

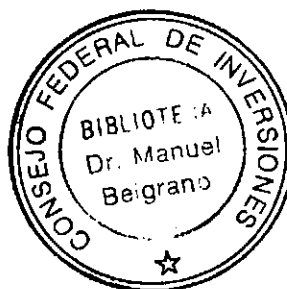
01F3113
C 11 i

438'10

INSERCIÓN DE LOS MUNICIPIOS ARGENTINOS EN EL MERCADO DE CAPITALES

Desarrollo de Mecanismos de Financiamiento
Privado a Municipios y Comunas de la República
Argentina

Lic. Alejandro Caldarelli



Colaboradores:

Ing. Eduardo Solari

Lic. Verónica Sosa

Informe Final
Octubre de 2001

INDICE

1. CONSIDERACIONES GENERALES

2. ANTECEDENTES Y MARCO REGULATORIO DEL FINANCIAMIENTO MUNICIPAL

2.1. EL MARCO REGULATORIO DEL ENDEUDAMIENTO MUNICIPAL

- A. Limitaciones provinciales
- B. El control Federal sobre el endeudamiento municipal
- C. Restricciones impuestas por el mercado

2.2. EVOLUCIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO MUNICIPAL

- A. Las Finanzas Públicas Municipales y las necesidades de financiamiento
- B. Las Políticas de Financiamiento del Sector Público Municipal

2.3. LOS BONOS PUBLICOS MUNICIPALES. CASOS DE ESTUDIO

2.4. SINTESIS PRELIMINAR

3. MANUAL DE PROCEDIMIENTOS PARA LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA MUNICIPAL EN LOS MERCADOS DE CAPITAL.

1. CONSIDERACIONES GENERALES

El análisis de las distintas alternativas de financiamiento del sector municipal argentino existentes en la actualidad, resulta indispensable no sólo en términos financieros, sino también para la elaboración, planeamiento, ejecución y control de los proyectos de mejora para el bienestar de los habitantes de los diferentes distritos.

La posibilidad de acceder a los mercados de capitales permitirá crear los incentivos necesarios para sentar las bases de un sistema más amplio de financiamiento municipal de largo plazo, posibilitando la utilización de estos fondos para nuevos proyectos de inversión. A su vez, este acceso no sólo permitirá el desarrollo económico, sino que obligará a mejorar la transparencia, la eficiencia y la eficacia de la gestión municipal.

La República Argentina cuenta con 2.156 municipios, cifra que incluye las diferentes categorías de municipios y unidades de gobiernos de menor jerarquía institucional. El consolidado del sector ejecutó durante el año 2000 un presupuesto superior a los \$8.000 millones y obtienen recursos propios por alrededor de \$4.000 millones.

Estas unidades de gobierno difieren significativamente en cuanto a su dimensión y su capacidad institucional. Por un lado, están las ciudades

capitales que cuentan con presupuestos importantes y una alta capacidad de gestión institucional, administrativa y financiera, y por el otro lado, están aquellas pequeñas localidades organizadas como municipios, comunas o juntas de gobierno que desde un punto de vista institucional mantienen similares características a las ciudades capitales pero con una dotación de recursos menor, y por lo tanto, se enfrentan a una problemática bien diferenciada.

Los municipios argentinos cuentan con suficiente autonomía para contraer créditos, pero ello no implica que al momento de buscar financiamiento accedan a créditos bancarios o emitan deuda en el mercado de capitales. La falta de información, los problemas de escala y costos, proyectos de inversión de baja rentabilidad y la falta de homogeneidad en la presentación de las cuentas municipales son motivos fuertes para que sean pocos los que pueden acceder a financiamiento en los mercados de deuda voluntaria.

En nuestro país existe un claro incentivo para que el sistema financiero conceda préstamos a los municipios, determinado por el tipo de garantías otorgadas. Básicamente, el financiamiento está limitado a aquellos que tienen autorización de la Legislatura Provincial para la cesión de los recursos de Coparticipación de Impuestos.

Asimismo todos los municipios deben contar con una mayoría especial de dos tercios de los miembros del Consejo Deliberante para poder contraer un crédito.

Desde el punto de vista externo a los municipios, las limitaciones para el acceso al crédito están dadas fundamentalmente por la Resolución 1075/93 del Ministerio de Economía, la circular A282 del BCRA, y la política de crédito de los bancos.

Desde el punto de vista propio de los Municipios, las limitantes de orden institucional, la falta de proyectos viables económicamente, la falta de información clara y accesible respecto a las cuentas fiscales y la ausencia de mecanismos para realizar proyectos en forma independiente de sus ingresos genuinos y por coparticipación, llevan a que el financiamiento se realice, por medio de préstamos bancarios en algunos casos, o incrementando la deuda flotante (en su mayoría por el postergamiento de pagos a proveedores).

En este documento se llevará a cabo el estudio que permitan a los municipios ampliar los mecanismos de acceso al financiamiento privado a través del mercado de capitales, brindando soluciones prácticas que les permitan conocer y utilizar en forma sencilla la ingeniería financiera disponible. A partir del mismo se elaborará un *Manual de Procedimientos para la emisión y colocación de títulos de deuda municipal en los mercados de capitales*.

Sin duda, en la actualidad muchos Municipios enfrentan problemas que pueden considerarse como barreras para acceder al Mercado de Capitales. Para ello, el resultado de este estudio permitirá conocer

cuáles son las exigencias que se les plantean en el marco de una competitividad creciente para la obtención de recursos financieros. En este contexto, la opción de obtener financiamiento por parte de las comunas parece agotada en los términos tradicionales y la alternativa que se les presenta es recurrir por cuenta propia a los mercados de capitales.

Para el logro del objetivo planteado se analizarán los instrumentos financieros que ha venido utilizando el sector, pero además se hará especial hincapié en la búsqueda de nuevas herramientas de financiamiento. La globalización financiera internacional, la innovación en términos de tecnología financiera que requieren los inversores institucionales y el cambio en el esquema regulatorio de los mercados, conforman el nuevo marco de referencia en el cual se desenvuelven los mercados financieros en la actualidad.

Para la concreción del estudio, se analizará el grado de autonomía del endeudamiento de los gobiernos municipales, las limitaciones constitucionales y mecanismos de control del endeudamiento municipal de los diferentes niveles de gobierno. Asimismo, se evaluará en forma crítica las experiencias de endeudamiento realizadas por los municipios argentinos.

Por último, se realizará un estudio de los regímenes Regulatorios del mercado de capitales en la Argentina y estudio de las Instituciones del

mismo, a fin de elaborar un Manual de procedimientos para la emisión y colocación de títulos valores por parte de municipios argentinos en los mercados de capitales.

Como producto de esta propuesta metodológica se dispondrá de un esquema que permitirá a los Municipios encarar en forma sistemática y ordenada el financiamiento autosustentable de largo plazo para la inversión en infraestructura, obras y servicios públicos, y/o para mejorar las condiciones del financiamiento bancario, mediante la viabilización de mecanismos que faciliten su acceso al Mercado de Capitales.

2. ANTECEDENTES Y MARCO REGULATORIO DEL FINANCIAMIENTO MUNICIPAL

Con el fin de proponer formas alternativas de financiamiento al sector público municipal, se efectúa una síntesis de las regulaciones existentes en la materia, para llegar a comprender su estado actual y favorecer la creación de las condiciones institucionales necesarias para una mayor participación del sector en el financiamiento privado.

2.1 EL MARCO REGULATORIO DEL ENDEUDAMIENTO MUNICIPAL

Los municipios tienen autonomía para la toma de endeudamiento, pero la misma se encuentra limitada por la legislación provincial. A su vez, existe cierto tipo de restricciones a cumplimentar de orden nacional y, en un menor grupo de provincias, los municipios deben ser autorizados por la Legislatura Provincial. Por último, hay que tener en cuenta las limitaciones propias del mercado donde pretendan obtener financiamiento.

A. Limitaciones Provinciales

Las constituciones provinciales establecen, con alguna excepción, limitaciones o restricciones a la capacidad otorgada al Poder Ejecutivo para contraer deuda pública. Estas limitaciones incluyen procedimientos específicos sobre los mecanismos para autorizar al Ejecutivo a endeudarse (la exigencia de cierta mayoría especial para su autorización en la legislatura), restricciones en cuanto al destino y el

uso de los fondos (en muchas jurisdicciones subnacionales está vedado por la constitución provincial el uso del crédito para financiar gasto corriente) o limitaciones expresas sobre los montos de los servicios de la deuda (en general, los servicios de la deuda no podrán superar el 25% de las renta municipales). Sin embargo, cabe señalar que si bien a nivel constitucional estas restricciones no establecen un tope a la magnitud del endeudamiento municipal, en las leyes de presupuesto anuales se fijan límites para el uso del crédito durante el ejercicio.

Adicionalmente a las cláusulas constitucionales, en algunos regímenes las autoridades municipales deben solicitar la autorización de la legislatura provincial.

A continuación, se describen puntualmente las principales limitaciones legales al endeudamiento municipal en las distintas provincias.

Provincia de Buenos Aires

La Constitución Provincial señala en su art. 193, inciso 3, que "no podrá autorizarse empréstito alguno sobre crédito general de la municipalidad sino por ordenanza sancionada por mayoría absoluta de votos de una asamblea compuesta por los miembros del Concejo Deliberante y un número igual de mayores contribuyentes de impuestos municipales". Se requiere, además, en el caso de que se contraten empréstitos en el extranjero o se quieran enajenar o gravar los edificios municipales, autorización legislativa. Además dice que "en ningún caso puede sancionarse una

ordenanza de esta clase cuando el total de los servicios de amortización e intereses afecte más del 25% de los recursos ordinarios de la municipalidad".

En el inciso 4 del citado artículo se aclara que "el crédito deberá aplicarse a obras señaladas de mejoramiento o para casos eventuales, no pudiendo aplicarse los fondos a otro objeto que el indicado". El inciso 5 sostiene que "las enajenaciones sólo podrán hacerse en remate público".

La Ley Orgánica Municipal (1989), establece en su art. 46 que "la contratación de empréstitos deberá ser autorizada por ordenanza sancionada en la forma determinada por la Constitución y deberá destinarse a Obras de Mantenimiento e interés público, casos de fuerza mayor o fortuitos, o consolidación de deuda", mientras que en el art. 47 se determina que "el Concejo debe establecer por simple mayoría un dictamen previo en el que se establezca el monto del empréstito y su plazo, el destino de los fondos, el tipo de interés, amortización y servicio anual, los recursos afectados en garantía", y la elevación del expediente al Tribunal de Cuentas para su fiscalización. Esta ley reitera en su art. 49 que "los servicios de amortización e intereses de los empréstitos que se autoricen no deben comprometer en conjunto más del 25% de los recursos ordinarios sin afectación".

La Ley Nº 11.582 (1995) por la cual se modificó la Ley Orgánica de Municipalidades, agrega que sólo "se podrán autorizar créditos suplementarios utilizando los siguientes recursos: superávit de ejercicios anteriores, excedente de recaudación del total calculado para el ejercicio en concepto de recursos ordinarios no afectados, la suma que se calcula percibir en función del aumento o creación de tributos, o las mayores

participaciones de la Provincia o de la Nación comunicadas y no consideradas en el cálculo de recursos vigente y que corresponda al ejercicio". Esto implica que "el Consejo Deliberante no deberá autorizar presupuestos proyectados con déficit ni sancionar ordenanzas de crédito suplementario no financiadas en la forma que se indicó".

