto o servicio (su “valor”) en relación con lo que cuesta (su “precio”). Para un enfoque adicional ver Andersen *et al.* (2000) y *HM Treasury* (2003).

⁸ Las siglas DBFO hacen referencia a *Design, Build, Finance and Operate*, mientras que las siglas PFI aluden a *Private Finance Initiative*. Además de los contratos DBFO que caracterizan un tipo de APP existen otros usos alternativos vinculados con desarrollo sostenible, medioambiente y responsabilidad social corporativa. En este sentido consultar documentos de la *Deutscher Entwicklungsdienst*.

servicio (educación, atención médica, etc.). Como ejemplo se puede citar el caso de un establecimiento educacional:

- El sector privado provee
 - la infraestructura (con responsabilidad de diseño, construcción y financiación de la obra), eventualmente los equipos de computación y otros elementos de enseñanza (laboratorios, talleres) y
 - los servicios de operación (seguridad, limpieza, mantenimiento, restauración).

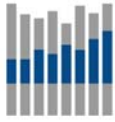
Mientras que,

- El sector público mantiene la responsabilidad respecto del personal docente, es decir:
 - provee los profesores/maestros,
 - define y reforma el programa educativo.

De esta manera, un proyecto APP genera contractualmente un negocio autónomo financiado y operado por el sector privado. El negocio del sector privado consiste en el suministro de uno o varios servicios necesarios para su prestación a cambio de un pago que guarde conformidad con los niveles y la calidad del servicio suministrado. Por su parte, el sector público presenta como bases de la licitación un catálogo o gama de servicios a ser provistos, expresados en términos de criterios o especificaciones de entrega, los cuales forman la base para el diseño del activo y la gama de servicios asociados. **La clara determinación de las responsabilidades en términos contractuales**, con la correspondiente identificación, evaluación y asignación entre las partes de los riesgos del proyecto, **es una tarea compleja y crucial para asegurar la sostenibilidad del proyecto y una ejecución eficaz.**

En los Gráficos N° 8 y 9 se compara la estructura de pagos por concepto de servicios suministrados en un contrato de tipo APP/PFI con el caso de la adquisición convencional, en la cual el sector público paga la inversión a medida que avanza la obra. **En los contratos APP** el pago hecho por el sector público al sector privado se efectúa contra la entrega de servicios o disponibilidad de activos pactados inicialmente. Es decir, **los pagos se hacen únicamente a partir del momento en que el Estado efectivamente dispone de dicho servicio o activo.** El pago incluye amortización y costo de financiamiento de la construcción además de la compensación por costos operativos y mantenimiento, más el margen de rentabilidad acordado para el sector privado.

La diferencia principal entre un esquema APP y un esquema de contratación convencional entre los sectores público y privado reside en que el modelo APP, al fijar un precio por servicio o



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

disponibilidad únicamente, **no contempla pago alguno por motivo de sobrecosto o atraso, los cuales corren por cuenta y riesgo del contratista o inversionista del sector privado.** En un análisis hecho por la *Nacional Audit Office* sobre aproximadamente 260 proyectos de infraestructura a nivel mundial, se evaluó que el valor promedio de estos costos imprevistos llegaba a estar 40% por encima del costo inicialmente contratado. Como resultado, en Gran Bretaña se aplica sistemáticamente un aumento de ese orden en la evaluación de todo proyecto contratado en forma tradicional por parte del sector público.

Gráfico 8: Estructura de Pagos en APP

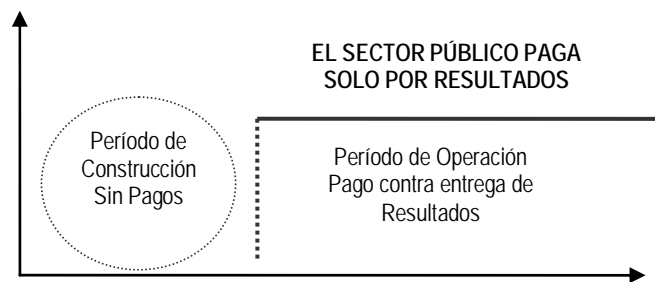
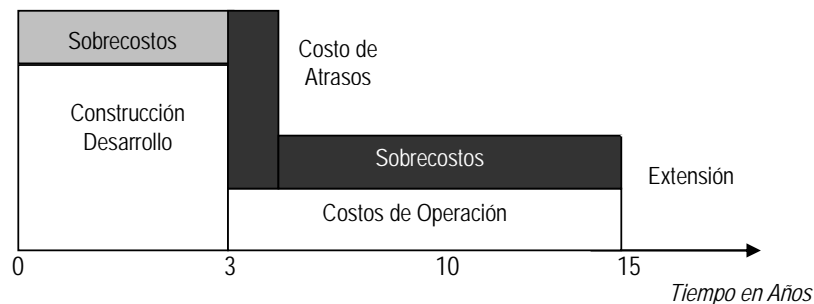


Gráfico 9: Contratación Tradicional



Pese a las potenciales ventajas que los programas de tipo APP/PFI pueden ofrecer, existen factores críticos para la implementación exitosa de los mismos (*HM Treasury, 2003*):

Por un lado, se requiere

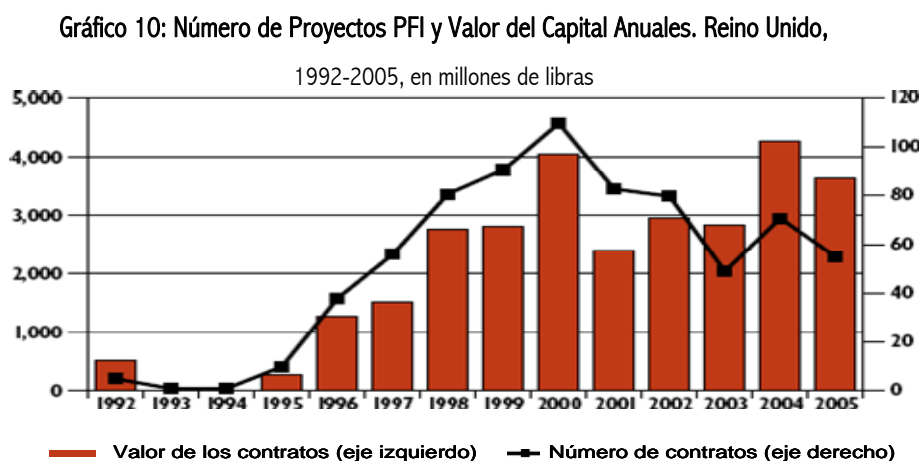
- la correcta identificación y priorización de las necesidades de inversión,
- la adecuada evaluación de los proyectos en términos de idoneidad con el modelo APP/PFI,
- un claro compromiso político e institucional.

Por otro lado, **la credibilidad de la modalidad de APP será fortalecida en la medida en que el sector público cuente con reservas financieras tendientes a afrontar las obligaciones futuras en consecuencia de la implementación de estos esquemas.** En términos financieros, puede haber un alivio para el gobierno en la transición entre la adopción de modelos de contratación tradicional a

modelos de APP/PFI, pero el valor presente de las obligaciones contractuales en ambos casos serían iguales (excepto por mayor eficiencia de los esquemas con participación privada).

II. 2 Experiencia pionera en el mundo y en la región

El Reino Unido es el país de origen de las APP. En el año 1992 fue lanzado exitosamente la modalidad PFI, que como se muestra en el Gráfico N° 10, entre 1992-2005 creció significativamente en cantidad de proyectos y valor involucrado. La participación de PFI en la inversión pública se mantiene en torno al 10-15%. El 21% del valor de los contratos son del área de salud, 18% en transporte, 15% en defensa y 13% en educación (*HM Treasury, 2006*).



Fuente: *HM Treasury* (2006).

A marzo de 2006, había más de 700 proyectos por un monto de inversión superior a £ 46.000 millones o € 66.000, su equivalente en ese momento. La inversión a través del Programa PFI ha sido desde 1997 hasta el presente entre £ 2 y £ 4 millones por año.

Si bien la gran parte de la inversión en servicios públicos del Reino Unido se hace a través de contrataciones tradicionales, el 70% de estos proyectos tuvieron demoras de entrega en tanto sólo el 20% de proyectos APP experimentaron retrasos. Una proporción semejante (73%-20%) se mantuvo al comparar los contratos que sobrepasaron el monto presupuestado originalmente (*HM Treasury, 2006*).

A excepción del programa PFI del Reino Unido -donde un 35 % de la inversión en APPs corresponde a los sectores salud⁹ y educación- la mayoría de las experiencias relevantes a nivel internacional han sido acumuladas en el sector transporte, particularmente, en el sector vial.¹⁰

⁹ Respecto a temáticas vinculadas con el rol de las APP en el sector salud, consultar OMS (2000).

¹⁰ Ver un relevamiento de experiencias internacionales en Juliano (2005).

En América Latina son varios los países que han iniciado programas de estilo APP, bajo modelos en gran medida adaptados a la situación legal y financiera de cada país¹¹. **Sin embargo, al evaluar las experiencias históricas de la región**, es importante tener en cuenta que **el término APP ha sido aplicado** a varios tipos de proyectos de concesión **sin que necesariamente la metodología de contratación haya logrado el nivel de transferencia de riesgos financieros y técnicos que apunta el auténtico modelo APP/PFI**.

Chile fue pionero en la región en programas de APPs, destacándose por haber desarrollado un número considerable de proyectos bajo esta modalidad, sobre todo en el sector transporte. Más recientemente se comenzó a promover proyectos teniendo como base el modelo DBFO, en el sector hospitalario.

La estimación del déficit de inversión en infraestructura a inicios de los noventa en Chile era de US\$ 11.000 millones, explicado en más de un 50% por requerimientos en el sector de vialidad. Como respuesta en este sentido, son ejemplos de proyectos APP desarrollados en Chile en este siglo el Sistema Norte-Sur de 61 km por US\$ 600 millones, el Sistema Oriente-Poniente de 45 km por US\$ 550 millones, las concesiones de la carretera Vespucio Norte Express de 29 km por un monto de US\$ 450 millones y la Autopista Vespucio Sur de 25 km por US\$ 550 millones (Vivallos Medina, 2006).

La cartera de proyectos 2006-2008 es del orden de los US\$ 3.600 millones, de los cuales un 44% tiene como destino al sector vial (aunque se podrían sumar otros 24%), 11% a un programa de embalses y 8% a proyectos de complejos hospitalarios (Vivallos Medina, 2006).

El desarrollo de las APP se posibilitó a partir de la implementación de una serie de instrumentos financieros y reformas regulatorias en el mercado de capitales que facilitaron su financiamiento. Entre los factores que favorecieron la implementación de APP en Chile se destacan (IMF, 2004b):

- **Procedimientos correctamente diseñados para identificar y evaluar proyectos.** Por ley todos los proyectos deben ser adjudicados mediante concurso abierto a firmas locales y extranjeras.
- **Adecuada asignación de riesgos entre el sector público y el privado, reformas para asegurar la disponibilidad del financiamiento privado para los proyectos.** Los riesgos vinculados con el tipo de cambio y la demanda por servicios son compartidos con el sector público, mientras que los

¹¹ Para una revisión de la experiencia que la participación privada tuvo en economías en desarrollo ver Estache (2005), Estache y Serebrisky (2004), Corporación Andina de Fomento (2002).

riesgos relacionados con la construcción y desempeño (*performance*) son asumidos por el sector privado.

Los riesgos que asume el gobierno son canalizados a través de garantías. En el caso de riesgos vinculados al tipo de cambio, el gobierno puede estipular en el contrato un tipo de cambio real fijo. En el caso de riesgos de demanda por los servicios, el gobierno provee una garantía de recaudación mínima¹².

- **Marco legal sólido, tradición de estabilidad institucional y respeto a los contratos.** La naturaleza de los contratos de APP están bien definidos, existen en ellos una clara delimitación de los derechos y obligaciones de cada una de las partes y un mecanismo efectivo de resolución de conflictos. Un marco legal sólido facilita la disponibilidad de financiamiento privado para los proyectos, despejando riesgos de expropiación y facilitando protección a los derechos de los acreedores.
- **La provisión de garantías del Gobierno ha sido esencial para asegurar la participación privada en el financiamiento de APP.** De hecho, la garantía de recaudación mínima establece coberturas del 70% de los flujos de ingresos proyectados. Esto ha favorecido la obtención de financiamiento en los mercados de capitales. En la mayoría de los casos el 30% del presupuesto del proyecto ha sido obtenido de las firmas internacionales participantes. Los bonos de financiamiento han sido más relevantes en proyectos de gran envergadura que están más restringidos por el tamaño del mercado de capitales doméstico. El banco público chileno, Banco del Estado, ha sido un activo financista de proyectos APP. También se les permite a los fondos de pensión y las compañías de seguros invertir en bonos emitidos por las compañías involucradas en APP.
- **Renegociación de contratos:** La ley chilena establece límites a las peticiones unilaterales. Por otro lado, **esta posibilidad está orientada a resolver problemas de liquidez que puedan surgir.** En las renegociaciones de los contratos, los presupuestos se han incrementado 15% en promedio respecto a los valores originales. El esfuerzo del gobierno estuvo orientado a disminuir la probabilidad de que la renegociación ocurra mejorando las especificaciones y previsiones del proyecto.

¹² En el año 2002, el gobierno introdujo un mecanismo de distribución de recaudación a través del cual provee cobertura a los concesionarios contra futuras volatilidades de demanda, cambiando la naturaleza del contrato de concesión de fijo a variable, siendo la duración del contrato de concesión una función de niveles de demanda futuros. Este principio fue utilizado en la concesión de la carretera Santiago-Valparaíso.

Los factores pendientes de mejoras son los relacionados con la difusión de la Información. En Chile las reglas de las cuentas fiscales y presupuestarias no requieren la difusión de los pasivos contingentes públicos. Los contratos celebrados con APP son información pública, sin embargo la complejidad de los mismos hace difícil su comprensión. Respecto a las transacciones relacionadas con APP, las mismas están registradas en base caja, sin embargo los compromisos financieros no están reflejados en las estadísticas de deuda. Los subsidios son pagados a través del presupuesto y los recursos del FUNDIF (Fondo de Infraestructura) son registrados como ingreso en la medida que los subsidios son asignados. Si bien, el balance del FUNDIF es información pública, no es brindada en forma sistemática.

III. Marco Regulatorio en APP y Alternativas de Financiamiento en APP

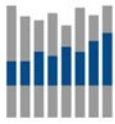
III. 1 Características del Marco Regulatorio

La experiencia internacional ha demostrado que la identificación, el desarrollo y la implementación de APP del tipo más avanzado requieren el desarrollo temprano de estructuras legislativas y regulatorias nacionales habilitantes. Esto incluye establecer las funciones y responsabilidades de todas las partes, tanto del sector público como del privado, y garantizar la implementación de sistemas eficaces para reglamentar y controlar las APPs de manera que los proyectos puedan ofrecer el “valor por dinero” y otros beneficios deseados, mientras que simultáneamente garanticen la transparencia y flexibilidad necesarias en su implementación.

Es fundamental establecer la planificación de regulaciones específicas a cada sector para que la participación del sector privado sea posible y resulte eficaz. Esto también implicará el desarrollo de estructuras institucionales para vigilar y reglamentar a los operadores privados una vez que la APP se encuentre operando.

El proceso de regulación debería cubrir las siguientes áreas principales del proceso:

- **El marco legal general** en el que opera el sector público, en particular su facultad para firmar acuerdos contractuales de esta naturaleza con el sector privado.
- **La transparencia y confiabilidad de sus relaciones con el sector privado** a lo largo del proceso de desarrollo del proyecto.



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

- **El control y el uso apropiado de fondos públicos** en aquellos casos en que se los destina al proyecto.
- **La administración ordenada del proceso de licitación y negociación del proyecto** por parte de las instituciones a cargo de su implementación en el sector público. Esto se refiere no sólo a la eficacia y conveniencia de las acciones adoptadas por cada una de las instituciones competentes en cada fase del ciclo de proyecto, sino también a la necesidad de introducir prácticas y procesos que valoricen la participación del sector privado y que además permitan que esta participación sea eficiente.
- **La creación de un marco legal y procesal para la licitación y negociación** que proteja los intereses del sector público mientras simultáneamente ofrezca suficiente flexibilidad respecto de todos los beneficios potenciales de las APPs.
- **La necesidad de diseñar estructuras institucionales para monitorear y reglamentar** a los operadores privados una vez contratados.

En el 2006, la Ley de contratos públicos de la Unión Europea introdujo una serie de indicaciones para un “diálogo competitivo” en aquellos contratos complejos tipo APP/PFI, formalizando un proceso ya existente en la práctica (*HM Treasury*, 2006):

- Está permitido el diálogo entre una selección de proveedores para identificar soluciones a los requerimientos de la autoridad contratante.
- El diálogo se puede hacer en sucesivas etapas, con el fin de reducir el número de soluciones/oferentes.
- Será adjudicada la oferta económicamente más ventajosa.
- La discusión pos-oferta se guiará por reglas explícitas.

En general, el marco regulatorio debe servir para proteger las partes involucradas de la manera más adecuada posible, sin ser tan restrictivo para llevar a la parálisis institucional ni tan laxo como para permitir abusos. Sin embargo, antes de embarcarse en una reestructuración del entorno regulatorio que rodea a la implementación de APPs, es necesario evaluar la situación actual de un país para determinar si existen brechas importantes que puedan convertirse en un obstáculo para la adecuada puesta en práctica de dichos proyectos.

En **Brasil** el avance del programa de *Parcerias Público Privadas* (PPP) ofrece un enfoque diferente a otros países latinoamericanos, en el sentido que el país vecino **tomó la decisión**

de crear desde el principio el marco regulatorio y legal necesario para la implementación de proyectos APP, basándose en la experiencia de distintos países, pero en particular de Gran Bretaña.

La Ley 11.079 de PPP introducida a fines del año 2004 adopta criterios básicos en las siguientes áreas:

- Modelos de concesión.
- Marco general de eficiencia fiscal y económica, transparencia, etc.
- Plazos mínimos (5 años) y máximos (35 años).
- Rubros conceptuales a ser definidos por contrato (criterios de desempeño, distribución de riesgos y beneficios entre las partes, modalidades de adaptación al cambio, opciones de transferencia accionaria).
- Aspectos financieros y de garantía.
- Estructuras legales para el consorcio postor.
- Reglas para el manejo de la licitación y presentación de ofertas.
- Evaluación de las ofertas.
- Análisis previos por parte del sector público en cuanto a impacto fiscal, endeudamiento, etc.
- Consideraciones medioambientales.
- Mecanismos de resolución de conflictos.
- Establecimiento de instancias gubernamentales para el manejo del proceso PPP.
- Constitución de un Fondo de Garantía para PPP, sus características legales y sus funciones.

El proyecto de una carretera federal en el tramo Bahía-Río/San Pablo fue la primera concesión dentro del marco regulatorio de la Ley 11.079.

III. 2 Alternativas de Financiamiento en APP

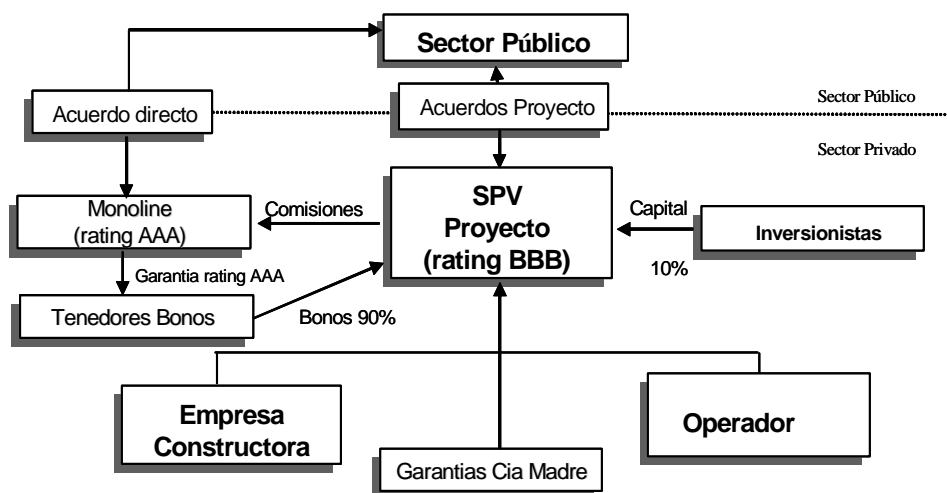
III. 2.1 Estructura contractual y financiera

El modelo APP se basa en el concepto de que un solo grupo, organizado como un consorcio, se encargue del DBFO del proyecto ligado a la provisión del servicio. El Estado o los usuarios pagan por el servicio desempeñado (que incluye remuneración al capital invertido y su devolución más los costos de mantenimiento)¹³. Dada esta premisa conceptual, la estructura financiera de los proyectos APP representa la adaptación -a sectores no-tradicionales tales como salud y educación- a técnicas

¹³ Como se explicitó en la sección III.1 durante el período de construcción el sector público no efectúa ningún desembolso. Recién lo hace en el período de operación contra entrega de resultados.

de financiamiento de proyecto *-project financing-* basado en esquemas de garantías limitadas. El esquema presentado en el Gráfico N° 11 muestra una estructura financiera común de los APPs en los mercados europeos.

Gráfico N° 11: Estructura Financiera de un Proyecto APP en Europa

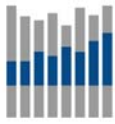


Fuente: *Partnerships UK*.

Este ejemplo destaca algunas de las características importantes de los esquemas APP, que incluyen:

- **Creación de una entidad específica** por parte del consorcio postor, en forma de una Entidad Financiera de Carácter Especial (SPV, por su nombre en inglés *Special Purpose Vehicle*). Estar legal y económicamente constituida con la finalidad de aislar el riesgo de la actividad de la APP de las entidades económicas que invierten en ella y del Estado. Sin perjuicio de la supervisión estatal.
- **Derivación de los riesgos** “construcción y operación” a empresas separadas.
- **Alto nivel de apalancamiento.**
- **Mecanismos de mejora de crédito** (*credit enhancement*) mediante la participación de aseguradoras especializadas *-monolines-*¹⁴ y de garantías específicas.
- **Financiamiento por medio de obligaciones.**

¹⁴ Para una visión general sobre técnicas empleadas para minimizar riesgos y algunas inherentes a bonos garantizados a través de *monolines* consultar *Barclays Capital Research* (2003).



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

- Rol de agencias de *rating* para fortalecer la colocación de los bonos.

Hasta la fecha, en América Latina son relativamente pocos los ejemplos de contratación y financiación que hayan logrado un nivel de sofisticación equiparable al ejemplo previo. Los chilenos se han acercado a estos esquemas. Las estructuras desarrolladas por las autoridades de ese país para los proyectos APP viales tomaron en cuenta:

- En el caso específico de proyectos de concesión de carreteras, las dificultades inherentes en la predicción de niveles de tránsito carretero real, las cuales podrían provocar propuestas poco realistas por parte del sector privado que no tomen en cuenta riesgos asociados con quiebra económica ulterior o bien la fijación de tarifas de peaje demasiado elevadas.
- Inversores institucionales más adversos a participar en estructuras de financiamiento novedosas en sectores no-tradicionales.

El primer riesgo fue mitigado mediante la introducción de un sistema de Ingresos Mínimos Garantizados -IMG-, asociados a mecanismos de posible extensión del plazo de la concesión. El segundo riesgo fue encarado mediante el acercamiento a entidades de seguro especializadas, denominadas *monolines*, cuyo *rating* es considerado superior que el riesgo inherente al proyecto. En el caso chileno, los contratos con los *monolines* se beneficiaron adicionalmente de garantías emitidas por el BID, cubriendo el riesgo de pago por parte del sector público. De esta forma, los proyectos accedieron a financiamiento de largo plazo en moneda local suministrado por las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP) chilenas.

El Programa para Prestación de Servicios (PPS) mexicano vial es un ejemplo de ingeniería legal y financiera de tipo APP/PFI Este programa iniciado en el año 2002, basado en el modelo británico APP/PFI, adjudicó el primer contrato en el sector vial en el 2005¹⁵. La estructura financiera del proyecto fue de 70% crédito y 30% capital. Las bases obligaron a formar una SPV, y el grupo ganador obtuvo un financiamiento a 14 años del Banco Santander Serfín por 500 millones de pesos mexicanos (U\$S 45 millones). La Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés), participaría con un 10%. El costo inicial de la obra se estimó en \$Mex 631 millones (U\$S 57 millones) con un pago anual de aproximadamente \$Mex 165.3 millones (U\$S 15 millones),

¹⁵ El proyecto fue adjudicado mediante licitación pública internacional, en base a una concesión y un contrato de prestación de servicios por 20 años, incluyendo la modernización de 74 km de la carretera libre Irapuato – La Piedad, en el Estado de Guanajuato mediante una inversión de \$Mex 735 millones (U\$S 67 millones).

incluyéndose disponibilidad y uso. De acuerdo al desempeño, se acordó que una vez terminada la modernización se haría un pago integrado cada tres meses¹⁶.

En ese país existe un segundo sistema de financiamiento asimilable a las APPs. En el sector energía, se ha aplicado una estructura de financiamiento denominado PIDIREGAS, esencialmente en los proyectos energéticos asociados con la empresa PEMEX y la Comisión Federal de Electricidad.

En Perú, las estructuras de financiamiento de los proyectos de “tipo APP”, particularmente los grandes proyectos viales como Interoceánica, **estuvieron basadas en cofinanciamiento del Estado.** Dado el bajo nivel de tránsito, el gobierno peruano decidió abonar al Concesionario dos pagos anuales, un Pago Anual por Obras (PAO) para cubrir la ejecución de inversiones y otro pago por explotación (mantenimiento y operación)¹⁷.

En las últimas experiencias, un tercer tipo de pago, llamado Certificado de Avance de Obras (CAO), se sumó al sistema de pagos. Con la finalidad de facilitar el financiamiento de las inversiones que deben realizar los concesionarios, se diseñó un esquema de certificación de obras por avances. Este esquema permite que se definan a priori los avances de obras parciales, llamados Hitos Constructivos, que deben ser aprobados por el Regulador, los mismos que serán recepcionados por el concedente (Ministerio de Transporte y Comunicaciones). Esta recepción da origen a un CAO, con derechos de cobro correspondientes a una proporción del PAO. Estos derechos de cobro son irrevocables y se cancelan en las mismas fechas previstas para el pago de los PAO, siendo descontado en el mercado financiero de manera anticipada.

El primer Hito Constructivo es financiado con capital propio del concesionario. Los demás Hitos Constructivos podrán ser financiados con los recursos que obtenga el concesionario al ceder sus derechos de cobro de los CAO que logre.

¹⁶ En 2006, se lanzaron otros dos proyectos viales: el de la carretera Querétaro-Irapuato para la modernización de 92 km y la carretera Nuevo Necaxa – Tihuatlán que conectará el Altiplano con el Golfo de México. Otros contratos en proceso de licitación: Río Verde – Ciudad Valles y Nueva Italia – Apatzingán (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, México). A principios de 2007, la Secretaría de Comunicaciones y Transporte anunció que dispondría de \$Mex 81 mil millones de pesos para la construcción de 3.900 kilómetros de nuevas carreteras, monto que incluye inversiones que realizarán con esquemas de APP (Comunicado Prensa N° 33).

¹⁷ Página Web PROINVERSION, proyecto Interoceánica.

Mediante esta estructura de pagos, si bien se extienden las obligaciones del Estado en el tiempo (con beneficios en términos de cálculo VPN¹⁸ de la inversión), se ha logrado un sistema que en realidad se asimila a pagos bajo un contrato de obra pública tradicional.

Esta estructura de pagos en cierto modo refleja la dificultad para los inversionistas de lograr un financiamiento en moneda nacional a largo plazo en el mercado local. Además, la separación en dos categorías de pago refuerza claramente la diferencia entre el valor económico del contrato de construcción y el valor del contrato de operación y mantenimiento, fijando asimismo las ganancias de las dos actividades (construcción, y operación y mantenimiento) en sus respectivos flujos de pago. Esto va en gran medida en contra de la teoría del modelo APP/PFI, bajo el cual la rentabilidad de la operación depende en forma inseparable de la realización no sólo de la obra, sino también de la operación y mantenimiento a lo largo del contrato, ya que el contrato prevé pagos por disponibilidad y calidad de servicio juntos.

III. 2.2 Aporte de los mercados de capitales

El nivel de sofisticación de la estructura contractual y financiera que se puede contemplar en la implementación de un proyecto APP depende en gran medida de las capacidades de los mercados de capitales locales. Una economía debe cumplir algunos prerequisites fundamentales y generales que permitan el financiamiento de proyectos. En este sentido, se destacan (*Fitch Ratings*, 2004):

a) **Un entorno macroeconómico relativamente estable:** para un proyecto de infraestructura. Una crisis económica crea no sólo riesgo para el desempeño financiero de las transacciones del proyecto (ej., capacidad para generar rentas suficientes que permitan hacer frente a los costos operativos y servicios de deuda) sino que también agrega incertidumbre sobre el rango de posibilidad de respuesta política que pueden afectar las operaciones del proyecto durante la crisis.

b) **Un marco legal desarrollado:** el sector privado necesita un compromiso de reglas claras y estables. Si las políticas públicas de un país tienen como objetivo incentivar la participación del sector privado en la financiación o desarrollo de infraestructura, sus leyes deben brindar apoyo y estar en concordancia con este propósito. Estas deberían incluir procesos claros de resolución de disputas y la capacidad de promover el cumplimiento de acuerdos en situaciones de quiebras o insolvencia.