Provincia de Catamarca

La Constitución Provincial (1988) aclara que "los empréstitos y operaciones de créditos deben aplicarse a obras y servicios públicos", no pudiendo invertirse en gastos ordinarios de la administración". Determina asimismo que "la contratación de empréstitos estará a cargo del Gobierno Municipal", y debe contar con la aprobación del HCD.

La Ley Orgánica de Municipios y Régimen Comunal N° 4640 (1991) establece en su art. 55 que "las municipalidades podrán establecer con la previa autorización del Consejo Deliberante" tributos y empréstitos, en tanto el inciso 3) aclara que "los empréstitos no podrán comprometer en ningún caso más del 25% de la renta municipal" reiterando que no podrán ser invertidos en gastos ordinarios de administración.

Provincia de Córdoba

La Constitución Provincial (1987) sostiene en su art. 189 que "las municipalidades pueden contraer empréstitos para obras públicas o conversión de la deuda ya existente, a tal fin destinan un fondo de amortización, al que no puede darse otra aplicación". Aclara que "el servicio de la totalidad de los empréstitos no debe comprometer más de la quinta parte de los recursos del ejercicio".

De acuerdo a la Ley Orgánica Municipal N° 8102 (1991) en su art. 30 inciso 25, es atribución del Consejo Deliberante autorizar, "con el voto de las dos terceras partes de los miembros presentes, la contratación de empréstitos", aclarando que "el servicio de la totalidad de las amortizaciones de capital e intereses no deberá comprometer más de la quinta parte de la renta municipal anual" (De acuerdo a este art. "se entiende por renta municipal todo ingreso no afectado a un fin específico").

Provincia de Corrientes

La Constitución sostiene en su artículo 163, inciso 6, que "los municipios de primera y segunda categoría pueden contraer empréstitos y realizar operaciones de créditos exclusivamente para un fin y un objeto determinado, aclarando que no podrán ser utilizados para equilibrar los gastos ordinarios de la administración". Puntualiza asimismo que "se requiere para la contratación de cualquier empréstito el voto de los dos tercios de la totalidad de los miembros del cuerpo, y que los servicios de amortización e intereses no podrán comprometer más del 25 % de los recursos ordinarios".

De acuerdo a la Ley de Municipalidades N° 2498 (1985), en su art. 51 inciso 38 es atribución del Concejo Deliberante "autorizar la contratación de empréstito, con la limitación de lo establecido en la Constitución Provincial y previa autorización legislativa". Aclara que, "en cada caso, deberá proveerse a la formación de un fondo especial de amortización, que no podrá distraerse para otro destino".

Provincia del Chaco

La Constitución sostiene en su artículo 205 inciso 4, que es atribución de los concejos de los municipios "autorizar al intendente a contraer empréstitos y realizar otras operaciones de crédito para la atención de obras y servicios públicos, con el voto de los dos tercios de la totalidad de los miembros del cuerpo, y siempre que los servicios de amortización e intereses no afecten más del 20% de los recursos ordinarios".

La Ley Orgánica Municipal N° 4233 (1995), sostiene en su artículo 60, inciso o) que es atribución del Concejo Deliberante podrá "autorizar al Intendente a contraer empréstitos y realizar otras operaciones de crédito para la atención de obras y servicios públicos, con el voto de los dos tercios de la totalidad de los miembros del Cuerpo, y siempre que los servicios de amortización e intereses no afecten más del 20 % de los recursos ordinarios".

Provincia del Chubut

La Constitución Provincial establece en su art. 233, inc. 6 que corresponde a las municipalidades y comisiones de fomento "contraer empréstitos con objeto

determinado con dos tercios de votos de los dos tercios de los miembros en ejercicio de su Cuerpo Deliberativo". Aclara además que "en ningún caso el servicio de la totalidad de los empréstitos podrá ser superior a la cuarta parte de los recursos ordinarios afectables, ni el fondo amortizante aplicarse a otros objetos".

La Ley Orgánica de Municipios N° 3098 (1988), (y su modificatoria, la Ley N° 3231), sostiene en su art. 48 que " corresponde al Concejo autorizar empréstitos destinados a : obras de mejoramiento e interés público, casos de fuerza mayor o fortuitos, y conversión de deuda, mientras el art. 49 dice que "para autorizar empréstitos el Concejo deberá consultar sobre la posibilidad del gasto a la comisión interna competente. Producido el informe favorable, sancionará una Ordenanza que determine el compromiso a realizarse y la imputación preventiva del gasto por parte del Departamento Ejecutivo".

El art. 50 establece que "cumplidos los trámites establecidos en el artículo anterior, el Concejo quedará facultado para sancionar la Ordenanza que autorice el empréstito, la que necesitará para su aprobación los dos tercios de votos de los miembros en ejercicio". Este artículo agrega que "los servicios de amortización e intereses de los empréstitos que se autoricen no deberán comprometer, en conjunto, más del 25% de los recursos ordinarios afectables".

Provincia de Entre Ríos

De acuerdo a la Constitución Provincial en su art. 195 inciso 4 g), corresponde a las municipalidades "contraer empréstitos con objetos determinados, con dos tercios de

los votos de la totalidad de los miembros del Consejo". Agrega que "en ningún caso el servicio de la totalidad de los empréstitos podrá comprometer más de la cuarta parte de la renta, ni el fondo amortizante aplicarse a otros objetos".

La Ley Orgánica Municipal N° 3001 (1983), en su art. 11, inciso 7) h (y modificada por la Ley N° 5693) confirma que es atribución de las corporaciones municipales "contraer empréstitos con fines determinados, con dos tercios de votos de la totalidad de los miembros del Consejo o Juntas", aclarando que "en ningún caso el servicio de la totalidad de los empréstitos podrá comprometer más de la cuarta parte de la renta, ni el fondo amortizante dedicarse a otros objetos". Esta Ley reitera en su art. 105, inciso b), que "se requiere el voto favorable de las dos terceras partes de la totalidad de los miembros del Consejo para contraer empréstitos".

Provincia de Formosa

La Constitución provincial establece en su art. 178 inciso 7, que "son recursos propios del municipio los empréstitos locales o de fuera de la Provincia; estos últimos con acuerdo de la Legislatura". A continuación aclara que "ningún empréstito podrá gestionarse sobre el crédito general del municipio cuando el total de los servicios de amortización e intereses comprometan más del 25% de los recursos ordinarios afectados".

La Ley Orgánica Municipal N° 1028 (1992) sostiene en su art. 52 que "la contratación de empréstitos deberá ser autorizada por ordenanza de acuerdo con lo establecido en la Constitución Provincial, y serán destinados a obras de mejoramiento

institucional, equipamiento, y de interés público. Para la autorización de empréstitos el Concejo requerirá informe técnico sobre las posibilidades del gasto del Departamento Ejecutivo".

El art. 53 de la mencionada Ley dice que "previo a la sanción de la ordenanza de contratación de empréstitos, el Concejo por simple mayoría sancionará una ordenanza preparatoria que establezca el monto del empréstito y su plazo, el destino que se dará a los fondos, el tipo de interés, amortizaciones y servicio anual, la emisión de los títulos, los recursos que se afectarán en garantía del servicio anual, y las consideraciones referentes a las posibilidades financieras de la comuna (...)".

Esta Ley reitera en su art. 55 que "los servicios de amortización e intereses (...) no deben comprometer en conjunto más del 25 % de los recursos ordinarios afectados", mientras que en su art. 57 repite que "cuando se trate de la contratación de empréstitos fuera de la Provincia se requerirá acuerdo de la Legislatura". Finalmente, el art. 58 aclara que el Tribunal de Cuentas fiscalizará el procedimiento.

Provincia de Jujuy

De acuerdo a lo establecido en la Constitución Provincial en su art. 193, inc. 1, "los empréstitos serán destinados exclusivamente a la atención de obras o servicios públicos y de emergencias graves", mientras el inciso 2 dice que "en todo empréstito deberá establecerse su monto, plazo, destino, tasa de interés, servicios de amortización y los recursos que se afectaron en garantía".

Los incisos 3 y 4 establecen que "los servicios de amortización por capital e intereses no deberán comprometer, en conjunto, más del 20 % de las rentas o recursos que no estuviesen destinados al cumplimiento de finalidades específicas", y que " todo empréstito requerirá los dos tercios de votos de la totalidad de los miembros del Concejo Deliberante y la autorización previa de la Legislatura".

La Ley N° 4466 (1989), modificatoria de la Ley Orgánica de Municipios sostiene en su art. 116, inciso g) que corresponde al Concejo "autorizar al Departamento Ejecutivo para la realización de operaciones de créditos destinados a financiar obras o servicios públicos (incluidos en el plan y en el presupuesto), a la atención de situaciones de emergencia o a la consolidación de la deuda, salvo que se trate de un empréstito , en cuyo caso se observará lo sostenido por la Constitución de la Provincia (art. 193)".

Provincia de La Pampa

La Constitución Provincial sostiene en su art. 123 inciso 3 que es atribución de los municipios "contraer empréstitos".

La Ley Orgánica de Municipalidades y Comisiones de Fomento N° 1597 (1994) sostiene en su art. 85 que "la contratación de empréstitos deberá ser autorizada por ordenanza dictada con el voto afirmativo de los dos tercios de la totalidad de los miembros del Concejo Deliberativo y de acuerdo a lo establecido en el artículo 123, inciso 3 de la Constitución Provincial".

El art. 86 aclara que "previo a la sanción de la ordenanza de la contratación del empréstito, el Concejo Deliberante producirá un informe que establezca: el monto del empréstito y su plazo de cumplimiento, el destino que se le dará a los fondos, el tipo de interés, amortización y servicio anual que no podrá comprometer en conjunto más del 25% de las rentas ordinarias de la Municipalidad, los recursos que se afectan en calidad de garantía del servicio anual, y la elevación de los antecedentes pertinentes de una Comisión Especial integrada por miembros del Concejo Deliberante, que podrá requerir los dictámenes técnicos que estime necesarios a efectos de pronunciarse sobre la legalidad de la operación y las posibilidades financieras de la Comuna".

El art. 87 establece que "producido el informe a que hace referencia el artículo anterior, se remitirá copia del mismo a la Comisión designada, juntamente con los siguientes dictámenes técnicos: resultados de la recaudación ordinaria del ejercicio anterior, importe de las tasas retribuidas de servicios públicos, fondos para caminos y otros recursos afectados que forman parte de aquella recaudación ordinaria, y el monto de deuda consolidada que la comuna tenga ya contraída e importe de los servicios de la misma". El art. 89 dice que "cuando se trate de contratación de empréstitos a suscribirse con organismos públicos o privados extranjeros, se requerirá además autorización por Ley de la Provincia y todo conforme a la legislación nacional".

Provincia de La Rioja

La Constitución sostiene en su art. 154 que "los municipios tienen autonomía institucional, política y administrativa. Las funciones que esta Constitución les reconoce no podrán ser limitadas por ley ni autoridad alguna. Deberán dictar su propia carta orgánica a cuyos fines convocarán a una convención municipal".

A los efectos de conocer las disposiciones específicas de endeudamiento para cada municipio, deberá consultarse la Carta Orgánica de cada uno de ellos, que de acuerdo al art. 157 "establecerá la estructura funcional del municipio, conforme a los requerimientos del departamento, contemplando los aspectos de educación, salud pública, gobierno y cultura, hacienda, obras y servicios públicos, acción social y fiscalía municipal.