Si bien numerosos países han desarrollado leyes de concesiones claras y transparentes, los sistemas de resolución de disputas aparentan ser apropiados sólo en la teoría debido a que no

¹⁸ Valor presente neto.

funcionan bien en la práctica. Las reglas de negociación continúan prevaleciendo por sobre las reglas que favorecen el cumplimiento de un acuerdo.

c) **Un marco regulatorio duradero en el tiempo:** este es simplemente el reflejo de la implementación de su marco legal y de políticas públicas. El conjunto base de regulaciones debe ser desarrollado en coordinación con el marco legal para concesiones y privatizaciones. Las regulaciones deben focalizarse en el ciclo del proyecto, es decir, en el diseño, la construcción, la operación y la eventual devolución al sector público.

d) **Desarrollo del mercado de capitales doméstico:** es una pieza fundamental para crear una oferta sustentable de capital para infraestructura. Sería deseable que el financiamiento de infraestructura sea mayoritariamente realizado en moneda local dado que la mayor parte de las fuentes de repago sería generada en moneda local. Aunque la emisión de valores se haría en los mercados locales, en los mismos participarían tanto inversores nacionales como internacionales. Los inversores locales estarían en mejor posición de conocer los riesgos del área de concesión y de política, mientras que los extranjeros estarían, además, preocupados con los riesgos de cambio. Proyectos que determinen ingresos en dólares o que posean costos de construcción que excedan la capacidad de financiamiento del mercado de capitales local, podrían también utilizar los mercados de capitales extranjeros siempre y cuando posean mejoras estructurales, como reservas en el exterior (*offshore*) y garantías de riesgo multilateral.

Además, las estructuras de financiamiento de proyectos de tipo APP/PFI deben responder a los principales parámetros referidos a continuación (Sheppard, 2003):

- **Financiamiento de largo plazo** teniendo en cuenta la vida total de la concesión.
- **Esquema de amortizaciones** adaptado al flujo de caja del proyecto.
- **Financiamiento a tasa fija** en la medida de lo posible.
- Comprensión y **aceptación del riesgo** proyecto por parte de los inversionistas.
- Preferencia por **esquemas de garantías limitadas**, con acceso restringido a los activos de los inversionistas (*limited recourse*).

La capacidad del mercado de capitales se refiere, entre otros factores, a la variedad de instrumentos potencialmente disponibles, su profundidad en términos de montos y plazos máximos disponibles -sobre todo en moneda local-, demanda, transparencia, variedad de actores, etc.

Adicionalmente, subyacente al montaje de estructuras para la financiación de proyectos APP, **se debe resaltar la importancia de:**

- **La disponibilidad de grupos de expertos en financiamiento de proyectos** *-project financing/limited recourse-* en la banca de inversión o en estudios contables con alto prestigio en la materia que brinden asesoría financiera inicialmente necesaria para armar la operación a nivel proyecto y a nivel postor y que permitan evaluar los riesgos y costearlos a su precio justo.
- **La capacidad para involucrar otros sectores financieros** (compañías de seguro, *monolines*) en el proceso de mitigar los riesgos de la transacción.
- **El acceso a asesoría legal** con gran experiencia en el montaje de operaciones financieras de alta complejidad.

La economía peruana presenta una serie de factores teóricamente favorables cuando se evalúa el potencial para el desarrollo de técnicas financieras mas avanzadas:

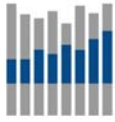
- **Gestión confiable del marco económico**, particularmente en materia inflacionaria y política monetaria.
- Si bien presenta poca profundidad, el **mercado de capitales** peruano experimenta un **crecimiento progresivo**, por ejemplo en términos del volumen de bonos (estatales y de emisores privados) como porcentaje del PBI comparado con países como Brasil o Chile.
- Desarrollo de un **mercado local de largo plazo en moneda local**: 10 años a tasa fija, y hasta 25–30 años a tasa flotante. Además, ha estado implementando una política de sustitución gradual de bonos de largo plazo a tasa variable por aquellos a tasa fija.
- Crecimiento de **necesidades en infraestructura** y los correspondientes instrumentos financieros, lo cual genera masa crítica de potenciales negocios para atraer actores como los *monolines*.
- Mercado **interés de grupos de contratistas e inversionistas de países vecinos** para participar en proyectos de tipo APP en el país.
- **Predisposición de entidades como el BID** o el Banco Mundial a participar y apoyar este tipo de emprendimiento.

Por su parte, **el mercado de Administradoras de Fondos de Pensión en Perú experimentó una fuerte expansión**, aunque aún está lejos de llegar a los montos del mercado chileno. Entre el 2002 y 2006 la tasa de crecimiento anual de dichos fondos alcanzó el 33,5%, lo que significó casi duplicar la participación de los mismos en el PBI en dicho lapso. Según la AIOSFP, a diciembre de 2006, el total de fondos administrados sumaba U\$S 14,3 equivalente al 15,3% del PBI. Es evidente que lograr la participación de un porcentaje de las AFP en proyectos tipo APP/PFI debe representar un aporte importante a la financiación de estos proyectos. En este sentido, las operaciones del BID y del Banco Mundial de proveer garantías parciales, facilitarían la participación de tales entidades.

El mercado peruano ya evidencia una serie de operaciones tendientes a facilitar la transición a estructuras financieras más complejas de tipo APP. Entre otras se pueden mencionar las siguientes:

- En 2003, el BID concluyó una primera operación de garantía de una emisión de bonos por U\$S 50 millones por parte del Grupo Graña-Montero. Esta operación también fue apoyada por el Banco Internacional de Desarrollo de Holanda –FMO- por un monto similar. Estas garantías permitieron la emisión con calificación AA a nivel local, elevando así la calificación anterior de BBB, abriendo asimismo el acceso de una empresa local a las AFP.
- En 2004, el IFC lanzó una primera emisión de bonos denominada en moneda local en el mercado doméstico por un monto equivalente a U\$S 15 millones, con un plazo de 3 años y una tasa de 7.3%, la cual fue colocada ampliamente con AFP e instituciones del estado¹⁹.
- En el mismo año, la Transportadora de Gas del Perú -TGP-, consorcio de 7 empresas multinacionales colocó una emisión de U\$S 270 millones (parte en dólares, parte en moneda local) para financiar sus necesidades en el proyecto Camisea. El plazo fue de 25 años, y representó la mayor emisión de bonos en el mercado local hasta esa fecha.
- Garantía parcial de U\$S 60 millones del BID al financiamiento del Ramal Norte Amazonas (PE-L1010), a fines de solventar parcialmente los pagos del Gobierno Peruano al contratista por concepto de PAOs hasta un plazo de 17 años.
- Una operación similar puesta a disposición de futuros proyectos de infraestructura desarrollados por PROINVERSION por parte del Banco Mundial en un monto total de U\$S 200 millones (operaciones individuales de U\$S 50 millones), con plazo de disponibilidad de 5 años. Estas garantías parciales se aplicarían a los siguientes riesgos:

¹⁹ Estos bonos fueron denominados *Inca Bonds*.



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

- Cambio de marco legal.
- Atraso en pagos, en particular de PAMO o PAO.
- Atrasos en procesos de resolución de diferendos, o en los pagos correspondientes.
- Expropiación o nacionalización.
- Disponibilidad de divisas.
- Atrasos en el otorgamiento de permisos y licencias.

Cabe notar que en el caso de Perú, se ha introducido el concepto de Convenios de Estabilidad por término de 10 años en los cuales el gobierno se comprometió a garantizar estabilidad en el marco legal referido a: a) estructura del impuesto a las ganancias, b) libre acceso al mercado de divisas y c) leyes laborales. De esta manera se implementó, vía ley, un incentivo importante para la participación privada.

El mercado financiero chileno se caracteriza, en lo que a proyectos de infraestructura se refiere, por:

- **Retiro progresivo de la banca comercial** como financista de obras de infraestructura, y su reemplazo por el mercado de obligaciones.
- **Disponibilidad de financiamiento bancario de mediano y largo plazo, denominado en divisas, no en moneda local**, lo cual provoca un problema de descalce/riesgo cambiario en el financiamiento de proyectos basados en ingresos en moneda local.
- **Importante crecimiento de dos nuevas fuentes financieras, a diciembre de 2006:** a) los **fondos de las AFP** representaban U\$S 88,6 mil millones y b) **las compañías de seguro de vida** disponían de activos por U\$S 25,5 mil millones²⁰.

Estas dos fuentes financieras se caracterizan precisamente por su preferencia por activos de largo plazo, mayormente denominados en moneda local (dados sus pasivos), pero también por limitaciones estrictas en cuanto a la calidad crediticia de sus inversiones. De ahí, el reconocimiento por parte del Gobierno chileno de la necesidad de crear mecanismos de intermediación entre estos dos actores (los proyectos por un lado y las AFP y aseguradoras por el otro). La solución se basó, como se mencionó en la sección anterior, en la introducción de los *monolines* en el montaje financiero, asociado a una contra-garantía por parte del BID, para reducir el riesgo de pagos de los Ingresos Mínimos Garantizados por parte del Gobierno.

²⁰ AIOFSP y SVS.

IV. Argentina: Marco Legal de la APP y Mercado de Capitales

Esta sección hace referencia primero al marco legal que regula las APP en Argentina, para luego abordar las alternativas de financiamiento existentes en el mercado de capitales.

IV.1 Marco Legal de la APP.

En nuestro país, en el orden nacional, las bases fundamentales se encuentran legisladas en la Ley Nacional de Inversiones Públicas (Ley N° 24.354/94) que regula la aplicación de recursos en todo tipo de bienes y de actividades que incrementen el patrimonio de las entidades que integran el sector público nacional, con el fin de iniciar, ampliar, mejorar, modernizar, reponer o reconstruir la capacidad productora de bienes o servicios²¹.

En el año 2005, el Gobierno Nacional estableció un nuevo marco legal con miras a promocionar el desarrollo de modalidades de APP. Por un lado, mediante el **Decreto N° 966/2005** del Poder Ejecutivo Nacional (PEN) se aprobó un Régimen para Iniciativas Privadas que tiene como principal objetivo estimular al sector privado a participar en el desarrollo de infraestructura. Por otro lado, el **Decreto N° 967/2005-PEN** estableció un régimen nacional de APP orientado al desarrollo de infraestructura y servicios. En esta norma se enuncian los emprendimientos públicos que son susceptibles de ser desarrollados con esta modalidad y establece la forma en que deberán organizarse. Es así como la implementación de estos proyectos requiere de un adecuado desarrollo de instrumentos financieros que incentiven la participación del sector privado en coincidencia con los objetivos de política de los gobiernos y teniendo en cuenta el marco legal vigente. En este sentido un marco legal sólido, y un claro compromiso institucional de supervisión y control, son pilares para la generación de confianza en los emprendimientos APP por parte del sector privado y el público.

El mencionado decreto que promueve un Régimen Nacional de Iniciativa Privada incluye la creación de una Comisión de Evaluación y Desarrollo de Iniciativas Privadas dentro del ámbito de los Ministerios de Economía y Producción, y de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios, la que tiene a su cargo la tarea de brindar un marco integral para la recepción y evaluación de las propuestas de iniciativa privada, convocando a las demás jurisdicciones de la Administración Pública, que en razón de la materia del proyecto deban intervenir.

²¹ Forman parte también del marco legal las Leyes de Obras Públicas (Ley N° 13.064/47), de Peaje (Ley N° 17.520/67) y Emergencia Administrativa (Ley N° 23.696/89). Ver InfoLEG.

Dicho régimen dispone: a) que el objeto de la iniciativa y las contrataciones necesarias deben estar basadas en el régimen legal de obras públicas; b) requisitos de admisibilidad²²; c) el otorgamiento de una garantía por parte del presentador del proyecto bajo la modalidad de un seguro de caución o fianza bancaria y d) el procedimiento que deberá seguir la Comisión.

Una vez aceptada la iniciativa y declarada la misma de interés público se procede a incluirla al Régimen de Iniciativa Privada determinándose la modalidad de contratación del operador. Se destaca particularmente los mecanismos de incentivos y privilegios que le son otorgados al privado cuya iniciativa ha sido seleccionada. Dichos mecanismos se refieren a que en caso de equivalencia con otras ofertas de contratación en un concurso o licitación el titular de la iniciativa será preferido. También el autor de la iniciativa privada, en el supuesto de no ser seleccionado, tendrá derecho a percibir de quien resultare adjudicatario, en calidad de honorarios y gastos reembolsables, un porcentaje del 1% del monto que resulte aprobado.

Por su parte, el Régimen Nacional de APP, a diferencia del Régimen de Iniciativa Privada, dispone que el promotor de las obras de infraestructura sea el Estado Nacional. Dicho Régimen incluye una serie de principios que deberán seguir tales asociaciones, destacándose el respeto de los derechos de los destinatarios de los servicios públicos y la transparencia de las contrataciones.

Algo importante es que dichas asociaciones deben organizarse como sociedades anónimas, fideicomisos o bajo cualquier otra forma o modalidad apta para financiarse por medio del régimen de oferta pública en el mercado de capitales. La presente disposición va en línea con las APP de los países europeos, norteamericanos y del Mercosur. Los beneficios de la participación de los inversores a través del mercado de capitales son múltiples, incluyendo la transparencia, la participación de inversores institucionales e individuales nacionales o extranjeros.

El aporte del Estado Nacional en la asociación podrá ser de todas las formas legalmente autorizadas, excluyendo el derecho a la propiedad del bien público. Al igual que el Régimen de Iniciativa Privada, el Régimen crea la Comisión de Evaluación y Desarrollo de APPs que tendrá por objeto evaluar el interés público comprometido por la presentación, y elevar al Poder Ejecutivo un informe circunstanciado en relación a la propuesta, aconsejando su elegibilidad o desestimación.

El Poder Ejecutivo tiene la facultad de decidir si el proyecto es de interés público y su inclusión o no en el Régimen de APP. El Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios es el que implementa el proceso de selección del socio privado.

²² Los requisitos son: 1) identificación del proyecto y su naturaleza, 2) bases de su factibilidad técnica, económica y financiera, 3) monto estimado de la inversión, 4) forma jurídica que adoptará la APP, con identificación de la participación que asumirá el Estado Nacional, 5) identificación expresa y descripción completa de los aportes del sector público y del sector privado, 6) informe circunstanciado del proyecto, emitido por el organismo propiciante.

Durante 2006, se dictaron resoluciones complementarias al Régimen de Iniciativa Privada para determinar la modalidad de Licitación Pública Nacional para la construcción, mantenimiento, administración y explotación en concesión de la Autopista Pilar-Pergamino y de un Tercer anillo para vincular el Acceso Norte de la Ciudad de Buenos Aires con la Autopista Buenos Aires – La Plata.

En Diciembre de dicho año, el Ministerio de Economía y Producción acordó, mediante la Resolución N° 945, conformar el grupo de trabajo “Unidad de Análisis de Proyectos de Inversión” para asesorar a la Secretaría Legal y Administrativa del Ministerio en la evaluación de los proyectos de inversión destinados a la ejecución de obras de infraestructura y la definición de criterios para la asignación de beneficio fiscal en lo referente a los Regímenes Nacionales de Iniciativa Privada y de APP.

A principios de 2007 el Estado Nacional, con el objetivo de profundizar el mercado de capitales mediante una mayor participación de los inversores institucionales, sancionó la Ley N° 26.222 por la cual incorpora al texto del artículo 74 de la Ley N° 24.241 el inciso q). Dicho artículo refiere a las inversiones permitidas de las AFJP, por cuanto la modificación sancionada posibilita a las administradoras invertir el activo del fondo en: “Títulos de deuda, certificados de participación en fideicomisos, activos u otros títulos valores representativos de deuda **cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura** a mediano y largo plazo en la República Argentina” y establece que se deberán destinar a estas inversiones como mínimo el cinco por ciento (5%) de los activos totales del fondo y hasta un máximo del veinte por ciento (20%).

IV.2 Mercado de capitales

En función de los ejemplos brindados y comentados en las secciones anteriores, el desarrollo de obras de infraestructura llevadas a cabo por el sector público vía la intermediación del mercado de capitales se puede desarrollar mediante distintas alternativas de financiamiento. Una de ellas involucra la imputación en el presupuesto público –contratación tradicional- mientras que un segundo esquema está relacionado con las obras desarrolladas por privados –concesionarios o por APP. En este último caso **se identifican tres instrumentos de financiación: a) acciones, b) obligaciones negociables (ON) y c) fideicomisos financieros.**

El objetivo de esta subsección es describir los rasgos más salientes de estos tres tipos de instrumentos financieros, apoyándonos en hechos estilizados y comparaciones internacionales, de manera tal de capturar las oportunidades que actualmente ofrece el mercado de capitales local para el financiamiento de la inversión.

IV.2.1 Mercado de acciones

El mercado de acciones argentino está caracterizado por su escasa profundidad y liquidez en conjunto con una limitada oferta de sectores y firmas. Estas características resultan evidentes al realizar la comparación con otras economías. Los países latinoamericanos alcanzaron un menor nivel de desarrollo de sus mercados accionarios, sobre todo teniendo en cuenta la serie de reformas estructurales que se llevaron a cabo en la década anterior. La brecha con los países desarrollados se profundizó notablemente inclusive cuando se incorporan comparaciones con los países asiáticos.

Considerando una muestra representativa de países latinoamericanos, asiáticos y desarrollados, en el Cuadro N° 5 se ilustran los valores promedios correspondientes a profundidad financiera de banca y mercado accionario.

Cuadro N° 5: Profundidad financiera en economías seleccionadas

		Cap. Bursátil Dom. % PBI		Crédito al Sec Privado % PBI		Cap. Burs. Dom. / Créd. Sec Privado	
		1990-1999	2000-2006	1990-1999	2000-2006	1990-1999	2000-2006
América Latina	Argentina	14.9	24.6	19.6	16.0	0.8	1.5
	Brasil	30.2	51.4	48.0	33.7	0.6	1.5
	Chile	89.3	105.2	52.6	67.5	1.7	1.6
	México	34.5	26.0	25.3	16.1	1.4	1.6
	Perú	19.3	28.3	18.8	21.1	1.0	1.3
Desarrollados	Alemania	31.5	49.2	102.3	127.3	0.3	0.4
	Estados Unidos	83.7	106.8	48.4	55.0	1.7	1.9
	Japón	71.9	76.7	185.0	120.8	0.4	0.6
	Reino Unido	130.3	143.2	116.3	153.7	1.1	0.9
Sudeste Asiático	Corea	36.8	61.8	59.6	92.6	0.6	0.7
	Malasia	204.4	143.5	125.2	123.9	1.6	1.2
	Singapur	159.1	175.4	95.4	103.9	1.7	1.7
	Tailandia	56.6	57.9	128.1	95.4	0.4	0.6

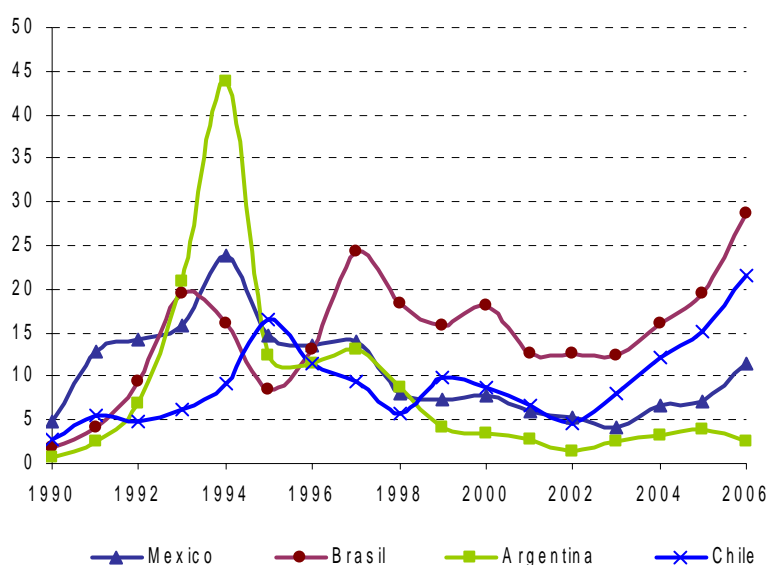
Fuente: WFE, IFS y WEO

En el subgrupo de países latinoamericanos podemos destacar la mayor profundidad del mercado accionario chileno respecto a las demás economías. No obstante, hubo un crecimiento en la profundidad de dichos mercados en todos los países con la excepción de México en los últimos años. También, en México se observa una caída en la intermediación bancaria. Dentro de los países desarrollados, Estados Unidos y Reino Unido poseen los mercados de capitales más profundos. Aunque la intermediación ha aumentado en ambos países en los últimos años, el Reino Unido experimentó un mayor aumento en préstamos al sector privado, mientras que Estados Unidos lo hizo a través de capitalización. Por otro lado, en el subgrupo de economías asiáticas, puede observarse la diferencia entre Corea y Tailandia respecto de Singapur en términos de profundidad a nivel de banca y mercado. Mientras que los dos primeros presentan mayor monto de préstamos bancarios al sector privado

respecto a la capitalización del mercado de acciones, Singapur muestra una muy marcada intermediación basada en mercados. Por último, es de notar que Argentina, tiene en promedio para ambos períodos la capitalización más baja, respecto a su producto, en el total de la muestra. Lo mismo vale para los préstamos al sector privado.

Respecto de la liquidez del mercado accionario argentino, en el Gráfico N° 12 se muestra una comparación con otras economías latinoamericanas. Argentina presenta niveles bajos de volúmenes negociados –como porcentaje del PBI- en relación con otras economías latinoamericanas.

Gráfico N° 12: Volúmen negociado de acciones % PBI



Fuente: WFE

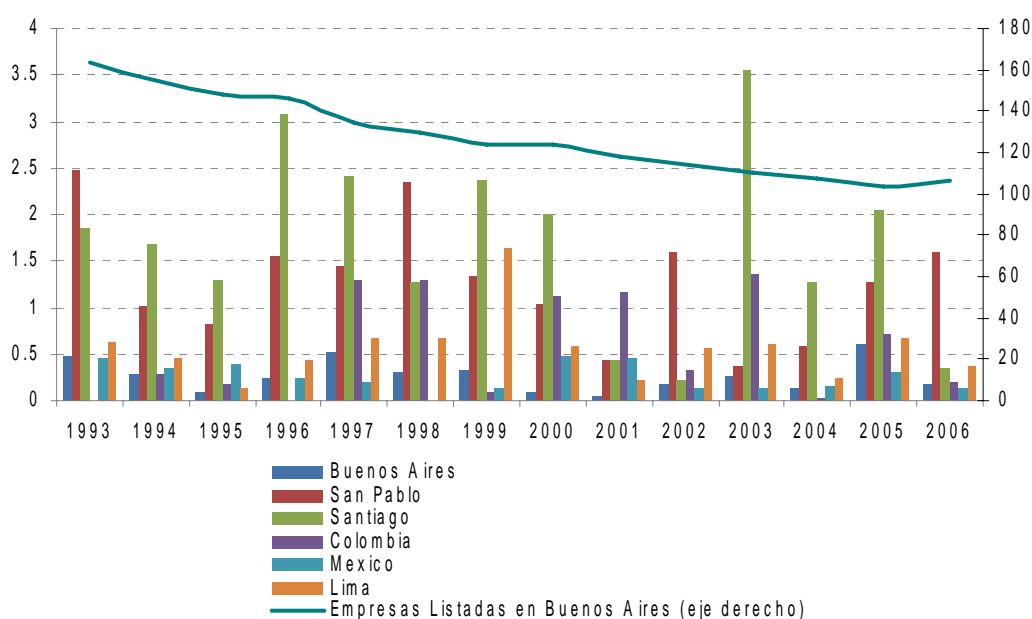
Las dificultades emanadas en la baja liquidez del mercado se traducen en un mayor riesgo debido a la posible pérdida de valor de las acciones por las diferencias entre las puntas compradoras y vendedoras en el mercado y por el tiempo que conlleva la realización de la operación. Es decir, la baja liquidez es la traducción de pocos compradores y vendedores tratando de comercializar en el mercado. En otras palabras, la liquidez tiene que ver con la probabilidad de que la transacción ejecutada se consuma al mismo precio que lo hizo la última operación transada en el mercado²³. Por otro lado, un mercado poco profundo significa que las órdenes disparadas por los operadores pueden cambiar el precio del activo repentinamente y marcadamente. En cambio, en un mercado profundo una orden de

²³ La orden de compra o venta no impacta significativamente sobre el precio.

compra o venta debe ser lo suficientemente importante en volumen para que impacte notoriamente sobre los precios de referencia²⁴.

Sumado a la poca profundidad del mercado secundario, debe tenerse en cuenta que la emisión de capital accionario, tanto de empresas nuevas como existentes, ha sido escasa en los últimos años comparada con otros países de la región²⁵, mientras que se ha experimentado un proceso continuo de delistado de empresas en bolsas. Estos dos factores explican en parte la poca profundidad del mercado secundario de acciones (Gráfico N° 13).

Gráfico N° 13: Emisiones de capital por medio de acciones como porcentaje del PBI en Bolsas Latinoamericanas y cantidad de empresas listada en la Bolsa de Buenos Aires



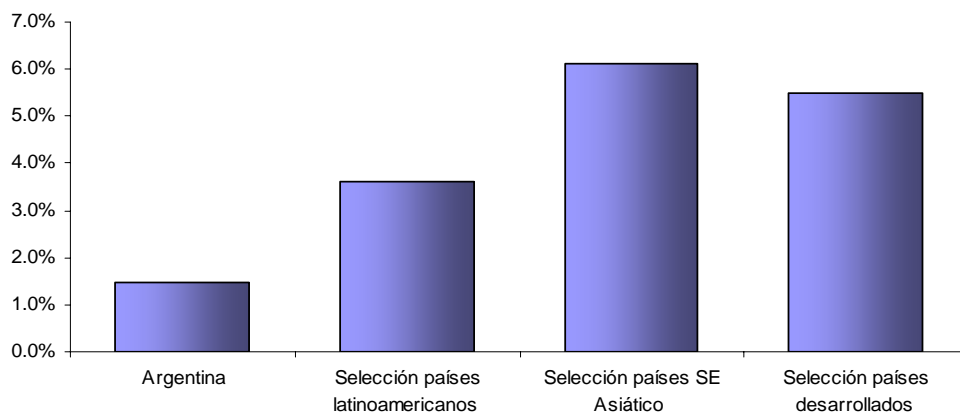
Fuente: FIAB, WFE, IFS y *Global Insight*.

Un rol fundamental del mercado de capitales está relacionado con la posibilidad de movilizar ahorros hacia proyectos de inversión. Tal como se observa en el Gráfico N° 14, las emisiones de capital accionario entre los años 2004 y 2006 representaron el 1.5% de la inversión bruta fija en el caso de Argentina para el mismo período. Este valor es pequeño comparado con otras regiones del mundo, inclusive Latinoamérica. Por ejemplo, para el mismo período, dichas emisiones, como porcentaje de la inversión privada, ascendieron al 3,6% de la inversión privada, de la cual, como se vio al inicio del documento, una parte importante corresponde a inversión no reproductiva.

²⁴ El precio al que se realizó la última transacción.

²⁵ Incluso en los últimos años hubo apenas tres listados de empresas que fueron por Oferta Pública Inicial. Por otra parte, la mayor parte de los listados se produjo a través de canjes de activos.

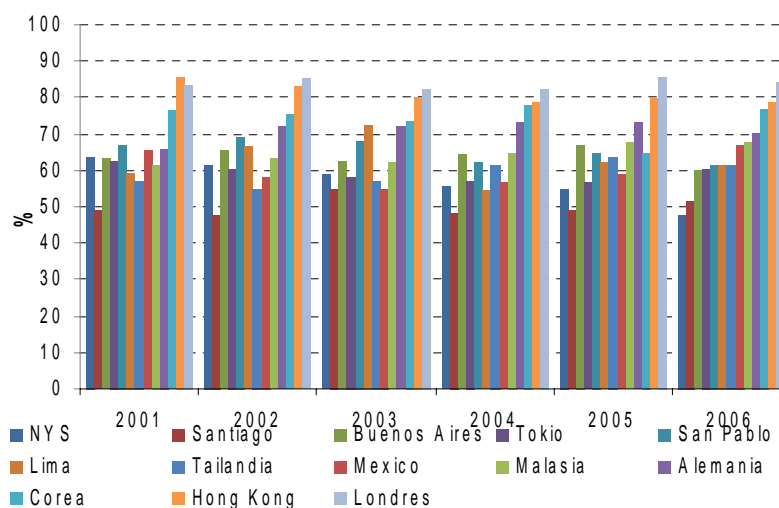
Gráfico 14: Emisión de capital accionario como % Inversión Bruta Fija (2004-2006)²⁶



Fuente: WFE e IFS

No obstante, el mercado accionario, en relación a su capitalización bursátil, se encuentra medianamente concentrado. La medida de concentración, conocida como CR5,²⁷ ha venido cayendo en los últimos años (Gráfico N° 15).

Gráfico 15: Concentración del mercado accionario en relación a la capitalización bursátil doméstica



Fuente: WFE

²⁶ La información sobre capitalización del mercado accionario doméstico fue obtenida de la WFE, Para Argentina se utilizaron los datos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, para Colombia, la Bolsa de Valores de Colombia, para Perú, la Bolsa de Valores de Lima, para México, la Bolsa de Valores de México, para Chile, la Bolsa de Valores de Santiago y para Brasil la Bolsa de Valores de Sao Paulo. Para el SE Asiático Bursa Malasia, Hong Kong Exchange, Corea y Tailandia SE. Finalmente para los países desarrollados Tokio SE, Deutsche Börse, London SE y NYSE.

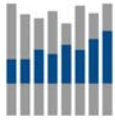
²⁷ Señala el porcentaje del total de la capitalización doméstica del mercado que acumulan el 5% de las empresas con mayor capitalización de mercado.

Argentina presenta, respecto al grupo de países seleccionados, una concentración intermedia de su mercado de acciones, evidenciando un leve proceso de desconcentración. En la BCBA en el 2006, el 5% de las empresas más grandes, en términos del valor de mercado de sus acciones, representaron el 60% del valor capitalizado del mercado doméstico, un porcentaje inferior a los registrados en años previos.