Provincia de Mendoza

La Constitución Provincial establece, en su art. 202, inciso 3 que "no se podrá contraer empréstitos, ni enajenar ni gravar los edificios destinados a servicios públicos municipales, sin autorización previa de la legislatura". El inciso 4 sostiene que "siempre que se haga uso del crédito para obras señaladas de mantenimiento o para casos eventuales se votará una suma anual para el servicio de la deuda, no pudiendo aplicarse los fondos a otro objeto que el indicado".

La Ley Orgánica de Municipalidades N° 1079 (1987) establece en el art. 73. inciso 6 que corresponde al Concejo en el ramo de Hacienda "solicitar de la Legislatura la autorización necesaria para contraer empréstitos con emisión de títulos, certificados de bonos, ya sea para obtención de fondos, consolidar deudas flotantes o ejecución

de obras nuevas". Aclara que "en todo caso, el servicio anual de los empréstitos y deuda consolidada de las Municipalidades no podrá exceder del 20% de su renta total, debiendo destinar un fondo amortizante constituido por rentas especiales que no podrá ser distraído para otros objetos, ni durará más tiempo que el que se emplea en redimir la deuda". Finalmente establece que "estas resoluciones sólo podrán adoptarse por dos tercios de los miembros que componen el Concejo".

El art. 73 inciso 7 sostiene que el Concejo Deliberante tiene la función de "autorizar expresamente a la Intendencia para suscribir pagarés o documentos de crédito por gastos autorizados en el presupuesto dentro de las partidas y fondos de éste y por un plazo que no exceda de su ejercicio. Los documentos que se suscriban sin la previa y expresa autorización del Concejo no obligarán a la Municipalidad y serán la causa suficiente para la remoción de los funcionarios que la autoricen y la suscriban".

Provincia de Misiones

Según la Constitución provincial en su art. 171, inciso 6, es atribución de los municipios "contraer empréstitos para obras señaladas de mejoramiento, con dos tercios de votos de la totalidad de los miembros del Concejo". Aclara que "en ningún caso el servicio de la totalidad de los empréstitos podrá comprometer más de la cuarta parte de la renta, ni el fondo amortizante aplicarse a otros fines".

De acuerdo a la Ley Orgánica de Municipios N° 257 (1964, modificatoria de la Ley N° 23), en su art. 45, "la contratación de empréstitos deberá ser autorizada por ordenanza de acuerdo a lo establecido en el art. 171, inciso 6 de la Constitución, y

serán destinadas exclusivamente a obras de mejoramiento e interés público". El art. 46 establece que "previo a la sanción de la ordenanza de contratación de empréstitos, el Concejo por simple mayoría sancionará una ordenanza preparatoria que establezca: el monto del empréstito y su plazo, el destino que se dará a los fondos, el tipo de interés, amortización y servicios anuales, los recursos que se afectarán en garantía del servicio anual, y la elevación del expediente al Tribunal de Cuentas". El art. 48 establece que "los servicios de amortización e intereses de los empréstitos que se autoricen no deben comprometer, en conjunto, más del 25% de las rentas". El art. 50 aclara que "cuando se trate de contratación de empréstitos en el extranjero se requerirá, además, autorización por Ley de la Provincia".

Provincia del Neuquén

De acuerdo a la Constitución provincial en su art. 204, inciso d) es atribución de los municipios con arreglo a las disposiciones de las Cartas Orgánicas "contratar empréstitos locales o dentro del país, con acuerdo de la Legislatura. Los empréstitos tendrán un fin y un objeto determinado, no pudiendo ser autorizados para equilibrar los gastos ordinarios de la administración. En ningún caso la totalidad de los servicios de los empréstitos comprometerá más de la cuarta parte de las rentas del municipio, ni el numerario obtenido de los mismo podrá ser aplicado a otros destinos que los determinados por la ordenanza respectiva".

La Ley Orgánica de Municipios N° 53 (1977) sostiene en su art. 18 que "los empréstitos municipales sólo podrán tener los siguientes fines: obras de mejoramiento o interés público, casos de fuerza mayor o fortuitos, o consolidación de deuda", mientras que

en su art. 19 se establece que "previo a la sanción de la ordenanza de contratación de empréstito el Concejo Deliberante o la Comisión Municipal pedirá dictamen a la Comisión Interna". Establece la necesidad de una ordenanza preparatoria que "establezca el monto del empréstito y su plazo, el destino que se dará a los fondos, el tipo de interés, amortización y servicio anual, los recursos que se afectarán en garantía del servicio anual, y la elevación del expediente al Tribunal de Cuentas". El art. 21 sostiene que una vez autorizada, la ordenanza definitiva de contratación del empréstito, se deberá incorporar a la misma "la partida necesaria para el pago del servicio de amortización e intereses del empréstito". El art. 22 establece que "los servicios de amortización e intereses de los empréstitos que se autoricen no deben sobrepasar, en conjunto, más del 25% de los recursos ordinarios afectables (todos los que no estén destinados por Ley u ordenanza al cumplimiento de finalidades especiales)".

Provincia de Río Negro

De acuerdo a la Constitución en su art. 229, inciso 7, el municipio tiene la facultad de contraer "empréstitos con destino determinado, previa aprobación con el voto de los dos tercios de su cuerpo deliberativo. En ningún caso los servicios de la totalidad de los empréstitos pueden afectar más del 25% de los recursos anuales ordinarios".

Según la Ley Orgánica de Municipios N° 2353 (1989) en su art. 39, inciso i) corresponde al Concejo Deliberante de los municipios "aprobar, con el voto de las dos terceras partes de sus miembros, la contratación de empréstitos con destino determinado, designando un fondo amortizante al que no podrá darse otra aplicación".

Provincia de Salta

La Constitución Provincial sostiene en su art. 169 inciso 7º establece que es recurso propio de los municipios la Coparticipación en los Impuestos que recaude la Nación o la Provincia. El artículo 170 inciso 5, dispone que compete a los municipios "contraer empréstitos con fines determinados, con la aprobación de los dos tercios de votos de la totalidad de los miembros del Concejo Deliberante". Aclara que "en ningún caso el servicio para el pago de empréstitos puede exceder la cuarta parte de las rentas municipales, ni la previsión financiera para tal objeto aplicarse a otro fin".

De acuerdo a la Ley Orgánica de Municipios N° 1349 (modificada por las leyes N° 5.814 y N° 6.133), en su art. 21, inciso 22, es atribución del Concejo Deliberante "autorizar a los intendentes para contraer empréstitos, los que en ningún caso podrán gravar más de la tercera parte de la renta de los municipios, y para vender y gravar los bienes de propiedad municipal, con la correspondiente autorización legislativa, debiendo en tales casos sancionarse la ordenanza correspondiente con dos tercios de votos".

La Ley de Coparticipación de Impuestos de los Municipios N° 6.832, en su artículo 1º fija en un TRES POR CIENTO (3%) del total de los ingresos que cada Municipio de la Provincia, resultantes de la aplicación de las Leyes N° 5.082, 6.438 y 6.612, y sus respectivas modificatorias, las sumas que dichos Municipios podrán afectar a los gastos totales de sus respectivos Consejos Deliberantes.

Provincia de San Juan

La Constitución Provincial establece en su art. 241 que "los municipios de primera categoría dictarán su propia Carta Municipal , sin más limitaciones que las contenidas en esta Constitución", mientras que en el art. 247 "se reconoce autonomía política administrativa y financiera a todos los municipios, los de Primera Categoría tienen además autonomía institucional. Todos los municipios ejercen sus funciones con independencia de todo otro poder".

Por lo tanto, para ver las disposiciones específicas para endeudamiento es necesario ver cada una de las Cartas Orgánicas. El marco general, dado en el art. 251, inciso 3 sostiene que es atribución de los municipios "contraer empréstitos con objeto determinado, con dos tercios de votos de los miembros en ejercicio de su cuerpo deliberativo. En ningún caso el servicio de la totalidad de los empréstitos puede ser superior al 25% de los ingresos ordinarios afectables".

La Ley Orgánica de Municipios N° 6289 (1992) establece en su art. 56 que "la contratación de empréstitos deberá ser autorizada por Ordenanzas sancionadas con los dos tercios de votos de la totalidad de los miembros del Concejo". Aclara que "se podrá contraer empréstitos para ser destinados exclusivamente a obras de mejoramiento e interés público, casos fortuitos o de fuerza mayor, y conversión de deuda". El art. 58 sostiene que "los servicios de amortización de los empréstitos que se autoricen no deben comprometer, en su conjunto, más del 25% de los recursos ordinarios afectables".

Provincia de San Luis

De acuerdo a lo que sostiene la Constitución Provincial en su art. 258 inciso 12, es atribución del Concejo Deliberante "la contratación de empréstitos y realización de operaciones de crédito para un fin u objeto determinado, los que no pueden ser contraídos para equilibrar los gastos ordinarios de la administración". Aclara que "la autorización requiere el voto de los dos tercios del total de los miembros del Concejo Deliberante", y que "los servicios de amortización e intereses no debe superar el 25% de los recursos ordinarios".

La Ley de municipios N° 1213 (1961), modificada por la Ley 2159, sostiene en su art. 18, inciso 20, que es atribución del Concejo Deliberante "contraer préstamos hasta la cantidad de diez mil pesos debiendo destinar un fondo especial amortizante que no podrá ser distraído a otros objetos". Aclara que "esta resolución sólo podrá adoptarse por dos tercios de votos de la totalidad de los miembros del Concejo".

Provincia de Santa Cruz

De acuerdo a la Constitución, en su art. 150, inciso 9, el municipio tendrá la competencia de "contraer empréstitos con único destino a obras públicas, con las limitaciones y recaudos que establezca la ley".

De acuerdo con esto, la Ley de Municipalidades N° 55 (1961), sostiene en su art. 47 inciso 4 h) que el Concejo Deliberante tendrá la propiedad de "contratar empréstitos con destino a obra pública".

Provincia de Santa Fe

La Ley Orgánica de las Municipalidades N° 2756 sostiene en su art. 39 inciso 20 que es función de los Concejos Municipales "autorizar, con dos tercios de votos de la totalidad de sus miembros al Departamento Ejecutivo para contraer empréstito de dinero, basado en el crédito de la Municipalidad , dentro o fuera de la Provincia, o en el extranjero, no pudiendo en ningún caso los servicios que requiera por amortización e intereses, exceder de la cuarta parte de la renta municipal".

La Ley Orgánica de las Comunas de la Provincia de Santa Fe N° 2439 (1985) establece en su art. 64 que "las comunas sólo podrán contraer empréstitos dentro o fuera de la República, sin el previo referéndum popular y una autorización especial de las Cámaras Legislativas". Aclara que "en ningún caso, el servicio de las deudas autorizadas y que hubieren de autorizarse, podrán comprometer más de la tercera parte del promedio de los cálculos de recursos ordinarios del último quinquenio".

Provincia de Santiago del Estero

La Constitución declara en su art. 220 inciso 11 que "el Concejo Deliberante podrá autorizar al departamento ejecutivo para contraer empréstitos con objeto determinado, designándose un fondo amortizante al que no podrá darse otras aplicaciones". Este artículo sostiene asimismo que " en ningún caso el servicio de la totalidad de los empréstitos podrá comprometer más de la cuarta parte de la renta municipal. La contratación de empréstitos se sancionará con dos tercios del total de miembros del Concejo de los municipios autónomos y con aprobación legislativa de

los demás municipios, teniéndose presente las restricciones que la ley vigente establece para las municipalidades autárquicas y las que en el futuro establezcan en las cartas orgánicas para los municipios autónomos, con referencia a la contratación de empréstitos y al otorgamiento de concesiones para la explotación de servicios públicos con privilegios".

Provincia de Tierra del Fuego

De acuerdo a la Constitución Provincial en su art. 173 inciso 11, la Provincia reconoce a los municipios y comunas la competencia de "contraer empréstitos con objeto determinado, con el voto afirmativo de los dos tercios de los miembros del cuerpo deliberativo . En ningún caso los servicios y la amortización del capital de la totalidad de los empréstitos podrán superar el 25 % de los empréstitos ordinarios". Aclara que "los fondos provenientes de los mismo sólo podrán destinarse a la ejecución de obras públicas, o a la atención de gastos originados por necesidades excepcionales e impostergables y nunca a enjugar déficits presupuestarios ni gastos ordinarios de la administración".

La Ley Orgánica de Municipalidades N°236 (1984) sostiene en su art. 35 inciso 26 que es facultad del Concejo Deliberante "la contratación de empréstitos, debiendo actuar en estos casos sobre la base de las siguientes reglas al iniciar las tramitaciones deberá discriminar: interés, amortización, gastos de negociación, tipo de colocación, recursos que se afectarán a tales servicios y especificar, como requisito esencial el plan de obras y servicios públicos de utilidad general en que se han de invertir los

fondos, plan que deberá contar con los estudios económicos, financieros y técnicos necesarios".

Provincia de Tucumán

De acuerdo a la Constitución en su art. 114, inciso 4, forman parte de los recursos municipales "los fondos provenientes de empréstitos, los que tendrán como objetivo específico la realización de obras públicas y la consolidación de pasivos existentes". Aclara que "la amortización de los mismos no podrá exceder el veinte por ciento de los recursos anuales totales, debiendo construirse un fondo para tal fin: sólo con autorización de la Legislatura podrá superarse ese máximo".

La Ley Orgánica de Municipios N° 5529 sostiene en su art. 24, inciso 19, que es atribución del Concejo Deliberante de cada municipio "autorizar al Departamento Ejecutivo para hacer uso del crédito, dentro de las asignaciones fijadas anualmente por la tasa de presupuesto".

La Ley Orgánica de Comunas Rurales N°5616 sostiene en su art. 9 inc. 4, que se incluyen dentro de las rentas comunales a lo producido por "los créditos que concierten".

B. El control federal sobre el endeudamiento municipal:

En la Argentina existe un control burocrático¹ sobre las operaciones de endeudamiento de los gobiernos municipales. Este tipo de control no es utilizado monopólicamente por la Argentina, sino que muchos países emplean este sistema.

Este control consiste en la formalización de un conjunto de procedimientos administrativos para el acceso al endeudamiento. Estos procedimientos involucran el cumplimiento de una serie de requerimientos que incluyen, entre otras cosas:

- presentación de información acerca del estado de las finanzas municipales
- destino de dicho financiamiento - obra pública, refinanciar deuda o financiar desequilibrios corrientes -,
- porcentaje o monto de afectación en garantía de los recursos que se afectan al repago y
- presentación de toda información que avala la legalidad de la operación sobre la base de las normas constitucionales de cada jurisdicción.

En la Argentina, el control burocrático encuentra su origen legal en la Resolución del Ministerio de Economía N° 1.075/93 (y sus modificatorias) y en la comunicación A 282 del B.C.R.A (y sus modificatorias). Por la Resolución N° 1075 el Ministerio de Economía de la Nación tiene la función de supervisar, coordinar y monitorear el endeudamiento

¹ Según clasificación del Fondo Monetario Internacional (Ver Ter Minassian)

subnacional en moneda extranjera. Por su parte, la comunicación A 282 del BCRA prohíbe a la banca privada supervisada por él, el otorgamiento de créditos al sector público con la única excepción - que en los hechos resulta la regla- que la operación haya sido autorizada por el Ministerio de Economía de la Nación.

Por su parte, para los casos de afectación de los recursos del régimen de coparticipación en garantía de endeudamiento subnacional, la Resolución mencionada establece que "los importes que correspondan a cesiones de derechos sobre impuestos coparticipables o sobre la garantía otorgada por la Nación a las Provincias que suscribieron el Pacto Fiscal aprobado por la Ley N° 24.130, serán retenidos en una cuenta especial, hasta tanto los acreedores notifiquen la revocación de dichas cesiones". Esta última facultad, en la práctica nunca ha sido utilizada.

En cumplimiento de estas normativas, las jurisdicciones que pretendan tomar créditos en moneda extranjera, deben solicitar la respectiva autorización de la operación.

Es importante mencionar que la normativa señalada no establece restricciones específicas en cuanto al grado de afectación de los recursos que las provincias y municipios pueden ceder como colateral, o respecto a topes específicos con relación a los créditos tomados, sino que la autorización constituye, en los hechos, un requisito más que los

gobiernos subnacionales deben cumplimentar para obtener un crédito en moneda extranjera.

En función de los requisitos exigidos para autorizar el endeudamiento subnacional, el gobierno federal cumple con dos roles principales: en primer lugar se asegura que la operación haya cumplimentado con todos los requisitos legales vigentes en la provincia y/o municipio, y en segundo término, se asegura que los recursos cedidos en garantía sean suficientes para cancelar los compromisos asumidos, es decir, resguarda los intereses del prestatario y de la posibilidad de default.

C. Restricciones impuestas por el mercado

Los Municipios tienen dos formas directas de acceder a financiamiento: por un lado, pueden acudir a entidades financieras solicitando préstamos; y por el otro, la emisión de títulos de deuda en el mercado de capitales.

En el caso de acudir a entidades financieras, las condiciones que pueden pactar con los mismos dependen, entre otros factores, de la posibilidad y voluntad de los Bancos a prestar dinero. Los análisis crediticios de los Bancos no sólo observan la posibilidad de repago mediante *ratios* tradicionales, sino que además deben tener en cuenta la exposición al riesgo crediticio y de los Requisitos Mínimos de Liquidez. Como el otorgamiento de créditos a municipios en general se hace con

garantía de impuestos coparticipados (federales y provinciales), se iguala de esta forma el riesgo entre ellos y con el sector Público en general, ya que los préstamos se repagan con la misma fuente de ingresos, agotando los bancos más rápidamente su capacidad prestable al sector. Es necesario por lo tanto encontrar instrumentos que diferencien los riesgos de distintos municipios o conglomerados de municipios y también que amplíen el volumen de crédito disponible para los mismos.

En el caso de buscar financiación a través de la emisión de títulos en el mercado de capitales argentino, cuyo organismo de supervisión es la Comisión Nacional de Valores (CNV), se requieren de la aprobación del organismo en el cual cotizará la emisión (i.e. Bolsa de Comercio) y de calificaciones de riesgo. El mecanismo para acceder a este tipo de financiamiento necesita de la presentación clara y transparente de las cuentas fiscales y su actualización periódica, lo que también conspira contra las emisiones de municipios de menor tamaño. Desde este punto de vista, sólo los grandes municipios con proyectos generadores de flujos de fondos tienen la posibilidad de emitir títulos de deuda.

Por otra parte, existe una fuerte limitación en cuanto a los montos emitidos. Para mejorar las posibilidades de éxito en el acceso a estos mercados de capitales es conveniente que los títulos emitidos tengan suficiente liquidez. Los montos mínimos a emitir que aseguran a los inversores cierto grado de disponibilidad de los mismos, se ubican en el

orden de los \$100 millones para el mercado local y de los \$150 a \$200 millones en el mercado internacional.

2.2. EVOLUCIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO MUNICIPAL.

Uno de los principales problemas que afrontan en la actualidad los municipios y comunas de nuestro país es la creciente necesidad de recursos financieros para atender sus funciones. Los gastos y recursos del Sector Público Municipal Consolidado representan aproximadamente el 2,6% del PBI y el 10% del Sector Público del total de país. El total de Erogaciones representó en promedio en el último quinquenio el 23% del sector público provincial, y el 24% del Total de Ingresos Provinciales.

A nivel del consolidado municipal, los Ingresos Corrientes participan, de modo significativo en la estructura del financiamiento del sector.

Como se mencionó anteriormente, los mecanismos de financiamiento más utilizados por los municipios argentinos ha sido la postergación de pagos (proveedores, aportes y contribuciones, salarios) con el consecuente incremento de la deuda flotante y, en menor medida, la toma de préstamos bancarios y la emisión de títulos voluntarios en el mercado financiero local. Este último tipo de financiamiento ha sido subutilizado por el sector, debido fundamentalmente a la escasez de

información por parte del prestamista o prestatario, ya sea por la resistencia de los municipios a brindarla o por el desincentivo de las instituciones financieras a profundizar sus esfuerzos por obtenerla sobre todo por problemas de escala.

Sólo unos pocos municipios han incursionado en los mercados voluntarios de capitales a través de la emisión de Títulos: Río Cuarto (Córdoba), Guaymallén (Mendoza) y Bariloche (Río Negro), han emitido Títulos Públicos, que en todos los casos tuvieron como destino la realización de obras públicas, y fueron colocados en el mercado en un marco de bajo endeudamiento de las jurisdicciones emisoras. Por otra parte, la Municipalidad de La Plata ha emitido Bonos de Inversión, con destino a la construcción de la infraestructura urbana del parque industrial de La Plata. Y recientemente, el Municipio de Bahía Blanca.

Las ventajas más importantes de la emisión de Títulos para financiar inversión respecto a tomar un crédito en una institución bancaria es la posibilidad de obtener mayores plazos y tasa fija, agregando certidumbre al flujo de pagos a realizar.

Los instrumentos en general han utilizado los Regímenes de Coparticipación Municipal como garantía, sin perjuicio que podrían ser emitidos basándose en mecanismos de acceso automático a los recursos propios municipales y, para el caso de obra pública, a ingresos que se generen por la obra a realizar.

Paralelamente a esta situación, el mercado de renta fija en Argentina ha registrado mayor volumen, fundamentalmente sobre la base de los títulos públicos nacionales y de algunos grandes emisores privados. Estos títulos cotizan tanto en el mercado local como internacional. En poco menos de un lustro surgieron reformas estructurales importantes, tanto en términos del marco legal, como a través del surgimiento de inversores institucionales importantes.

A. Las Finanzas Públicas municipales y las necesidades de financiamiento.

En el período fiscal 1996-1997, tanto las políticas de recursos y erogaciones llevadas adelante por el sector público municipal, como la incidencia de los recursos girados por las Provincias permitieron generar una situación fiscal superavitaria del orden del 0.4% y 0.02% del total de erogaciones, respectivamente. En tanto en el año 1998, se observa una continuidad de la tendencia que determinó un déficit para el total de municipios del orden del 1,1% del total de erogaciones.

En efecto, frente a un total de recursos que, en 1996, se posicionaba en el orden de los \$6.726 millones, los gastos comprometidos ascendieron a \$6.698 millones, redundando ello, en un resultado financiero positivo del orden de los \$28 millones. En este contexto, la brecha positiva entre Ingresos y Gastos Corrientes (Resultado Económico), posibilitó la financiación de inversiones de carácter reproductivo, entre otras, construcciones, adquisición de maquinaria y equipos y bienes preexistentes.

Análogamente, en 1997, el total de recursos ascendió a \$7.466 millones, lo que confrontado a un nivel similar de erogaciones, determinó un resultado financiero equilibrado.

El año 1998, presentó un nivel creciente tanto de recursos como de gastos, pero la mayor tasa de incremento de estos últimos, determinó a nivel consolidado un resultado financiero deficitario.