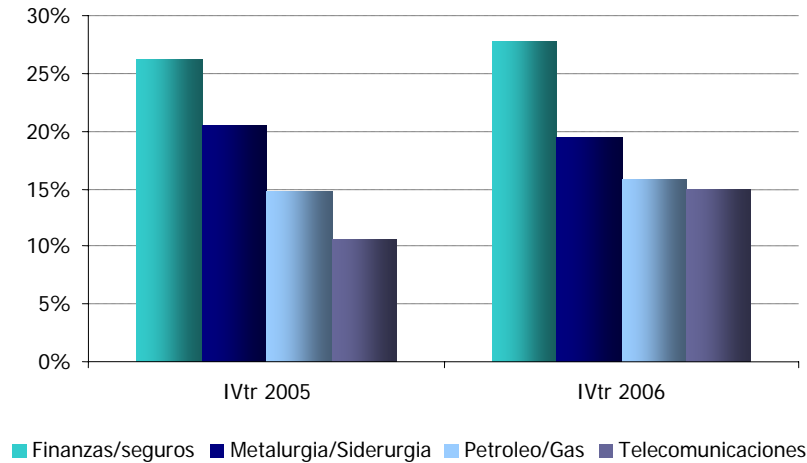
Al analizar la capitalización bursátil por sectores económicos surge una elevada concentración en algunos pocos sectores. A fines de 2006, aproximadamente el 90% de la capitalización total de mercado –considerando las empresas locales y extranjeras- estaba explicada por los sectores de telecomunicaciones, finanzas/seguros y petróleo/gas. En tanto que considerando sólo a las empresas domésticas, prácticamente la mitad de la capitalización bursátil es explicada por el sector petróleo y gas (Ferraro, 2007).

El análisis anterior no considera al capital flotante (*free float*), es decir, al capital que se encuentra disponible a los inversores en el mercado secundario. Este capital representa, en algunos sectores, sólo una pequeña porción de la capitalización bursátil total, ya que el grupo de control de la firma y la tenencia de inversores institucionales restringen la disponibilidad inmediata de acciones por parte del resto de los inversores. Si se considera la composición de ambos actores, la composición sectorial de capital flotante, excluyendo también las tenencias de AFJPs, a diciembre de 2006, representa 28% del capital del sector financiero, 19% del siderurgia/metalurgia, 16% del petróleo/gas y 15% de las telecomunicaciones. Justamente estos últimos dos sectores han liberado, al mercado secundario, una mayor proporción de las acciones que componen su capital. (Gráfico N° 16)²⁸.

²⁸ Incluye únicamente las empresas que reportaron al IAMC usando las proporciones de capital flotante de junio de 2006.



**Gráfico N° 16: Porcentaje de Capital Flotante por Sector Económico
(2005-2006)**



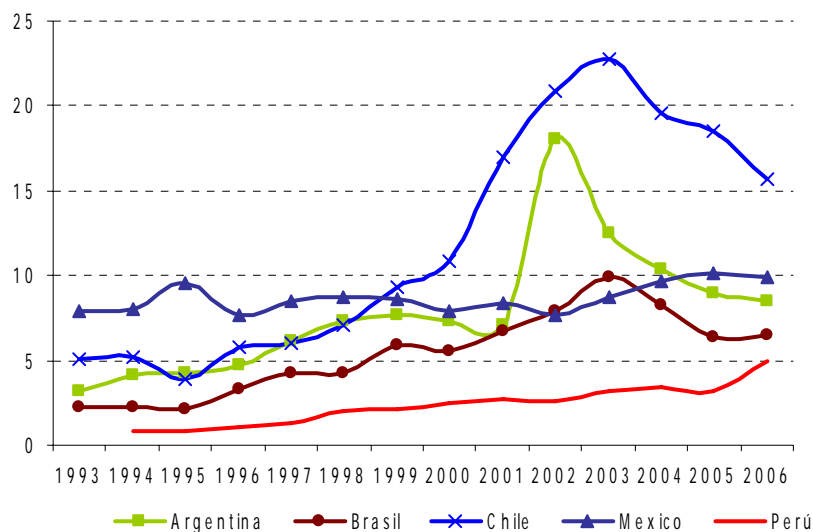
Fuente: IAMC

En resumen, el mercado accionario argentino posee, respecto a otras economías de la región, una escasa profundidad y liquidez acompañado por una reducción en el número de empresas listadas durante las últimas décadas aunque con una tendencia a la desconcentración en la composición del valor de mercado de las empresas.

IV.2.2 Obligaciones Negociables

En términos de PBI, el mercado de bonos corporativos argentino observa una modesta profundidad en términos de los mercados de la región tal como se muestra en el Gráfico N° 17:

Gráfico N° 17: Capitalización del mercado de Deuda de instituciones financieras y corporaciones como porcentaje del PBI en países latinoamericanos



Fuente: BIS, IFS y *Global Insight*

Dentro de los mercados de bonos corporativos de la región, los de Chile, México y Argentina son los más profundos de la región. El valor de la deuda pendiente de pago en el mercado chileno representa a fines de 2006 más de 15% de su producto, mientras que México representa 10% y Argentina 9%. De este modo, **Argentina es uno de los países de mayor profundidad del mercado de bonos corporativos de la región.** En el caso de Chile, según De la Torre y Schmukler (2004) el mercado de bonos corporativos es el más desarrollado de la región debido a la estabilidad macroeconómica y a la estrategia en el manejo de la deuda pública. No obstante, la profundidad de los mercados de bonos de los países desarrollados se ubica en 2006, en promedio, alrededor del 80% de su producto, mientras que los mercados del sudeste asiático se ubican en 40% de su producto (Ferraro, 2007). En cambio, los países latinoamericanos hacia 2006 promedian tan sólo 10% del producto²⁹.

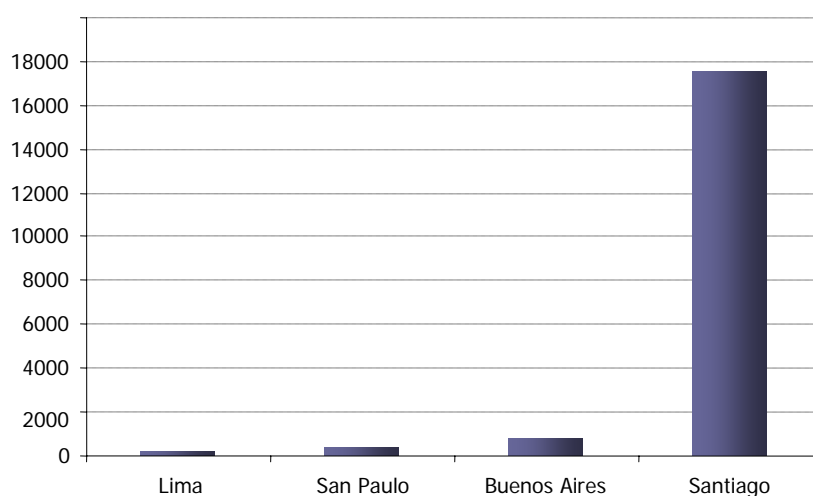
Respecto a la liquidez del mercado de bonos, Grandes, Panigo y Pasquini (2007) observan que, considerando al mercado en su conjunto, la liquidez del mercado chileno es significativamente mayor que en los demás países de la región con una relación valor negociado relativo al PIB por encima del 100% durante casi todo el período 1995-2005, mientras que Argentina el valor es mucho menor

²⁹ Grandes, Panigo y Pasquini (2007) realizan una comparación entre la capitalización del mercado de bonos del sector público (de mayor capitalización que el mercado de bonos privados) relativa a los respectivos PIB. Ellos encuentran mayor incidencia en Brasil, Argentina y Chile (cada uno con valores por encima del 40% del PBI en 2004-2005), seguido por México (cerca del 30%) y Perú (debajo del 10%).

(20%) y menor al 10% para los demás países de la región. Además, el mercado chileno está asociado a emisiones de mayor madurez.

Tomando solamente el volumen negociado de bonos del sector privado para el año 2006, se observa en el Gráfico N° 18 la notable diferencia del mercado chileno con respecto a las demás economías latinoamericanas.

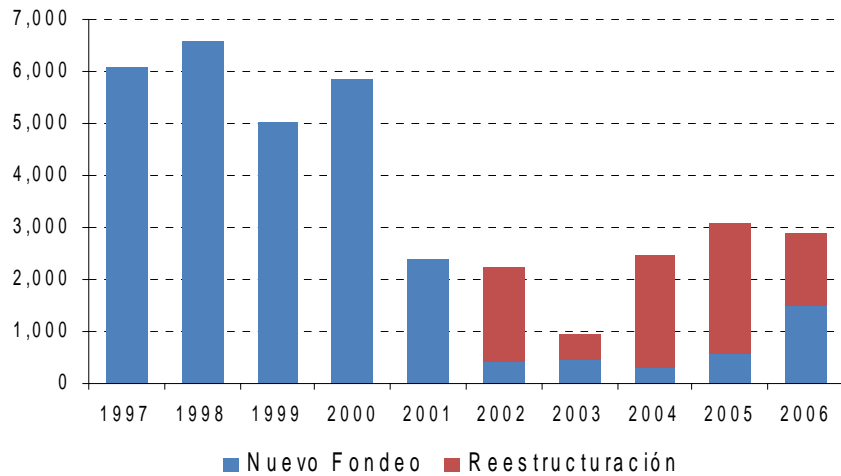
Gráfico N° 18: Volumen negociado de bonos del sector privado doméstico en países latinoamericanos. Millones de Dólares. Año 2006



Fuente: WEF

Respecto del mercado primario en Argentina la emisión de obligaciones negociables (ON) ha disminuido notablemente. La variación interanual alcanzó su mínimo en el 2001 registrando una caída de 60%. Si bien a partir de 2003 se registra un aumento en la emisión, los valores no retomaron el nivel alcanzado previo a la crisis. Tal como se observa en el Gráfico N° 19, las emisiones que se lanzaron posteriores a la crisis del 2001 correspondieron a la reestructuración de la deuda que las empresas contrajeron previamente a la crisis. Al respecto, Fernández *et al.* (2006) señalan que el monto de nuevas emisiones fue bajo luego de la crisis. En términos del valor total, los bonos de largo plazo han representado la gran mayoría de las emisiones desde 2002 siendo reflejo del proceso de reestructuración. Este hecho también es advertido por Ferraro (2007) evidenciando una tendencia decreciente muy importante en la colocación de ON de corto plazo.

Gráfico Nº 19: Emisión de Obligaciones Negociables en valores nominales en la BCBA según motivo - millones U\$S-

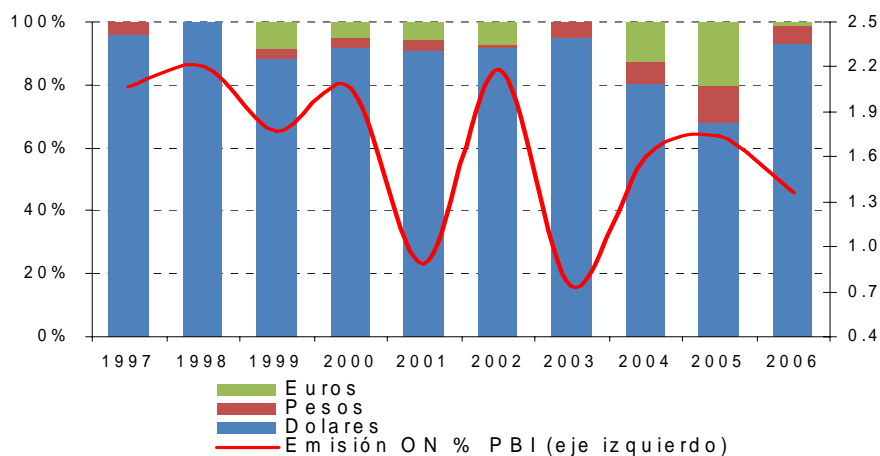


Fuente: BCBA y BCRA

Por otro lado, la emisión en pesos ha estado siempre relegada por la emisión en moneda extranjera. No obstante, en 2004 y 2005 tomó nuevamente impulso la deuda denominada en euros y en pesos a expensas de las emisiones en dólares, pero este hecho se revierte hacia 2006.

Considerando solamente las emisiones en moneda extranjera -dólares y euros- durante el período 2002-2006, cerca de las dos terceras partes correspondieron a reestructuración de deuda pasada. Por su parte, más del 93% de los bonos emitidos en pesos estuvieron destinados a nuevo fondeo. Sin embargo, este hecho tiene menor importancia ya que, como puede observarse en el Gráfico Nº 20, en total sólo el 7% de las emisiones correspondieron a moneda local³⁰.

Gráfico Nº 20: Composición de la emisión de ON según moneda de origen y emisión % PBI



³⁰ Fernandez *et al.* (2006) informan que las emisiones en dólares entre 1990-1999 han sido cerca del 97% del total emitido.

Fuente: WFE

En resumen, el mercado de bonos del sector privado argentino está caracterizado por una profundidad y liquidez intermedia respecto a las economías de la región. No obstante, la emisión de ONs luego de la crisis estuvo fuertemente influida por la reestructuración de deuda contraída con anterioridad a la misma.

IV.2.3 Fideicomisos Financieros

La titulización es una técnica de financiación que consiste en la transformación de activos financieros inmovilizados (ilíquidos) de características homogéneas, asociados a un flujo regular de fondos, en valores negociables líquidos para ser colocados entre inversores a través de oferta primaria o secundaria en el mercado de capitales. El procedimiento consiste en agrupar determinados activos financieros: derechos crediticios (títulos valores, hipotecas, prendas, facturas comerciales, cupones de tarjetas de crédito, cheques de pago diferido; alquileres, etc.) y/o derechos de cobro que no consisten en créditos (peaje de autopistas, entradas a espectáculos públicos, ventas al contado, etc.) según ciertas condiciones de homogeneidad, formando un *pool* sobre el cual se adquieren fondos del mercado por parte del titular de esos activos mediante la emisión de valores mobiliarios que dan un derecho de participación sobre esos activos (Kenny (2004)). Cabe señalar que los bienes fideicomitidos no integran el patrimonio del fiduciario (el sujeto que adquiere los bienes transferidos), generando un patrimonio de afección que no puede ser accesible a sus acreedores. Por otro lado, el riesgo de crédito del instrumento no recae primariamente en el emisor sino en la calidad de los flujos de fondos que provienen de los activos objeto de la titulización, es decir los bienes fideicomitidos. De esa forma se abarata el costo de captación de fondos del emisor al mejorar la calidad del riesgo para el inversor. Esta es una de las principales características que poseen estos instrumentos, posibilitando que los valores negociables tengan un riesgo crediticio inferior respecto de las empresas que originaron el activo en cuestión.

Según lo establecido por la Ley N° 24.441/95, el fideicomiso se estructura sobre la base de dos pilares: a) el contrato entre el fiduciante y el fiduciario y b) la transferencia oportuna de la propiedad fiduciaria. Es decir, el fideicomiso es solamente un contrato y no una persona jurídica -careciendo de capacidad para adquirir derechos o contraer obligaciones- y solamente existe a través de la gestión del fiduciario que es el único titular de una propiedad mientras dure la encomienda que se le ha dispensado. Dentro de las ventajas con que cuenta el fideicomiso debe considerarse que los valores negociables a emitirse pueden obtener una mejor calificación que los créditos originales aplicando técnicas de reducción de la siniestralidad proveniente de impagos o incumplimientos de los deudores de los créditos

cedidos y otras técnicas de “mejoramiento de garantías” (*credit enhancement*), que disminuyen considerablemente el riesgo crediticio de los inversores. Ello permite generar un beneficio al originante emitiendo valores de una mejor calidad por efecto de la atomización de los riesgos. La clave de ese proceso es la correcta determinación del índice de “siniestralidad” de la cartera titularizada.