La tendencia decreciente que caracterizara al resultado financiero del consolidado de municipios evidencia, sin embargo, algunas peculiaridades de importancia respecto de la estructura de los recursos y erogaciones que lo componen. En efecto, siendo el incremento de los Ingresos Corrientes –en estos ejercicios– superior al manifestado por los Gastos Corrientes, se observa, hacia 1997-8, una mejora sustancial en el Resultado Económico, hecho que posibilitó, mayores inversiones de carácter reproductivo. El crecimiento de las erogaciones de capital es un claro indicador de esta afirmación.

Sector Municipal - En millones de \$

CONCEPTO	1.996	1.997	1.998
<i>Ingresos Corrientes</i>	6.636	7.370	7.778
Gastos Corrientes	5.896	6.348	6.704
Resultado Económico	740	1.022	1.074
Ingresos de Capital	90	96	100
Gastos de Capital	802	1.116	1.262
INGRESOS TOTALES	6.726	7.466	7.878
GASTOS TOTALES	6.698	7.464	7.966
RESULTADO FINANCIERO	28	2	-88

Fuente: Ministerio de Economía de la Nación

Esta evolución, sin embargo no impidió, la necesidad de recurrir al endeudamiento por parte del sector, tal como lo manifiesta el análisis de fuentes y aplicaciones financieras, el uso del crédito fue sumamente significativo dentro de la estructura de financiamiento de los municipios en el período analizado, hecho fundamentado, entre otros, en la necesidad de hacer frente a pagos de deuda tanto flotante como consolidada.

Al respecto y conforme la clasificación económica de recursos, los ingresos públicos municipales pueden ser agrupados –según la naturaleza de las transacciones que los originan– en tres grandes subdivisiones a saber: Ingresos Corrientes, Ingresos de Capital y Fuentes Financieras.

A nivel del consolidado municipal, son los Ingresos Corrientes los que participan de modo creciente, en la estructura del financiamiento del total de erogaciones. Ellos se originan en recursos tributarios (tanto de jurisdicción municipal como de otras jurisdicciones) y no tributarios, venta de bienes y servicios de las Administraciones Públicas, rentas de la propiedad y, finalmente, transferencias corrientes. Los Ingresos Tributarios y No tributarios son los que manifiestan una mayor importancia relativa. Los principales componentes de los Ingresos No Tributarios, son los percibidos por el cobro de tasas y derechos municipales –originados en la prestación de servicios tales como Alumbrado, Barrido y Limpieza e Inspección, Seguridad e Higiene, entre otros– y los provenientes de regalías –fundamentalmente hidrocarburíferas y/o petroleras–.

En tanto la estructura de financiamiento del sector público municipal evidencia una elevada participación de los recursos provenientes de otras jurisdicciones. En efecto, si se computan los recursos provenientes de coparticipación nacional y provincial, las regalías y los ingresos por aportes, los mismos alcanzan una participación promedio del 47.8% respecto del total de recursos percibidos por el consolidado municipal. De esta forma, aproximadamente el 50% de las erogaciones que realizan los municipios dependen, exclusivamente, de la percepción efectiva de este tipo de recursos.

En tal sentido, puede visualizarse que los recursos de origen municipal no cubren, siquiera, el total de Erogaciones Corrientes que, en promedio, han sido ejecutadas por el consolidado de municipios durante estos ejercicios, evidenciándose un incremento en el grado de dependencia.

En síntesis, el sector público municipal muestra, en términos consolidados, un resultado financiero superavitario en 1996 y en 1997 pero de menor cuantía, el que pasa a ser deficitario en 1998. Con independencia de la importancia que supone el resultado financiero, cabe señalar que el análisis de las fuentes y aplicaciones financieras demuestra que el sector municipal debió acudir a nuevo endeudamiento para cubrir los compromisos asumidos.

En efecto, un análisis tendencial del resultado financiero y sus fuentes de financiamiento marca que si bien el total de recursos superó al de erogaciones en los –ejercicios 1996 y 1997- no fue así en 1.998. La brecha positiva señalada no fue suficiente para hacer frente a la cancelación de deudas flotantes provenientes de ejercicios anteriores, hecho que redundó, consecuentemente, en la necesidad de tomar nueva deuda de idéntica naturaleza.

De esta forma, y con independencia de la reducción del stock de deuda municipal, el Uso del Crédito y la Amortización de la Deuda se constituyeron en las principales fuentes y aplicaciones financieras, participando, respectivamente, en un 55.2% y 71% del total por estos conceptos.

Asimismo, cabe destacar el importante incremento en los fondos destinados a la obra pública, que aumentan un 57% si se compara los niveles alcanzados en 1998, respecto de 1996.

B. Las Políticas de Financiamiento del Sector Público Municipal

A partir de las modificaciones introducidas en la regulación del mercado financiero local y el desarrollo del mercado de títulos públicos o bonos del Tesoro Nacional a mediados de los años '90, ha posibilitado a la mayoría de los gobiernos subnacionales la emisión de títulos públicos como una herramienta fundamental en el marco de una estrategia de saneamiento del perfil del endeudamiento.

La creciente importancia de los Títulos Públicos como instrumento de endeudamiento se enmarca en las innovaciones verificadas por las operaciones de crédito a partir de la globalización de los mercados financieros. De acuerdo con esta tendencia general, los Títulos de Deuda emitidos por los Gobiernos de Provincias y municipios constituyen una alternativa de financiamiento con una incidencia cada vez mayor sobre el total de la deuda.

El contexto de mayor liquidez internacional, sólo coyunturalmente interrumpido durante las crisis, fue indispensable para que pudiera concretarse el desarrollo de una más efectiva estrategia de financiamiento encarada por los Gobiernos Provinciales a lo que se han ido incorporando mas tímidamente los municipios.

En general el financiamiento a través de la colocación de títulos de deuda, se encuentra orientado a cumplir algunos objetivos de política central:

- » En primer lugar, esta estrategia intenta un mejoramiento del perfil de vencimientos, mediante la supresión de una concentración excesiva en el corto plazo.

- » En segundo término, de este modo se diversifican las fuentes de financiamiento y se asegura el acceso al mercado de capitales a un menor costo posible.
- » En tercer lugar, se busca aprovechar las oportunidades que brinda el desarrollo del mercado de capitales, y el posicionamiento favorable respecto de los inversores.

Es así que, en este período se destaca el aumento del volumen de los títulos emitidos por las provincias que recurrieron en este período a la utilización de este tipo de instrumento, explicado no sólo por las mayores colocaciones de las provincias que ya venían haciéndolo desde 1995 sino por la incursión de muchas de ellas a este mecanismo de financiamiento.

En efecto, el número de provincias emisoras pasó de sólo 9 en 1995 (Buenos Aires, Catamarca, Córdoba, Corrientes, Chubut, Jujuy, La Rioja, Neuquén, y Salta), a 17 en 1996 (se sumaron Chaco, Entre Ríos, Formosa, Mendoza, San Juan, Santa Cruz, Tucumán y Tierra del Fuego), y, finalmente, a un total de 21 Provincias en diciembre de 1997 (se sumaron GCBA, Misiones, y Santiago del Estero). Las provincias de La Pampa, San Luis, y Santa Fe, fueron las únicas que no hicieron uso de este tipo de financiamiento, manteniéndose este número en 1.998.

El stock de Títulos Públicos Provinciales registró un incremento del orden del 226% entre diciembre de 1995 y la misma fecha de 1998 (pasando de \$1.123,6 a \$3.639,8 millones). Este incremento en términos absolutos se vio acompañado por un paralelo aumento del peso relativo de la Deuda en Títulos. Ello fue así precisamente porque el producido de la colocación de títulos se destinó, en general, a reestructurar parte de

la deuda anterior (flotante y consolidada). El peso de los Títulos Públicos Provinciales sobre el total de la deuda provincial fue del orden del 7,3% en 1995, del 13,1 % en 1996, y del 22,8% en 1997.

Aunque el contexto internacional y los instrumentos de política económica implementados resultan factores imprescindibles a la hora de explicar cabalmente el incremento de la emisión de Títulos, éstos no pueden dar cuenta, sin embargo, del cambio cualitativo que se produjo dentro de la composición de los mismos. Para apreciar este cambio, resulta necesario reconocer dentro de los Títulos Provinciales y municipales dos grupos claramente diferenciados en lo que se refiere a su forma de inserción en el mercado: Títulos de Colocación Voluntaria o Forzosa.

1. Títulos de Colocación compulsiva o Forzosa: aquellos que, destinados en general a saldar deudas salariales o con proveedores, son entregados en forma compulsiva como medio de pago de dichas deudas. Dentro de este grupo se encuentran también aquellos títulos que se utilizan como moneda.

En general este tipo de financiamiento ha seguido las pautas de los Bonos de Consolidación del Tesoro Nacional (Bocon), ya que en general se han destinado a la consolidación de la deuda de las provincias a una fecha determinada (en muchos casos a 04/91) y las condiciones de emisión adoptadas por las provincias son similares en plazos e incluso en tasa de interés y forma de amortización, aunque en muchos casos no cotizan en bolsa.

2. emisión de Deuda Voluntaria: es aquella que se coloca a través de suscripción directa; licitación; venta en bolsas de comercio; consorcios financieros, para ser adquiridos por inversores que no están compelidos a aceptarlos.

2.3 LOS BONOS PUBLICOS MUNICIPALES

El marco general

La globalización financiera internacional, la innovación en términos de tecnología financiera que requieren los inversores institucionales y el cambio en los esquemas regulatorios de los mercados, conforman el nuevo marco de referencia en el cual se desenvuelven los mercados financieros en la actualidad.

En este contexto, la opción de obtener financiamiento por parte de las comunas parece agotada en los términos tradicionales y la alternativa que se les presenta es recurrir por cuenta propia a los mercados de capitales. A las modificaciones recientes en el marco regulatorio y a las primeras experiencias que han tenido algunas comunas del interior del país mediante la emisión de Obligaciones Municipales, debe agregarse el potencial que representan los inversores institucionales: fondos administrados por las AFJP, compañías de seguros de vida y los fondos comunes de inversión.

La **Obligación Municipal** es un valor mobiliario emitido en masa que representa un empréstito comunal, sea a corto, mediano o largo plazo. En esencia, entre el titular

de las Obligaciones Municipales y la emisora hay una relación de crédito, cuya única diferencia con el Contrato de Mutuo es que la persona del acreedor es fungible. Esto significa que, al estar la relación de crédito representada por un valor mobiliario, éste puede ser negociado en el mercado, pasando de un inversor a otro sin que el cambio de acreedor signifique una modificación del contrato de préstamo.

Las ventajas más importantes de la emisión de Obligaciones Municipales respecto a tomar un crédito en una institución bancaria son:

- » **plazo:** las O.M. podrían ser emitidas a plazos que oscilan entre dos y cinco años en el país, y hasta diez años en el exterior. Esta particularidad permite financiamiento a más largo plazo fundamentalmente para los proyectos de inversión.
- » **Monto:** generalmente los financistas (en especial los bancos) tratan de diversificar el riesgo y no comprometer en una Emisora más que un porcentaje del financiamiento total que ésta necesita. Mediante la emisión de O.M. el crédito se atomiza por medio de la simple colocación de los papeles entre diversos tenedores, de modo que la comuna emisora puede obtener en un solo trámite una masa de fondos que duplique o triplique la cantidad que un solo banco le podría ofrecer.
- » **Costo (intereses):** son inferiores, pues se da un proceso de desintermediación en el cual el título compite con las tasas pasivas (pues es colocado entre los inversores) y se rige por sus reglas, que siempre son menores a las de las tasas activas.

- » **flexibilidad de diseño:** las características de emisión son de tal diversidad que prácticamente el emisor puede hacerse de un papel adecuado estrictamente a su necesidad de financiamiento, aumentando la seguridad del pago de la obligación contraída.

En síntesis, las características de este tipo de operatoria (de mediano y largo plazo, tasas de interés por debajo de la media, entre otras) hacen de ella una opción aconsejable para los denominados préstamos de inversión -fundamentalmente obras públicas-.

No obstante, debe resaltarse que, como contraparte, estas operaciones requieren exigencias que no suele demandar el financiamiento tradicional de empréstitos (proyecto, estudio de factibilidad, calificación de riesgo, etc.).

Las principales ventajas operativas que trae aparejado el Mercado de Capitales para el negocio de la intermediación financiera son:

- » Reducción de riesgos
- » Movilización de recursos de mediano y largo plazo
- » Menor dependencia a las condiciones de liquidez de la economía
- » Mayor gravitación de los indicadores económicos (por encima de los financieros).

Dadas las características actuales del Mercado de Capitales (cuyo crecimiento en el período 1990/98 fue del 300 % acumulativo anual contra un 15 % acumulativo anual

del Mercado Financiero Tradicional), ante la necesidad de financiamiento las comunas deberían apuntar a:

- » posicionarse en el Mercado de Capitales mediante una estrategia de financiamiento a mediano y largo plazo.
- » pasar a ocupar un lugar protagónico en el desarrollo del Mercado de Capitales Regional, participando del proceso de captación y administración de capitales.
- » establecer una red de vinculaciones con los demás mercados financieros y, de esta manera, aprovechar el flujo de capitales internacionales.
- » introducir mejoras organizativas, agilizar las estructuras del municipio e incorporar nuevas tecnologías financieras.

La emisión de Títulos Públicos, instrumento de crédito crecientemente utilizado por las Provincias, no se ha convertido, hasta el momento, en una opción corriente de endeudamiento en el ámbito municipal. En efecto, al cierre del ejercicio 1998 sólo tres municipios habían emitido bonos de colocación voluntaria: Río Cuarto (Córdoba), Guaymallén (Mendoza) y Bariloche (Río Negro) y los Municipios de la Provincia de Buenos Aires que emitieron bonos de consolidación, tal como se detalla más adelante.

Montos emitidos

En Millones \$

	1996	1997	1998	1999
Río Cuarto				
Serie 1	3,00			
Serie 2		2,25		
Guaymallen				
TOG 1	1,00			
TOG 2			1,00	
TOG 3				1,00
Bariloche				
Bem A1		1,00		
BEM A2				1,00
Bem B1				4,00
Municipios Bonaerenses	68,34			
Total	72,34	3,25	1,00	6,00

1. Municipalidad de Río Cuarto (Córdoba)

Una de las experiencias realizadas a la fecha ha sido la emisión llevada adelante por la municipalidad de Río Cuarto. Sus principales características fueron las siguientes:

	Serie 1	Serie 2
Monto autorizado	3.000.000	3.000.000
Monto emitido en v.n.	3.000.000	2.250.000
Moneda	U\$\$	U\$\$
Precio de suscripción	Mín. 70% V.N.	Mín. 80% V.N.
Normas autorizantes	Ord. 514/93, 731 y 737/94	Ord. 187/96
Fecha de emisión	9/94	? 6/97
Tasa de interés	Trimestral: 1 al 4 : 10%, 5 al 8: 10,5% y resto 11%	Trimestral: 1 al 4 : 10%, 5 al 8: 10,5% y resto 11%
Fecha de vencimiento	9/97	6/00
Amortización	En 5 Cuotas crecientes, del 10%, 15%, 20%, 25% y 30%	En 5 Cuotas crecientes, del 10%, 15%, 20%, 25% y 30%
Gracia	360 días	360 días
Destino	Obra publica	Rescate serie 1 y O. Pública
Organizador	Banco de la Pcia . de Córdoba	Córdoba bursátil
Garantía	15% de Coparticipación Pcial..	15% de Coparticipación Pcial..
Calificación	S/c	S/c

Garantía: Las Obligaciones Municipales fueron afianzadas con los recursos provenientes del 15% de los fondos coparticipables que le correspondan al Municipio. A tal efecto, se creó un Fondo de garantía a los fines de asegurar los fondos necesarios para hacer efectivo los pagos de renta y amortización emergentes de las O.M.

Precancelación: el municipio se reservó el derecho a rescatar parcial o totalmente en forma anticipada las Obligaciones Municipales en las siguientes condiciones: a) parcialmente, en cualquier momento después del primer año contado desde la

finalización del período de suscripción y hasta el noventa % del monto total de la emisión; b) totalmente, en cualquier momento a partir de los dos años contados desde la finalización del período de suscripción.

El o los rescates anticipados deberán efectuarse al 100 % de su valor nominal, debiendo el Banco dar aviso previo a los Obligacionistas mediante publicación de tres días en el Boletín Oficial de la Provincia y en un diario de circulación general, con una anticipación mínima de treinta días corridos a la fecha de inicio del rescate en el que se pondrán a disposición de los Obligacionistas los importes correspondientes al capital e intereses devengados hasta la fecha de rescate.

2. Municipio de Guaymallén (Mendoza)

El municipio de Guaymallén ha emitido un Bono (Título de Obras Públicas Municipales de Guaymallén, T.O.G.), en tres series, por hasta un monto autorizado de \$3 millones. En lo que se refiere a su destino, cabe señalar que los fondos se aplican a la construcción de obras públicas reembolsables (cordones, cunetas, banquetas y alcantarillas).

Las condiciones de la emisión global fueron las siguientes:

	TOG 1	TOG 2	TOG 3
Monto autorizado	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Monto emitido en v.n.	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Moneda	U\$S	U\$S	U\$S
Precio de suscripción	A la par	A la par	A la par
Normas autorizantes	Ord. N° 4429/97 y N° 4259/96	Ord. N° 4429/97 y N° 4259/96	Ord. N° 4429/97 y N° 4259/96
Fecha de emisión	18/12/96	19/03/98	05/08/99
Tasa de interés	Fija 10%	Fija 9,5%	Fija 11,5%
Fecha de vencimiento	31/7/99	31/7/99	31/03/01
Amortización	5 cuotas de 20%	2 cuotas de 50%	5 cuotas de 20%
Gracia	-	-	-
Destino	Obra Pública	Obra Pública	Obra Pública
Organizador			
Garantía	Fideicomiso bote 3	Fideicomiso bote 3	Fideicomiso PRE 2
Calificación	Aaa	Aaa	Aaa
Calificadora	Standard & Poor's y Magister Bank	Standard & Poor's y Magister Bank	Standard & Poor's y Magister Bank

Garantía TOG 1: El Municipio ha transmitido en fideicomiso (en el marco de la ley N° 24.441) la propiedad fiduciaria de Bonos del Tesoro Serie tres (BOTE 3), por un valor residual de U\$S1.100.028, a la Caja de Valores S.A., que pagará a los Obligacionistas los servicios del TOG 1.

Garantía TOG 2: El Municipio ha transmitido en fideicomiso (en el marco de la ley N° 24.441) la propiedad fiduciaria de Bonos del Tesoro Serie tres (BOTE 3), por un valor

residual de U\$S 1.260.840, a la Caja de Valores S.A., que pagará a los Obligacionistas los servicios del TOG 1.

Garantía TOG 3: El Municipio ha transmitido en fideicomiso (en el marco de la ley N° 24.441) la propiedad fiduciaria de Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en U\$S Primera Serie (PRE 2), por un valor residual de U\$S 964.918,40, a la Caja de Valores S.A., que pagará a los Obligacionistas los servicios del TOG 1.

3. Municipalidad de Bariloche (Río Negro)

Este municipio ha emitido los "Títulos B.E.M" (Bariloche Emprendimientos y Mejoras), cuyo monto autorizado es de hasta u\$s 6 millones. En febrero de 1997, el municipio colocó la primer serie BEM A1 por U\$S 1 millón, mientras que en mayo del presente año fueron colocadas la segunda serie BEM A2 por U\$S 1 millón y la tercera serie BEM B1 por U\$S 4 millones.

El único destino previsto de este instrumento de financiamiento es la refinanciación de obras públicas específicas, y los B.E.M. tienen un plazo de vencimiento de tres años para cada serie, su amortización es semestral y devengan intereses a una tasa del 12,5% anual.

	BEM A1	BEM A2	BEM B1
Monto autorizado	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Monto emitido en v.n.	1.000.000	1.000.000	4.000.000
Moneda	U\$S	U\$S	U\$S
Precio de suscripción	à	A la par	A la par
Normas autorizantes	Ord. N° 550, 578 y 79/96	Ord. N° 550, 578 y 79/96	Ord. N° 550, 578 y 79/96
Fecha de emisión	02/97	05/99	05/99
Tasa de interés	Fija 12,50% anual	Fija 12,50% anual	Fija 12,50% anual
Fecha de vencimiento	02/00	05/02	05/02
Amortización	6 cuotas semestrales iguales	6 cuotas semestrales iguales	6 cuotas semestrales iguales
Gracia	--	--	--
Destino	Obra publica	Obra publica	Obra publica
Organizador	Bansud s.a.	Bansud s.a.	Bansud s.a.
Garantía	1) Contribución de mejoras, 2) Fondo de Reserva por U\$S 1.000.000 y 3) coparticipacion provincial	1) Contribución de mejoras, 2) Fondo de Reserva por U\$S 1.000.000 y 3) coparticipacion provincial	1) Contribución de mejoras, 2) Fondo de Reserva por U\$S 1.000.000 y 3) coparticipacion provincial
Calificación	Bbb	Bbb	Bbb
Calificadora	Standard & Poor's	Standard & Poor's	Standard & Poor's

Garantía: Todas las series de los Títulos BEM estarán garantizados en:

- a) primer grado de prelación: por la cesión en fideicomiso del crédito del Municipio por la Contribución de Mejoras, incluidos los intereses y la multa por falta de pago

por parte de los contribuyentes. Los importes recaudados por éste concepto integrarán el Fondo de Repago.

- b) Segundo grado de prelación: por la suma de U\$S 1 millón que el Municipio transferirá en fideicomiso para que dicho importe constituya el Fondo de Reserva.
- c) Tercer grado de prelación: por el Tesoro Municipal, mediante la cesión en garantía de los importes que el Municipio reciba en concepto de Coparticipación Provincial.

Los B.E.M cotizan en la Bolsa de Buenos Aires y en la Bolsa de Comercio de Córdoba, y tienen como Tribunal de Aplicación al de Buenos Aires.

4. Municipios Bonaerenses

a. Bonos de Saneamiento Financiero Municipal

Ley N° 11.756 (de saneamiento financiero).

Por esta Ley, se declara de interés prioritario en el ámbito de las Municipalidades de la provincia de Buenos Aires, el saneamiento financiero de las mismas. El objetivo es la consolidación de deudas vencidas, que comprende las obligaciones de las Municipalidades así como sus Organismos descentralizados y autárquicos, **con excepción de las Municipalidades de San Martín, Morón, Esteban Echeverría, General Sarmiento y Magdalena.**

Los acreedores pudrían optar por recibir el importe de su crédito en certificados de Cancelación de Deuda Municipal, los que fueron emitidos por cada Municipio, sujetos a las siguientes condiciones:

Plazo: 8 años

Moneda: Pesos

Amortización de Capital: 16 cuotas iguales, semestrales y consecutivas, venciendo la primera de ellas el 30/9/96.