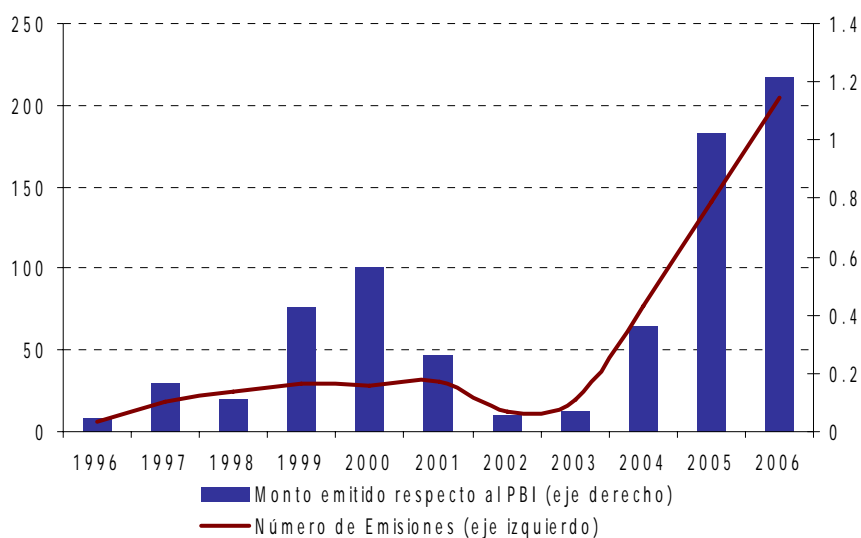
Además, el fideicomiso financiero cuenta con ciertas ventajas impositivas. En particular, si cumple con ciertos requisitos de acuerdo a la Ley del Impuesto a las Ganancias, pueden deducirse del mismo las utilidades pagadas. En adición, los fideicomisos financieros están exentos del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta y del “impuesto de igualación” sobre el pago de utilidades a los inversores. Las transacciones de crédito también están exentas del Impuesto al Valor Agregado. Las cuentas corrientes de los fideicomisos financieros se encuentran exentas del Impuesto a los Débitos y Créditos. Por el lado de los inversores siempre y cuando el fideicomiso haya sido colocado por oferta pública, las ganancias provenientes están exentas del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a las Ganancias, para personas físicas mientras que para las personas jurídicas, en este último caso, representan rendimientos no computables (Almoño & Calcagno, 2007).

Por el lado del inversor, la principal ventaja de este tipo de instrumento es la mitigación del riesgo de insolvencia del emisor ya que los títulos emitidos tienen como respaldo la cartera de créditos y las garantías incorporadas al proceso. De esta manera los valores que se emitan serán de mejor calidad que los créditos que componen la cartera de respaldo en la medida que se incorporen garantías de entidades aseguradoras o bancos, emisión de valores de distinto grado, entre otras posibles mejoras. Respecto de esta última posibilidad, la emisión de bonos “senior” y “junior” -subordinados a los primeros- incorpora mejoras en la calidad del título a través de la tenencia por parte de los originantes o cedentes de estos bonos subordinados que garantizan el normal pago de sus rentas y la amortización del principal. Sin embargo, un aspecto relevante en el proceso de titularización de activos consiste en que la calificación crediticia tiene en cuenta primordialmente la capacidad de pago y ello resulta directa consecuencia del flujo de fondos con que cuenta la cartera titularizada, es decir, depende de la liquidez de sus activos. En una encuesta realizada por *PricewaterhouseCoopers* los inversores reportan el interés en invertir en estos instrumentos en relación a su rentabilidad, calidad de los activos del fideicomiso, los beneficios fiscales, la seguridad jurídica y el prestigio y profesionalismo del fiduciario (Casas, 2007).

El desarrollo sostenido que muestran los fideicomisos se explica por distintos factores, entre los cuales figuran un acceso adicional al mercado de capitales, alternativa de financiamiento fuera del balance, posibilidad de realizar una planificación financiera de plazos más prolongados, mejores tasas de financiamiento, evitar descalces de plazo y moneda, flexibilidad comercial y sobretodo posibilidad de hacerse de liquidez a partir de activos inmovilizados. En este sentido, este instrumento experimentó un

notable auge en los últimos años debido también a factores coyunturales presentes como el crecimiento del consumo, bajo rendimiento de inversiones de bajo riesgo como el plazo fijo y cierta previsibilidad económica a corto plazo. Como se observa en el Gráfico N° 21 a partir de 2002, tanto el monto emitido como porcentaje del producto, como el número de emisiones, experimentaron un fuerte despegue.

Gráfico N° 21: Número de emisores y monto como porcentaje del PBI de fideicomisos financieros en BCBA



Fuente: BCBA

Considerando la comparación interanual 2005-2006 el monto emitido y el número de emisiones alcanzaron un incremento de casi 47% y 45%, respectivamente. En relación al activo subyacente la mayoría de los fideicomisos se relacionaron, en 2006, con créditos de consumo en pesos tal como puede apreciarse en el Gráfico N° 22. En este sentido, los fideicomisos se han constituido como una alternativa muy importante para generar fondos que permitan seguir financiando el consumo.

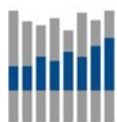
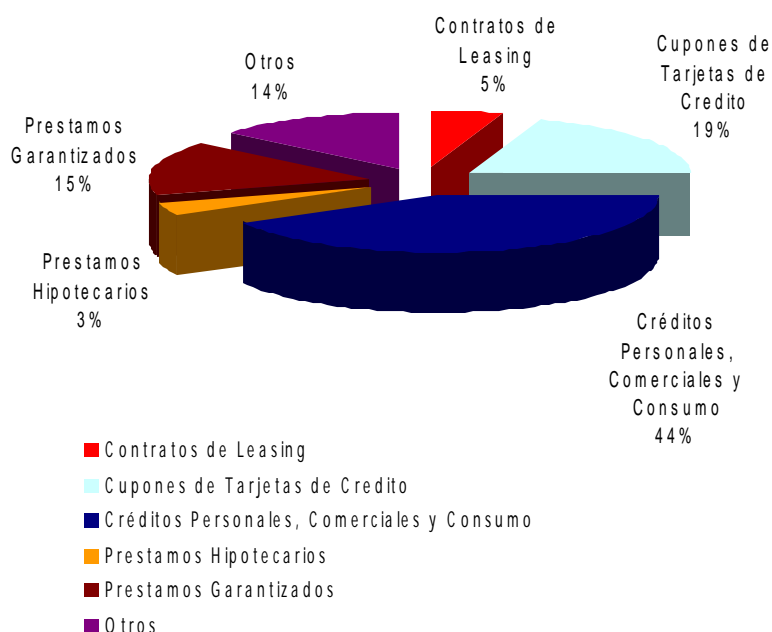


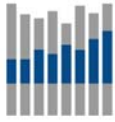
Gráfico N° 22: Activos subyacentes de fideicomisos financieros en BCBA en 2006



Fuente: BCBA

Villegas y Kenny (2006) señalan que si bien los fideicomisos pueden disminuir los costos de financiamiento porque la titulización permite a la compañía utilizar parte de sus activos para estructurar un tipo de título que tenga una mejor calidad crediticia respecto de otro que constituya una obligación directa del emisor como por ejemplo una ON, sin embargo, debe tenerse en cuenta los costos de transacción³¹. En este sentido la cartera de activos a titularizar debe tener una importancia significativa a los efectos de procurar que los costos de transacción sean prorrateados en una cartera de cierto volumen. En el Cuadro N° 6 se detallan los costos fijos típicos de una emisión con oferta pública en una emisión por un monto aproximado de \$12 millones.

³¹ En el primer semestre de 2007, la tasa de un bono senior se consolidó en niveles cercanos al 10% anual para fideicomisos con calificación de riesgo AA o superior.



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

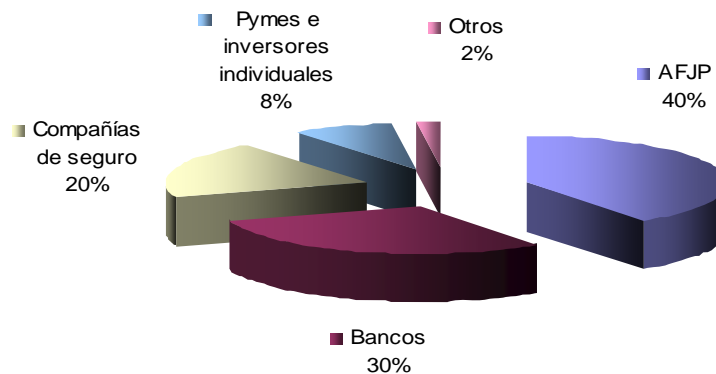
Cuadro N° 6: Costos de transacción aproximados en fideicomisos financieros

Tipo	Frecuencia del pago	Monto (\$)
Fiduciario	Mensual	4.000-6.000
Master Service	Mensual	1.000-1.200
Liquidación impositiva	Mensual	1.000-1.200
Book Keeping	Mensual	1.300-1.500
Publicaciones BCB A	Mensual	100
Publicaciones Calificadora	Mensual	500
Agente administrador	Mensual	1% cobranzas percibidas
Auditoría	Trimestral	13.000-16.000
Publicación Balance del Boletín BCB A	Trimestral	3.500
Abogado Fiduciario	Unico	15.000-20.000
Derechos de estudio BCB A	Unico	4.600
Derechos de cotización BCB A	Unico	4.600
Calificadora de riesgo	Unico	17.000-20.000
Asesoría impositiva	Unico	2.000-2.500
Publicación de prospectos	Unico	5.000
Gastos Escritaría	Unico	2.000-3.000
Arancel CNV (0,03% sobre monto de emisión)	Unico	3.600
Fee del organizador		0,5-1% monto emisión
Comisión del agente colocador		0,2-0,3% monto colocado
Comisión del underwriting		0,4-0,7% monto underw.

Fuente: Villegas y Kenny (2006)

Como puede inferirse del Gráfico N° 23, pese a que el fideicomiso ha tenido un fuerte despegue y se ha mostrado como un instrumento muy dinámico posterior a la crisis del 2001/2002, aproximadamente el 60% de los títulos valores están en manos de inversores institucionales con lo cual la liquidez de este mercado es aún restringida.

Gráfico N° 23: Tipo de inversores en títulos valores correspondientes a fideicomisos



Fuente: Pertierra Cánepa (2005)

Con todo, los fideicomisos financieros resultaron ser el instrumento más difundido de financiamiento genuino en 2006 contando por un 46% del total del mercado de capitales, por encima de la emisión de ON (43%) (IAMC 2007).

IV.2.3.2 Estudio de caso: Gasoducto Norte y Sur

Existe en la Argentina ciertos antecedentes³² de financiamiento de desarrollo de infraestructura a través de títulos valores con oferta pública en el mercado de capitales, en la presente subsección nos referiremos al Fideicomiso Financiero Gas I, creado por iniciativa del Estado Nacional mediante el Decreto N° 180/04-PEN (Mercado Electrónico de Gas) y la Resolución N° 185/04 (Fideicomisos de Gas) del Ministerio Planificación Federal, Inversión Pública.³³ El mismo ha sido constituido para atender inversiones en transporte y distribución de gas. El fideicomiso tiene como única finalidad garantizar y asegurar la disponibilidad de recursos para atender el pago de las inversiones que se realicen en el transporte y distribución de gas. Las operaciones contempladas involucran la titulización de ingresos futuros, de la colocación de valores en el mercado de capitales, luego estos valores negociables tienen su fuente de pagos en un flujo futuro que proviene de un cargo tarifario creado por la normativa. Es decir, el repago de los valores fiduciarios emitidos es realizado a través de los cargos que se aplican a todos los contratos de servicios de transporte firme de gas natural vigentes de TGN y de TGS y que integran el patrimonio de afectación específico del fideicomiso financiero ("Cargo Específico"). Los Cargos Específicos son pagados por los usuarios de los servicios regulados de transporte y/o distribución. (Ver sección VII Anexo para mayor detalle).

IV.3 Fideicomisos Públicos y Fondos Fiduciarios Públicos

En el fideicomiso público, el Estado transmite a un fiduciario bienes de su dominio público o bien afecta fondos públicos para llevar a cabo una actividad que tiene fines de interés público. Existe una diferencia fundamental con el fideicomiso privado: la relación bilateral forma parte de un proceso que se inicia con la norma que torna viable al fideicomiso a través de una ley o un decreto. El fideicomiso de la administración pública, por ende, tiene características *sui generis* respecto de otro tipo de fideicomiso, en la cual fiduciante y fiduciario no necesariamente se diferencian.

³² Al respecto se podrán mencionar los Bonos Albatros emitidos por La Provincia de Tierra del Fuego durante 1997, destinados a obras de infraestructura (Puerto Río Grande, Hospital HIFUSA y obras municipales). El municipio de Guaymallén (Mendoza), también instrumentó un Bono denominado T.O.G. "Título de Obras Públicas Municipales de Guaymallén", así como los Bonos emitidos por el Municipio de Bariloche (Río Negro) ("Títulos B.E.M" Bariloche Emprendimientos y Mejoras). Es dable considerar que se han emitido un número considerable de títulos públicos con destino al desarrollo de infraestructura, sin embargo la característica saliente de los títulos mencionados es el destino de proyectos específicos de infraestructura.

³³ Apoyados en el espíritu de la Ley 25.924/2004 (Promoción de Inversiones de bienes de capital y obras de infraestructura) y la Ley 26.095/2006 (Obras de infraestructura energética: cargos específicos). Estas normas tienen como principal objetivo la financiación e incentivos de obras de expansión.

Los fideicomisos públicos y los fondos fiduciarios son nuevas estructuras administrativas que obran como recurso técnico con el objeto de encapsular ciertos bienes para afectarlos a fines determinados.

En el caso de Argentina los fondos fiduciarios poseen características extra presupuestarias. El Presupuesto de la Administración Nacional se rige por el mecanismo de ejecución presupuestaria establecido por la Ley de Administración Financiera N° 24.156/92. Dicha ley no incluye a las empresas públicas ni a los fondos fiduciarios, con lo cual puede advertirse cierta discrecionalidad y falta de control en la ejecución de estos fondos. Más aún, la Ley de Solvencia Fiscal N° 25.152/99 en su artículo N° 2 establece, respecto de los fondos fiduciarios, que los flujos financieros que se originen por la constitución y uso de los mismos deberán ser incluidos en la Ley de Presupuesto. Sin embargo, existen actualmente una serie de fideicomisos que fueron generados a partir de resoluciones administrativas y que no poseen información en los anexos presupuestarios.³⁴ Cabe destacar que el artículo N° 5 de dicha ley establecía originalmente que la creación de Fondos Fiduciarios, integrado total o parcialmente con bienes y/o fondos del Estado Nacional, requeriría del dictado de una Ley. Posteriormente, el Decreto N° 2209/2002 exceptuó al Banco de la Nación Argentina, al Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. y al Fondo Fiduciario de Asistencia a Entidades Financieras y de Seguros de lo dispuesto por dicho artículo.

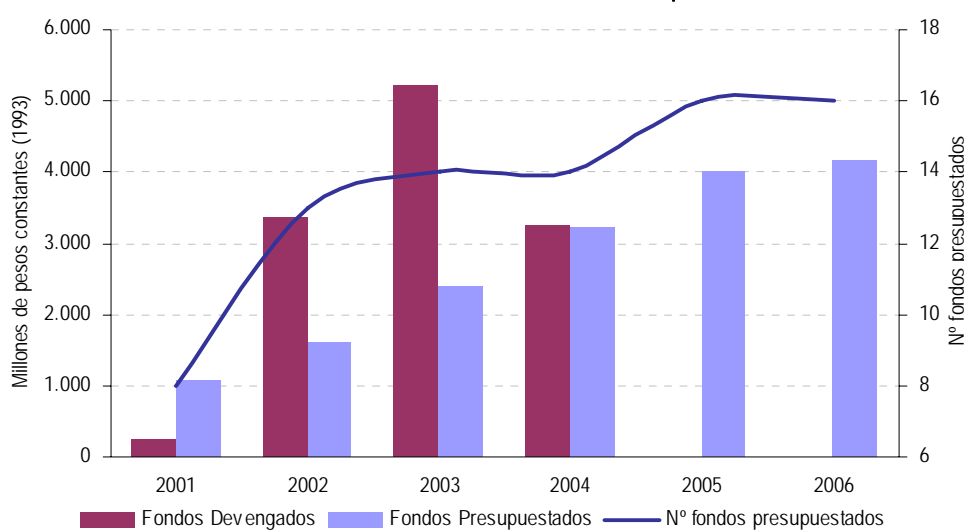
En todo aquello que no esté previsto por la norma que de origen a los fideicomisos la Ley N° 24.441/95 es de aplicación supletoria, esto ha generado diversas críticas ya que se considera que los fondos fiduciarios públicos han utilizado el título I de esta ley de manera muy amplia y discrecional, dando lugar a figuras que desvirtúan esta norma. Estrictamente hablando, un “Fondo Fiduciario” no tiene la tipificación legal correspondiente, a diferencia de un “Fideicomiso”. Gómez de la Lastra *et. al.* (2005) comenta un aspecto sutil, pero no por ello menos importante, del concepto de fondo fiduciario. Un fondo fiduciario no es otra cosa que un patrimonio especial consecuencia del fideicomiso, con lo cual una interpretación estricta de la norma podría llevar a que fideicomisos no públicos, y con objetivos netamente comerciales, puedan caer bajo la previsión de la Ley N° 25.152/99. **En suma, en la realidad jurídica subyacente, el fideicomiso público es una figura diferente al fideicomiso privado llevando a confusiones en la materia.** Catuogno y Lisoprawski (2005) se refieren respecto a este último punto, destacando que si el Estado genera figuras que son pseudos fideicomisos se termina desnaturalizando y

³⁴ De los Fondos Fiduciarios (FF) que se crearon entre 2003 y 2005 sólo uno de ellos constaba en la planilla donde se aprobaban los fondos asignados a los FF en el proyecto de Ley de Presupuesto del 2006 (planilla Anexa al Art. 14). Adicionalmente, entre dicha planilla y el mensaje de elevación del proyecto de ley había una diferencia de \$ 208,77 millones en las transferencias de capital asignadas a los FF sobre un total de 696,7 millones (Rinaldi, Salazar y Staffa (2005).

desprestigiando al del derecho privado. De esta manera, **el instituto que crea la Ley N° 24.441/95 perdería credibilidad como vehículo idóneo para canalizar inversiones productivas.**

En el Gráfico N° 24 se muestra, a partir de los resultados de un trabajo del Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento (CIPPEC), la evolución de los fondos asignados a fideicomisos públicos. Por un lado se muestra la evolución de los fondos devengados y por otro los fondos presupuestados. En el presupuesto público que envía el Poder Ejecutivo al Congreso, y que luego tiene el estatus de Ley, se solicita la aprobación de gastos en conceptos de fondos fiduciarios. Estos fondos son los presupuestados. Una vez que dicho presupuesto es convertido en ley, el Poder Ejecutivo devenga los gastos correspondientes a los fondos fiduciarios. Tal como puede observarse, entre 2001 y 2002 existe una diferencia notable -sobre todo post crisis- entre los fondos presupuestados y los devengados. A modo de ejemplo, entre 2002 y 2003 los fondos afectados a fideicomisos representaron, en promedio, 137% de los gastos de capital presupuestados.

Gráfico N° 24: Evolución de los fondos fiduciarios públicos 2001-2005



Fuente: Rinaldi, Salazar y Staffa (2005)

A agosto del 2006, el poder legislativo no se había expedido sobre ninguno de los informes presentados por la Jefatura de Gabinete de Ministros durante 2005, de manera que no se habían tomado medidas tendientes a mejorar las deficiencias detectadas con relación a los fondos fiduciarios estatales (Sanchez de Bustamante, 2007).

El financiamiento a través de fondos fiduciarios se ha convertido en una herramienta de gran importancia relativa para el sector público. Respecto de los fondos afectados a fideicomisos incluidos en

el presupuesto 2006 cerca del 98% se concentraron en los fondos listados en el Cuadro N° 7, presentado a continuación:

Cuadro N° 7: Principales Fondos Fiduciarios Públicos

Denominación	Norma origen	% respecto del monto presupuestado 2006
- Sistema de infraestructura de Transporte	Decreto 976/01	46
- Desarrollo provincial	Decreto 286/95	20
- Transporte eléctrico federal	Ley 25.401	15
- Infraestructura Hídrica	Decreto 1381/01	13
- Subsidios Consumo Residencial de Gas	Art. 75 Ley 23.877	4
- Otros		2

Fuente: Rinaldi, Salazar y Staffa (2005)

Para terminar, se mencionarán algunas cuestiones impositivas a tener en cuenta en lo vinculado al financiamiento de infraestructura a partir del reciente análisis. El tratamiento impositivo ha avanzado mucho en materia de fideicomisos financieros, pero no así en lo que respecta a fideicomisos públicos y “ordinarios”, estos últimos son los denominados de acuerdo a la naturaleza de la actividad desempeñada por los respectivos fondos fiduciarios: de garantía, inmobiliarios, de administración, otros. Para mencionar algunas controversias que la escasa regulación en este tipo de fideicomisos ha generado, abordaremos esta cuestión haciendo mención a dos impuestos: el impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios (DCB) y el impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.

Debido a que el fideicomiso es una figura del derecho privado y es a su vez un sujeto de impuesto, todo el flujo de fondos de la obra está sujeto al impuesto DCB a una tasa del 1,2%³⁵. El tratamiento del DCB ha provocado zonas grises en el caso de los fondos públicos. Amparándose en la independencia de patrimonio fiduciario, las autoridades fiscales alegan que la exención de que goza el Estado no es trasladable a las cuentas corrientes abiertas por esta clase de fideicomisos. Sin embargo, como estos fideicomisos son instrumentos para llevar a cabo funciones propias del Estado, algunos opinan que deberían poseer el mismo tratamiento fiscal que quien los constituye (Almoño & Calcagno, 2007).

En el caso del impuesto a la Ganancia Mínima Presunta, una resolución de la AFIP dictaminó que los fideicomisos de garantía estaban sujetos a este impuesto. Se grava a una tasa del 1% el valor de los activos fideicomitados independientemente de que el fideicomiso haya tenido un resultado económico

³⁵ El fideicomiso financiero se haya exento según Decreto N° 380/2001-PEN.

positivo, oponiéndose al esquema de complementariedad que existe entre los impuestos a las ganancias y a la ganancia mínima presunta. Sin embargo, existen iniciativas en torno a un cambio normativo que solucione este aspecto (Almoño & Calcagno, 2007).

V. Conclusiones y recomendaciones de política

Uno de los principales desafíos de las políticas públicas en nuestro país consiste en promover la inversión en el área de infraestructura económica y servicios públicos. Profundizar el análisis de instrumentos y modalidades alternativas de financiamiento dentro de un esquema de mercado lleva al análisis de las posibilidades que brindan las Asociaciones Público Privadas (APP). Esta modalidad tiene por finalidad la terciarización de la producción de un bien o la prestación de un servicio tradicionalmente suministrado por el sector público, distribuyendo roles y responsabilidades entre los sectores privado y público de manera de lograr una adecuada eficiencia y calidad en el suministro del servicio a la sociedad civil.

La experiencia internacional demuestra que la identificación, el desarrollo y la implementación de APP del tipo más avanzado requieren el desarrollo temprano de estructuras legislativas y regulatorias nacionales habilitantes. El proceso de regulación debería cubrir el marco legal general en el que opera el sector público, la transparencia y confiabilidad de sus relaciones con el sector privado, el control y el uso apropiado de fondos públicos, la creación de un marco legal y procesal para la licitación y negociación y su administración ordenada y el diseño de estructuras institucionales para monitorear y reglamentar a los operadores privados una vez que la APP se encuentre operando.

Las características que los esquemas APP deberán tener incluyen una entidad específica legal y económicamente constituida que aisle el riesgo de la APP de las entidades económicas que invierten en ella y del Estado (sin perjuicio de la supervisión estatal correspondiente), la derivación de los riesgos de construcción y operación a empresas separadas, un alto nivel de apalancamiento, la creación de mecanismos de mejora de crédito mediante la participación de monolines y de garantías específicas, la canalización de la financiación por medio de obligaciones y el rol de las agencias de *rating* para fortalecer la colocación de bonos.

El nivel de sofisticación de la estructura contractual y financiera que se puede contemplar en la implementación de un proyecto APP depende en gran medida de las capacidades de los mercados de capitales locales. Muchos países de la región, entre ellos Argentina, tienen un mercado de capitales con

escasa profundidad y liquidez, tanto en lo que hace al mercado de acciones como de bonos. El desarrollo del mercado de capitales domésticos es una pieza fundamental para crear una oferta sustentable de capital para inversión. Su ampliación se logra a través del incremento en la variedad de instrumentos potencialmente disponibles, su profundidad en términos de montos y plazos máximos disponibles -sobre todo en moneda local-, demanda, transparencia, variedad de actores, etc. Esto debe ir acompañado de una escasa volatilidad macroeconómica y un marco legal desarrollado con reglas estables y transparentes, que incluyan procesos claros de resolución de disputas. Las estructuras de financiamiento de proyectos de tipo APP/PFI deben responder a financiamiento de largo plazo teniendo en cuenta la vida total de la concesión, esquema de amortizaciones adaptado al flujo de caja del proyecto, máxima financiación en moneda local para disminuir riesgos cambiarios, financiamiento a tasa fija en la medida de lo posible, comprensión y aceptación del riesgo proyecto por parte de los inversionistas y preferencia por esquemas de garantías limitadas.

En el caso argentino, se destaca el auge del fideicomiso financiero como instrumento de financiación. Estos se distinguen de los fideicomisos públicos, que tienen características *sui generis*, en el cual el fiduciante y el fiduciario no necesariamente se diferencian. Asimismo, los fideicomisos públicos poseen características extra presupuestarias, lo que ha generado falta de control en la ejecución de estos fondos.

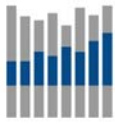
En el documento se describe el caso del Gasoducto Norte y Sur, que constituye un antecedente de desarrollo de infraestructura a través de un fideicomiso financiero con oferta pública en el mercado de capitales, llamado Fideicomiso Financiero Gas I.

Tras abordar el tema de fideicomisos públicos, se enumeraron algunas dificultades en el tratamiento impositivo en lo que hace a éstos fideicomisos y a los fideicomisos ordinarios.

VI. Bibliografía

- AIOSFP, Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, <http://www.aiosfp.org/>
- Almoño, H. y Calcagno, G. (2007), “Los aspectos impositivos del fideicomiso” en CEO, Hot Topics, Año 3. N° 6, PricewaterhouseCoopers.
- Andersen, Arthur and Enterprise (2000), “*Value for money drivers in private finance initiative*”, LSE.
- Arriazu, R. (2007), “Desafío e Innovaciones para el Crecimiento Económico”, VI Seminario Anual Internacional del CEF, <http://www.cefargentina.org/>
- Banco de Inversión y Comercio Exterior, <http://www.bice.com.ar/>

- Barclays Capital Research (2003), “*The Financial Guaranty Insurance Survey: our guide to the major monoline bond insurance company*”, <http://www.barcap.com/research/>
- BCBA, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, <http://www.bcba.sba.com.ar/>
- BCRA, Banco Central de la República Argentina, <http://www.bcra.gov.ar/>
- BIS, Bank of International Settlements, <http://www.bis.org/>
- Casas, A. (2007), “Desarrollo sobre los fideicomisos en la Argentina y Latinoamérica” en CEO, Hot Topics, Año 3. N° 6, PricewaterhouseCoopers.
- Catuogno, J. y Lisoprawski, S. (2004), “Fideicomiso Público”, CAFIDAP.
- CEPAL, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, <http://www.eclac.cl/>
- Comunicado de Prensa N° 033 (2007), Secretaría de Comunicaciones y Transportes, <http://cs.sct.gob.mx/fileadmin/Boletines/07/mar/bol-033.doc>
- Cornejo, R. (2007), “Asociaciones Publico- Privadas. Situación Actual”, PROINVERSION.
- Corporación Andina de Fomento (2002), “Financiamiento Privado de Infraestructuras Estudio de alternativas y experiencias en materia de proyectos de PPP para América del Sur”, <http://www.caf.com/>
- DED (1999), “El DED en Cooperación con el Sector Privado”, Deutscher Entwicklungsdienst.
- Deutscher Entwicklungsdienst, <http://www.ded.de/>
- Elosegui, P, Español, P, Panigo, D. y Sotes, J. (2006), “Metodologías alternativas para el Análisis de las restricciones al Financiamiento en Argentina”, Documento de trabajo, Banco Central de la Republica Argentina.
- Estache, A. (2005), “*PPI infrastructure versus PPI divorces in developing countries (or are we switching form PPI to PPPI?)*”, World Bank Institute.
- Estache, A. y Serebrisky, T (2004), “*Where do we stand on Transport Infrastructure Deregulation and Public-Private Partnership?*”, World Bank Policy Research Working Paper 3356.
- Fanelli, José María (2007), “Inversión Privada en la Argentina”, Seminario CEF, <http://www.cefargentina.org/>
- Fay, M. y Morrison, M. (2005), “*Infrastructure in LAC: Recent development and key challenges*”, World Bank.
- Fernández, R.; Pernice, S; Streb, J.; Alegre, M.; Bedoya, A. y Gonzalez, C. (2006), “*The Development of Latin-American Bond Markets: The Case of Argentina*”. RES Network Project. IADB - Latin American Research Network.
- Ferraro, M. (2007), “Características del Mercado de Capitales en Argentina: Una visión comparativa”, Documento de Trabajo N° 18, CEF.
- FIAB, Federación Iberoamericana de Bolsas, <http://www.fiabnet.org/>
- FIEL, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, <http://www.fiel.org/>
- Fitch Ratings (2004), “*Public-Private Partnerships: the Next Generation of Infrastructure Finance*”, http://www.fitchmexico.com/ReportesEspeciales/RW_34.pdf
- Global Insight, <http://www.globalinsight.com/>
- Gómez de la Lastra, F. (2005), “El Estado como fiduciante”, CAFIDAP .