Interés: en servicios semestrales, determinados sobre saldos a la tasa de interés promedio de Caja de Ahorro Común en pesos que publique el BCRA.

Ley N° 11.752 (en Moneda Nacional y en Dólares Estadounidenses).

Por esta Ley se autorizó la emisión de los Bonos de Saneamiento financiero. En este sentido, el artículo N° 12 expresa: "Consolidase las obligaciones vencidas o de causa o título anterior al 10 de diciembre correspondiente a los Municipios de San Vicente, Morón, Esteban Echeverría, General Sarmiento y Magdalena..."

Las obligaciones a consolidar son las siguientes: deudas corrientes vencidas o no, controversias judiciales o administrativas conforme a la Leyes u Ordenanzas vigentes, obligaciones accesorias de una consolidada, cuando el Municipio hubiere reconocido el crédito.

En cuanto a las condiciones de emisión se puede destacar:

Fecha de emisión: 11 de Marzo de 1996 según lo establecido por el Decreto N°689/96.

Monto: De acuerdo al anexo I de la Ley N° 11.752 el monto de emisión no podrá superar el equivalente al (80%) del cálculo de recursos del Municipio respectivo.

Plazo: 16 años con 6 meses de gracia.

Amortización: en 31 cuotas semestrales y consecutivas, equivalentes las 30 primeras al 3,23% y una última al 3,10% contadas a partir del plazo de gracia.

Garantía: aval otorgado por los recursos de coparticipación municipal, a tal efecto la Contaduría General de la Provincia está facultada a retener los importes necesarios.

B. Bonos de inversión

Con destino a la construcción de la infraestructura urbana del parque industrial de La Plata, la municipalidad de esa ciudad emitió los "bonos de inversión parque industrial de La Plata", cuyas principales condiciones son:

Fecha de emisión: 19 de septiembre de 1994.

Monto: Dólares 3,5 millones.

Plazo: 3 años con 12 meses de gracia.

Amortización: en 8 cuotas cuatrimestrales, la primera del 14,2% del capital, y las restantes del 14,3%, contadas a partir del plazo de gracia.

Garantía: cesión de los ingresos de la coparticipación provincial correspondientes al municipio.

Tasa: 10% nominal anual.

En el cuadro siguiente, se detallan las condiciones particulares de las emisiones realizadas, en el marco de la ley N°11.752, por los municipios bonaerenses:

En miles de \$

MUNICIPIOS	MONEDA	MONTO EMITIDO	TASA
Bonos de Inversión			
La Plata- Serie I	U\$S	3.500	10%
La Plata- Serie II			
Bonos de Saneamiento Financiero - Ley N° 11.752			
E. Echeverría. Serie I	\$	19.200	Caja de Ahorro BCRA
E. Echeverría. Serie I	U\$S	4.577,8	Libor 180 días
Ezeiza. Serie I	\$	7.700	Caja de Ahorro BCRA
Ezeiza. Serie I	U\$S	1.432,9	Libor 180 días
Hurlingham. Serie I	\$		Caja de Ahorro BCRA
Ituzaingó. Serie I	U\$S	3.965,3	Libor 180 días
José C. Paz. Serie I	U\$S	3.818,1	Libor 180 días
José C. Paz. Serie I	\$		Caja de Ahorro BCRA
Malvinas Argentinas.	U\$S	6.190,4	Libor 180 días
Malvinas Argentinas.	\$	105,4	Caja de Ahorro BCRA
Morón.	U\$S	10.701,8	Libor 180 días
San Miguel	U\$S	10.644,9	Libor 180 días

4. Municipios de Tucumán

Por ley N° 6.824 se autoriza a las municipalidades del interior de la provincia a emitir un título por hasta la suma de U\$S 50 millones. el título, denominado "bono municipal de la provincia de Tucumán", garantizado por la provincia del Tucumán, no fue

colocado entre el público inversor, sino que fue utilizado por las jurisdicciones municipales para la cancelación de deudas.

Para su repago se retiene la coparticipación de los municipios que han emitido esos bonos.

Las condiciones bajo las cuales se emitieron son las siguientes:

Monto: U\$\$ hasta 50 millones para el conjunto de municipios.

Plazo: 10 años

Tasa: fija del 3% nominal anual

Fecha de emisión: 15 de setiembre de 1997

Amortización: trimestral, 40 cuotas iguales.

2.4 SINTESIS PRELIMINAR

La evolución de los mercados de capitales previa a la crisis asiática, permitió a tres municipios del país una alternativa de financiamiento novedosa para muchos de ellos.

En el período analizado en este trabajo se han observado mejoras en las condiciones obtenidas por los gobiernos subnacionales, tales como caída en un punto promedio de la tasa de interés (1996-97) a la que colocaron bonos y una extensión de los plazos: los títulos tienen un plazo promedio superior a los 7 años.

Pero cada una de las crisis (asiática, devaluación de la moneda rusa y brasileña), ha traído consecuencias para la evaluación de los títulos argentinos, complicando el acceso a los mercados internacionales de los tres niveles de Gobierno.

No obstante estas complicaciones coyunturales, se observa que el proceso iniciado por unos pocos municipios (de reconversión de sus instrumentos de financiamiento) es sostenido e irreversible, con ventajas para ellos ya que el mayor atractivo de los títulos es la posibilidad de establecer un programa de pagos periódicos a sus tenedores.

A los Municipios que incursionan en este mecanismo se les exige, no sólo un manejo ordenado y responsable de las decisiones de endeudamiento y de la capacidad de repago para resguardar el crédito de la Nación (en todos sus niveles), sino también un control exhaustivo de todos los aspectos que hacen a su situación fiscal.

La escasa información con que cuentan los municipios argentinos sobre los beneficios, modalidades y factibilidad en el uso de los distintos instrumentos financieros utilizados en los mercados de capitales, constituye el objeto a abordar del presente trabajo.

Como resultado de este estudio, se brindará a los municipios la posibilidad de conocer cuáles son las exigencias que se les plantean al momento de analizar las distintas alternativas de financiamiento en el marco de una competitividad creciente para la obtención de recursos financieros.

Asimismo, podrán disponer de una herramienta que les permitirá encarar en forma sistemática y ordenada el financiamiento autosustentable de largo plazo en el mercado de capitales, para la inversión en infraestructura, obras y servicios públicos, y/o para mejorar las condiciones del financiamiento bancario.

3. MANUAL DE PROCEDIMIENTOS PARA LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA MUNICIPAL EN LOS MERCADOS DE CAPITAL

- 1. CONSIDERACIONES GENERALES**
- 2. LA DINAMICA DE LOS MERCADOS DE CAPITAL**
- 3. INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE DEUDA PUBLICA**
- 4. LAS INSTITUCIONES DEL MERCADO DE CAPITAL EN LA ARGENTINA**
- 5. EL TRAMITE DE LA OFERTA PUBLICA Y COTIZACION DE TITULOS**
- 6. LA SOLICITUD DE AUTORIZACION ANTE EL GOBIERNO NACIONAL**
- 7. CALIFICACION DE RIESGO**

1. CONSIDERACIONES GENERALES

A) Por qué un gobierno puede necesitar acceder al mercado de capitales

El proceso de urbanización está cambiando la forma de las ciudades y está aumentando las necesidades locales, y al mismo tiempo varios sistemas políticos se están volviendo no sólo más democráticos sino también más descentralizados.

Importantes responsabilidades se están transfiriendo de los gobiernos nacionales a las provincias y municipalidades, y de todos los gobiernos al sector privado.

La gran mayoría de los gobiernos sub-nacionales de los mercados emergentes de América Latina y Europa del Este enfrentan necesidades de desarrollo, desde la provisión de refugios de emergencia para las personas sin techo y ayuda a los pobres, hasta el mejoramiento en la educación, los servicios sociales, las carreteras y la provisión de agua.

Dadas estas presiones, se ha vuelto vital la búsqueda de nuevas fuentes de financiación para apoyar la labor de estos niveles de gobiernos para satisfacer estas necesidades.

Los mercados de capitales internacionales son un candidato obvio, pero la revolución en la tecnología de información y consiguiente globalización que ha aumentado las oportunidades de los gobiernos sub-nacionales para acceder a los mercados de capitales, también ha aumentado los riesgos asociados.

Además, mientras que algunos proyectos son altamente apropiados para financiación a través de instrumentos financieros del mercado de capitales, algunas de las necesidades como ser los gastos operativos, no lo son.

De esta manera, **el primer paso** que debe seguir un gobierno sub-nacional, al momento de decidir acceder a los mercados de capitales, es distinguir entre necesidades de gasto operativo y necesidades de gasto de capital. La distinción es importante porque, la mayoría de las veces, las necesidades de gasto operativo no son candidatas apropiadas para financiación mediante endeudamiento mientras que las necesidades de gasto de capital sí lo son.

Un gasto operativo cubre una gran variedad de obligaciones que suceden año a año. Por ejemplo, el mantenimiento de servicios públicos implica un gasto que permanece relativamente constante en el tiempo, aumentando gradualmente en la medida en que la jurisdicción y sus recursos crecen. Por el otro lado, una inversión en infraestructura tiende a implicar un gasto.

Las grandes inversiones en infraestructura no solamente son no-recurrentes, sino que además tienden a requerir inicialmente grandes sumas de dinero, cantidades que usualmente exceden los recursos del gobierno para un año en particular.

En contraposición, mientras que las inversiones de capital tienen un precio alto, también crean activos que no sólo son de larga vida sino que además tienen el potencial de generar ingresos. (Ejemplo: una nueva planta de tratamiento de agua,

si se mantiene en buenas condiciones, puede continuar operando durante años, generando ingresos provenientes de las tarifas a usuarios a lo largo de su vida útil). Esta capacidad de generación de ingresos también puede aumentar la posibilidad de que los inversionistas estén dispuestos a prestar dinero para el proyecto, sabiendo que el proyecto puede producir los recursos para pagarles.

Por lo expuesto, resulta convenientes determinar **con qué propósito debe emitirse deuda**, para luego definir la mejor alternativa de financiamiento posible.

El endeudamiento es particularmente apropiado para financiar proyectos de alto costo y larga vida, en donde la vida útil del proyecto se aproxime o exceda el período de amortización de la deuda.

Por otro lado, el endeudamiento que cubre déficits en cuenta corriente desplaza hacia el futuro los costos de servicios consumidos hoy.

Esto no significa que dicho endeudamiento nunca deba ocurrir - aunque endeudarse para cubrir déficits en el presupuesto operativo hará que sea muy difícil y costoso para un gobierno sub-nacional solicitar préstamos para sus inversiones en capital y tendrá un impacto negativo en su calificación de crédito. Pero, si ocurre, debe hacerse con completo reconocimiento de los costos que dicho endeudamiento tendrá tanto en presupuestos futuros como en la confianza del mercado.

Adicionalmente, el endeudamiento de un gobierno no debe hacerse en el vacío. Es decir, la decisión de si entrar o no en el mercado de bonos - o solicitar un préstamo a

un banco local - debe considerar no solamente la mejor manera de financiar un proyecto en particular, sino además cómo este método de financiación concuerda con la posición presupuestaria global de la jurisdicción.

En este sentido, la necesidad de contar con una **política de administración de deuda** resulta vital para la jurisdicción al momento de tomar un endeudamiento.

Por ejemplo, mientras que endeudarse puede tener sentido como la manera más eficiente de financiar un proyecto de alta prioridad, ésta aún puede ser una decisión poco prudente, ya que la jurisdicción puede estar ya demasiado expuesto a deuda con otros préstamos.