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

- Gómez de la Lastra, F. y Pertierra Cánepa, M. (2004), “Alternativas para proyectos productivos: fideicomisos y fondos de inversión directa”, CAFIDAP.
- Grandes, M.; Panigo, D. and Pasquini, R. (2007), “*The Cost of Corporate Bond Financing in Latin America. A Structural Approach*”, Working Paper N° 20, CEF
- Gyntelberg J. Ma G. y Remolona, E. (2005), “*Developing corporate bond markets in Asia*”, Bank for International Settlements.
- Harris, S. (2003), “*Public Private Partnerships: Delivering Better Infrastructure Services*”, Internacional Financial Services.
- HM Treasury (2003), “*PFI: Meeting the Investment Challenge – Further Background Information*”, <http://www.hm-treasury.gov.uk/>
- HM Treasury (2006), “*PFI: strengthening long-term partnerships*”, <http://www.hm-treasury.gov.uk/>
- House of Commons Library (2003), “*The Private Finance Initiative (PFI)*”, Research Paper 03/79.
- IAMAC, Instituto Argentino de Mercado de Capitales, <http://www.iamc.sba.com.ar/>
- IERAL, Fundación Mediterránea, <http://www.cargafiscal.com.ar/>
- IFS, *International Financial Statistics*, <http://ifs.apdi.net/>
- IFSL (2003), “Asociaciones Público Privadas Experiencia del Reino Unido para los Mercados Internacionales”, <http://www.ifsl.org.uk/>
- INDEC, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, <http://www.indec.mecon.ar/>
- InfoLEG, Información Legislativa del Ministerio de Economía y Producción, <http://www.infoleg.gov.ar/>
- Instituto de Promoción de la Economía Social (1998), “Cooperación Público-Privada en la Gestión de la Infraestructura Urbana”, Documentos y resultados del Taller.
- IMF (2004a), “*Public Investment and Fiscal Policy*”, International Monetary Fund.
- IMF (2004b), “*Public-Private Partnerships*”, International Monetary Fund
- Juliano, G. (2005), “Asociaciones Público Privadas: Conceptos y Experiencia Internacional”, Documento de Trabajo N° 8, CEF.
- Kenny, M. (2004), “La titulación de activos”, Editorial Astrea.
- Kenny, M. (2005), Seminario “Mecanismos de Financiación de Infraestructura e Inversión Pública a través de Asociaciones Público Privadas”, CEF, Argentina.
- Lisoprawski, S. y Kiper, C. (1995), “Fideicomiso, dominio fiduciario y securitización”, Editorial Depalma.
- MECON, Ministerio de Economía y Producción, <http://www.mecon.gov.ar/>
- MECON (2006), “Plan Nacional de Inversiones Públicas 2007-2009”, Secretaría de Política, Ministerio de Economía y Producción.
- Moody’s Latin America, Informe de monitorio Fideicomiso Financiero Gas I, <http://www.moodys.com.ar/>
- *National Audit Office, Uk Parlamente, Expenditure Auditor*, <http://www.nao.org.uk/>
- OMS (2000), “Alianzas Mundiales entre los Sectores Público y Privado –2º parte: ¿Qué asuntos sanitarios debe abordar la rectoría mundial?”, Recopilación de artículos N° 3, Organización Mundial de la Salud.

- Partnership UK (2002), “*Guidance on certain financing issues in PFI contracts*”, Office of Government Commerce.
- Partnerships UK, <http://www.partnershipsuk.org.uk/>
- Pertierra Cánepa, F. (2005), “Fideicomiso en Argentina: Realidad y Problemática”, Temas de Management, volumen III, Universidad del CEMA.
- PROINVERSION, <http://www.proinversion.gob.pe/>
- Public Private Infrastructure Advisory Facility- (2003), “*Helping to eliminate poverty and achieve sustainable development through private involvement in infrastructure*”, <http://www.ppiaf.org/>
- Rinaldi, O. Salazar, C. y Staffa, D. (2005), “Fondos fiduciarios estatales: dinero público con escaso control”, CIPPEC.
- SAFJP, Superintendencia de AFJP, <http://www.safjp.gov.ar/>
- Sanchez, G. y Butler, I. (2004), “¿Cuánto y dónde necesitamos, podemos y estamos dispuestos a invertir en Argentina?” Documento de Trabajo N° 5 del IERAL, Fundación Mediterránea.
- Sanchez de Bustamante, M.; Geler, L. y Hafford, D. (2007), “Riesgos de corrupción en: Fideicomisos Públicos. Medidas en pos de una mayor transparencia”, Universidad Católica Argentina.
- Schmukler S. y De la Torre, A. (2004), “*Whither Latin American Capital Markets?*”, World Bank.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México, Proyectos para la Prestación de Servicios, <http://www.pps.sse.gob.mx/>
- Sheppard, R. (2003), “*Capital Market Financing for Developing-Country Infrastructure Projects*” Economic & Social Affairs, United Nations.
- SVS, Superintendencia valores y seguros, http://www.svs.cl/sitio/estadisticas/seg_vida.php
- The World Bank Group (1997), “*Private Sector Colombia's Gradualist Approach to Private Participation in Infrastructure*”.
- Villegas M. y Kenny M. (2006), “El Fideicomiso Financiero y los Bancos”, Revista de Derecho Privado y Comunitario.
- Vivallos Medina, L. (2006), “Experiencia de la Asociación Publico Privada en Chile”, Ministerio de Obras Publicas, Chile, <http://concesiones.cl>
- WEO, World Economic Outlook, <http://www.imf.org/>
- WFE, World Federation of Exchanges, <http://www.world-exchanges.org/>
- World Bank (2004), “*PPI project data base*”.
- World Economic Forum (2005), “*Financing for development initiative*”.

VII. Anexo

Por aplicación de la Resolución 185/04 se enmarcó la ampliación de la red de transporte de gas de la región Norte y Sur de nuestro país operadas por las empresas TGN y TGS, respectivamente. En estos dos casos se aplicó la fórmula del fideicomiso financiero combinado con un fideicomiso de obra. De esta forma, se constituyeron como fideicomisos financieros privados en los cuales se emitió un bono

subscrito principalmente por las empresas que hicieron el principal aporte en el financiamiento. El programa contempló la constitución de un segundo fideicomiso financiero en el cual los títulos fueron colocados en el mercado de capitales con el objeto de permitirles a estas empresas privadas, que fondearon el primer fideicomiso, transferir la inversión en el mercado.

En noviembre de 2004, se celebró el Contrato Suplementario del Fideicomiso de Gas, el Fideicomiso Financiero (FF) Privado TGS, entre Transportadora de Gas del Sur como fiduciante³⁶, Nación Fideicomisos S.A. como fiduciario, la Secretaría de Energía como organizador, y el Banco de la Nación Argentina como co-fiduciario, para financiar y ejecutar las obras relativas a la Ampliación del Gasoducto Sur³⁷.

La ampliación del Gasoducto Sur poseía el certificado de recepción provisoria de la etapa de obra. Dicho certificado provisorio significa que la obra correspondiente a la ampliación del Gasoducto Sur se encontraba operativa, con una certificación del avance del 100% en la ejecución de la etapa mencionada, en período de garantía y amparada por los seguros de reparo. El valor del desarrollo, construcción y puesta en marcha de las obras relativas a la ampliación ascendió a \$ 736.000.000.

Los bienes fideicomitados del FF Privado TGS, la única fuente de pago de los valores representativos de deuda (VRD) Privados TGS y de las Letras de Cambio del FF Privado TGS, están constituidos por: (i) el derecho a la percepción del Cargo Específico; (ii) los ingresos adicionales depositados mensualmente por TGS a favor del Fiduciario del FF Privado TGS, provenientes del 20% de lo efectivamente percibido por TGS en concepto de tarifa de transporte firme de gas natural regulada y vigente en cada momento conforme resoluciones dictadas por el ENARGAS, netos del impuesto a los ingresos brutos y demás impuestos, cargos y gravámenes de cualquier naturaleza; (iii) el producido neto de la colocación de los VRD Privados TGS, al momento de su integración efectiva e ingreso a la cuenta fiduciaria; (iv) los recursos del Financiamiento BNDES al momento de la instrumentación y descuento de cada una de las Letras de Cambio por parte del contratista; (v) el préstamo puente PETROBRAS, el cual se encuentra cancelado; (vi) las inversiones elegibles formarán parte de los bienes fideicomitados en el momento de su realización y (vii) los montos correspondientes a la devolución anticipada del IVA asociado a la ampliación del Gasoducto Sur.

³⁶ Además, TGS se comprometió como gerente de proyecto para prestar o hacer prestar por terceros subcontratistas todos los servicios que fueran necesarios para la concreción de la ejecución de las obras, así como también su operación y mantenimiento.

³⁷ Dicho contrato fue luego modificado por cuatro enmiendas.

Los VRD del FF de TGS fueron emitidos por un valor nominal de \$ 321.500.582, y suscriptos e integrados en forma privada a través de contratos de suscripción³⁸.

En el caso de TGN, la inversión ascendería a U\$S 168 millones. La estructura de financiamiento consistió en que YPF, en su carácter de controlante de TGN, se comprometió a realizar un aporte de U\$S 101 millones a través de VRD bajo un fideicomiso privado previéndose en una segunda etapa la creación de un fideicomiso financiero público. Este fideicomiso tendría como finalidad la cancelación del financiamiento recibido bajo el fideicomiso de gas privado a través de la colocación de VRD. En diciembre de 2004, se celebró el Contrato Suplementario del Fideicomiso de Gas de TGN, entre Transportadora de Gas del Norte como fiduciante³⁹, Nación Fideicomisos como fiduciario, Banco de la Nación Argentina como financiador especial, y la Secretaría de Energía como organizador bajo el Programa, para financiar y ejecutar las obras relativas a la ampliación del Gasoducto Norte⁴⁰. El valor del desarrollo, construcción y puesta en marcha de las obras relativas a la ampliación del Gasoducto Norte ascendía a \$ 504.100.000. Los bienes fideicomitados están constituidos por: (i) los derechos cedidos por el Fiduciante; (ii) los derechos resultantes de los Contratos de Locación de Obra, Servicios y Suministros; (iii) los derechos resultantes del Contrato de Gerenciamiento y del Contrato de Operación y Mantenimiento; (iv) el derecho a la percepción del Cargo Específico; (v) el producido neto de la colocación de los VRD Privados TGN al momento de su integración efectiva e ingreso a la Cuenta Fiduciaria; (vi) los recursos de Financiamiento del BNDES al momento de la instrumentación y descuento de cada una de las Letras de Cambio por parte del contratista y/o proveedor ante BNDES; (vii) las inversiones elegibles formarán parte de los bienes fideicomitados en el momento de su realización; y (viii) los montos correspondientes a la devolución anticipada del IVA asociado a las obras o los fondos que aporten inversores privados o en su defecto el Banco de la Nación Argentina. Los VRD del FF Privado TGN ascendían a un valor nominal de \$ 315.107.335, suscripto e integrado en forma privada a través de contratos de suscripción⁴¹.

En resumen, el fideicomiso financiero Gas I se estructuró a partir de inversiones realizadas en el 2005 por compañías privadas para ampliar la capacidad de transporte de los Gasoducto Norte y Gasoducto Sur. El objetivo del instrumento fue permitir el repago de los fondos aportados por los acreedores originales.

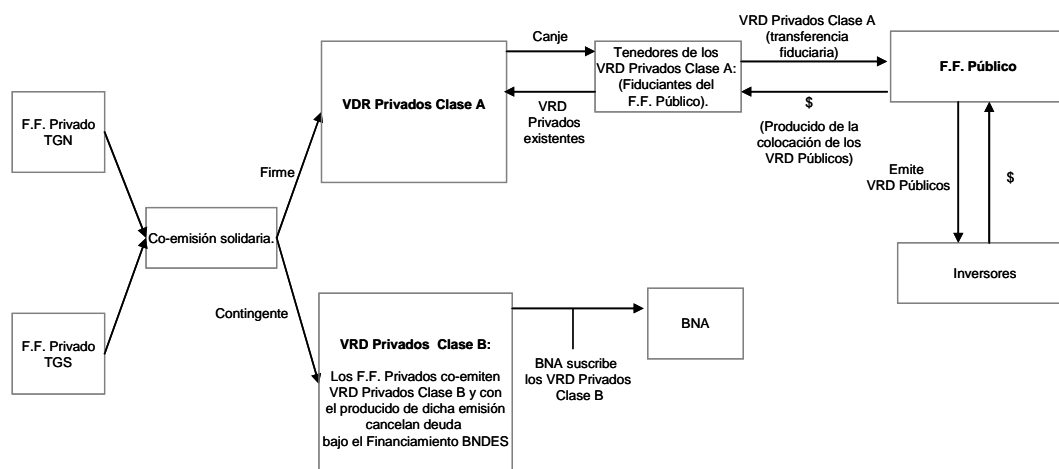
³⁸ El detalle de tales VRD Privados TGS es el siguiente: (a) VRD Clase B 1 por un valor nominal original de \$ 144.000.000; (b) VRD Clase A 2 por un valor nominal original de \$ 147.500.582) y (c) VRD B3 por un valor nominal original de Pesos \$ 30.000.000, los cuales han sido cancelados íntegramente.

³⁹ Al igual que con TGS se celebraron contratos comprometiéndose TGN al gerenciamiento y la realización de las obras.

⁴⁰ Contrato que luego fue modificado por dos enmiendas.

⁴¹ El detalle de tales VRD Privados TGN es el siguiente: (a) VRD Clase A 1 por valor nominal al 29/08/05 de \$ 219.192.595 y (b) VRD Clase A 2 por valor nominal de \$ 95.914.740.

Esquema del Fideicomiso Financiero Gas I



En diciembre de 2006, se produjo la colocación en el mercado de capitales de los VRD de valor nominal \$ 630.000.000. Los títulos, calificados por Moody's como "A1" en escala nacional, fueron emitidos por un plazo de 8 años, amortizando capital e intereses en forma trimestral. El resultado de la colocación en el mercado fue muy bueno al punto que las ofertas totalizaron \$1.269 millones⁴². Los inversores institucionales realizaron ofertas más que duplicando el monto licitado permitiendo que se adjudicara a una tasa de corte de 393 puntos básicos sobre la tasa Badlar.

Si bien las administradoras de fondos de pensión realizaron el 65% de las ofertas, se quedaron con sólo el 35% del monto adjudicado (\$200 millones), mientras que el 52% se lo llevaron inversores del exterior, incentivados en parte por la excepción en la constitución del depósito previsto a los ingresos de divisas del exterior (Resolución N° 731/2006-MECON). El otro 13% restante se adjudicó a otros inversores institucionales locales.

Los inversores recibirán pagos puntuales de interés y capital antes de la fecha de vencimiento final de los títulos (28 de octubre 2017)⁴³.

⁴²La Resolución N° 731/2006-MECON exceptúa la constitución del depósito a los ingresos de divisas destinados a la suscripción primaria de certificados de participación, bonos o títulos de deuda emitidos por fideicomisos cuyo objeto sea el desarrollo de obras de infraestructura (Suplemento del Prospecto de Emisión de FF Gas I).

⁴³ Ver Informe de monitoreo en la Web de Moody's Latin America.