Un endeudamiento adicional puede crear una carga financiera que requerirá que el gobierno reduzca los servicios en el evento de un bajón en ingresos, demore los pagos a vendedores, o recurra a otras medidas para enfrentar una crisis financiera.

Por lo tanto, ninguna decisión con respecto a endeudarse para un proyecto debe hacerse sin haber considerado cómo esa decisión concuerda con la política global de administración de deuda del gobierno.

B) Cuáles son las alternativas de financiamiento:

Es importante reconocer que solicitar préstamos en el mercado de capitales representa tan sólo una de las posibles alternativas para financiar grandes gastos del gobierno y los gobiernos deben considerar todas estas alternativas, como parte de

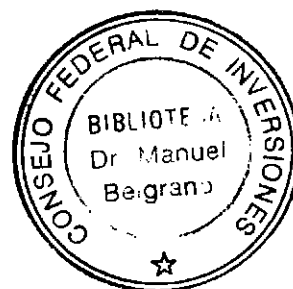
un coordinado plan de mejoramiento de capital, antes de decidirse por cualquier método de financiación.

Una vez que se hayan establecido las prioridades entre los proyectos de capital, las posibles fuentes de financiación para cada proyecto - tanto público como privado - deben considerarse.

Desde luego, las fuentes de fondos públicos varían dramáticamente dependiendo del país en el cual esté localizado y del proyecto específico para el cual se están buscando los fondos.

Por lo tanto, no es posible tener una lista definitiva para una región entera. Sin embargo, una gran variedad de alternativas puede incluir:

- ingresos de fuentes propias
- transferencias intergubernamentales
- programas de préstamos subsidiados
- garantías de crédito
- transferencias o préstamos de donantes y -agencias externos
- y fuentes privadas de financiación, tales como -joint ventures (o empresas conjuntas).



Después de haber considerado las alternativas, si la municipalidad decide incurrir en deuda, otra importante pregunta debe ser formulada, **Bonos o préstamos bancarios?**

El endeudamiento representa solamente una posible manera de financiar proyectos de capital. Y, aún si el endeudamiento aparece como la alternativa que más tiene sentido, se necesita considerar qué tipo de endeudamiento es el más apropiado.

Mientras que existe una gran variedad de maneras para solicitar prestado fondos, es útil pensar en términos de dos modelos distintos: endeudamiento con bancos o endeudamiento a través de la emisión de bonos.

El modelo de endeudamiento con bancos ha sido más frecuente en nuestro país donde los bancos públicos municipales y provinciales tradicionalmente ofrecían préstamos bancarios a largo plazo. A partir de 1995, con la privatización o cierre de la mayoría de esos bancos públicos, los gobiernos provinciales y, en menor medida, los gobiernos municipales y comunales, encontraron financiamiento en los bancos y entidades financieras de carácter privado que operaban en el sistema financiero local, las cuales, a través de las normas impuestas por el Banco Central de la República Argentina, encontraron grandes incentivos para hacerlo.

El modelo alternativo es el de emisión de bonos en el mercado de capitales interno o internacional. Bajo este acuerdo, los gobiernos sub-nacionales obtienen todos los fondos que necesitan por adelantado, a través de una oferta de bonos, y no están sujetos a pagos parciales basados en el monitoreo de un banco con respecto al progreso en la construcción de su proyecto.

Los beneficios de una financiación mediante la emisión de bonos, respecto de concertar un préstamo con un banco o entidad financiera, son significativos:

- Plazos más largos. Los mercados voluntarios de títulos de deuda pública permiten obtener plazos de financiación superiores a los 10 años.

- Mayores montos. Al diversificar las fuentes de financiamiento, el límite prestable no se agota en la capacidad financiera de una entidad (sobre todo, teniendo en cuenta los requisitos exigidos por el BCRA), sino que está dada por la suma de los inversores institucionales o individuales.
- Menores tasas de interés, por varios factores:
 - Mecanismos de determinación de las tasas de interés. En general estos mecanismos llevan implícito un relevamiento de los distintos rendimientos (o primas de riesgo) requeridos por potenciales inversores en títulos de deuda provincial, fijándose como tasa de referencia de la emisión la tasa mínima ofrecida.
 - Calificación de riesgo. La necesidad de calificación de riesgo para aquellos títulos que cotizan en Bolsas, permite otorgar mayor transparencia a la emisión, minimizando los riesgos asociados a la falta de información y, por tanto, reducir los rendimientos requeridos.
 - Perfeccionamiento de las garantías. Las nuevas estructuras financieras y legales, permiten optimizar la cobertura de una emisión, minimizando o eliminando los riesgos de la misma.
 - Cobertura de riesgos. La ingeniería financiera disponible permite al emisor minimizar el riesgo asociado a variaciones en las tasas de interés, los tipos de cambio, inconvertibilidad monetaria, entre otras.

Sin embargo, este tipo de financiamiento es posible de instrumentarse siempre y cuando exista algún grado de liquidez en los mercados donde se coloque la deuda, lo cual da cuenta de la importancia de la buena selección del agente organizador y colocador.

C) Aspectos específicos de la emisión de un gobierno sub-nacional

En los países emergentes, los mercados de capitales internos son, en su mayoría, tanto subdesarrollados como volátiles.

La mayoría de los países no tienen una curva de rendimiento de deuda del gobierno establecida - un punto de referencia clave para fijar el precio de emisiones en mercados desarrollados - y sin una curva de rendimiento soberana es muy difícil determinar el riesgo de la deuda sub-nacional comparado con deuda soberana menos riesgosa.

Los mercados internos también tienden a ser volátiles, resultado de un limitado volumen de operaciones, condiciones económicas inestables, altos déficits presupuestales y otros riesgos.

Estas condiciones, a las cuales no escapa Argentina, hacen que sea difícil para los suscriptores comercializar los bonos y conducen a grandes oscilaciones en el precio durante el período de comercialización.

Además, debido a que hay muy poca información en el mercado acerca de los precios, a los emisores sub-nacionales les puede ser difícil determinar si recibieron o no un precio justo por parte de los suscriptores.

Adicionalmente a estas restricciones de mercado, existen diversas limitaciones a la emisión de deuda sub-nacional.

Como ya se mencionara, **los niveles más altos del gobierno**, bien sean estas provincias o el Gobierno Nacional, tienen la capacidad de limitar la emisión de deuda por parte de los gobiernos sub-nacionales.

Aún en aquellos casos en donde los gobiernos sub-nacionales tienen bastante flexibilidad, también se les exige que actúen dentro de restricciones impuestas por niveles gubernamentales más altos.

Por qué niveles más altos de gobierno pueden imponer estas limitaciones? Primero, pueden estar preocupados por lo que se conoce como el problema de "riesgo moral". Este es el riesgo de que gobiernos centrales puedan quedar en una posición en donde se vean obligados a pagar por los gobiernos sub-nacionales que hayan emitido demasiada deuda.

De hecho, a veces el mercado asume que existe una garantía soberana implícita sobre la deuda sub-nacional. Y esto constituye un riesgo moral porque le da a los gobiernos sub-nacionales el incentivo contrario de solicitar prestado la mayor cantidad posible con la esperanza de que podrán pasarle la carga de pago a un nivel superior del gobierno.

Existen otras razones por las cuales los niveles más altos del gobierno deben estar cautelosos acerca del endeudamiento sub-nacional. Por ejemplo, el endeudamiento en los mercados de deuda en moneda internacional tiene implicaciones tanto para la cuenta corriente nacional como para las reservas en moneda extranjera; puede desplazar inversión del sector privado, y puede permitir que gobiernos sub-nacionales mal manejados se endeuden cada vez más.

Aún si el gobierno sub-nacional cumple con todos los requisitos que le exigen niveles de gobierno más altos, su emisión de deuda todavía está sujeta a otra serie de **requisitos impuestos por el mercado.**

A diferencia de las leyes y regulaciones soberanas, los requisitos del mercado no están escritos. Sin embargo, con base en experiencias anteriores, se puede identificar una serie de requisitos. Estos incluyen:

- estándares y prácticas contables establecidas
- marcos presupuestales e institucionales sólidos
- gestión financiera sólida
- y niveles suficientes de transparencia y divulgación

Podemos encontrar además, que el mercado impone requisitos de garantía y otras fuentes de protección que pueden presionar a los emisores hacia la emisión de bonos de garantizados con activos.

Otra restricción crítica para la emisión de deuda, es el tema de las calificaciones de crédito.

Generalmente, una calificación evalúa la futura capacidad y disposición de un emisor para pagarle a tiempo y por completo a los inversionistas que compran los bonos.

Recibir una calificación favorable es importante para los emisores por dos razones principales. Primero, muchos inversionistas se negarán a comprar bonos si estos no

están calificados, y, en algunos casos, el gobierno central puede que ni siquiera permita que los gobiernos sub-nacionales traten de vender bonos sin calificación.

Segundo, las calificaciones de crédito son importantes porque indican un nivel de riesgo de incumplimiento, el cual es un ingrediente central para la fijación de precios de bonos.

Calificaciones de crédito altas indican un bajo riesgo de incumplimiento y por lo tanto disminuyen el costo de endeudamiento. El costo de endeudamiento se ve reflejado en la tasa de interés del bono. Bajas calificaciones, un indicador de alto riesgo de incumplimiento, aumentan el costo de interés del emisor.

Estas calificaciones tienen como propósito proveer a los inversionistas de una medida consistente de crédito, que ofrezca comparaciones confiables de instrumentos de deuda y similares en el mercado de capitales. Entre mejor sea la calificación, menor será el interés que un emisor tenga que pagar cuando emita los bonos.

Además de determinar la tasa de interés que los emisores tendrán que pagar para emitir los bonos, las calificaciones de crédito pueden afectar tanto sus ofertas de deuda actuales como futuras y otros comportamientos gubernamentales.

Por ejemplo, las calificaciones pueden expandir el número de inversionistas disponibles para comprar la deuda de un emisor, pues estos inversionistas tendrán una idea de los riesgos asociados con los títulos que están siendo ofrecidos.

Las calificaciones de crédito también hacen la deuda más atractiva para una gran variedad de inversionistas, tanto nacionales como extranjeros.

Estas pueden ofrecer una forma de publicidad gratuita acerca del desempeño financiero de un municipio o comuna, y pueden ayudarle a los funcionarios de la ciudad a que les sea políticamente más fácil instituir técnicas de manejo financiero que puedan mejorar calificaciones futuras.

El proceso de calificación de crédito también puede influenciar políticas gubernamentales directamente, ya que los funcionarios pueden evitar políticas que puedan disminuir la calificación de crédito de la ciudad en el futuro.

2. LA DINAMICA DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

Los mercados de Valores o de Capitales cumplen la función económica de permitir la asignación del ahorro a la inversión entre las opciones alternativas de financiación. Existen dos tipos de mercado: el **mercado primario**, o de emisión, el cual permite a las empresas ponerse en contacto con los ahorristas para captar recursos financieros mediante la emisión de valores; y el **mercado secundario**, o de negociación, proporciona liquidez a los valores ya emitidos al poner en contacto a los ahorristas entre sí para que realicen transacciones de valores.

Los mercados primarios agrupan prestatarios y prestadores - directamente o a través de intermediarios - proveyendo un lugar donde las proposiciones de inversión de los prestatarios se les pueden poner precio y ser vendidas a los prestadores.

Los mercados primarios pueden ser contrastados con los mercados secundarios - los mercados en los cuales los inversores compran y venden instrumentos de deuda y donde en el proceso, ellos hallan el precio de mercado determinado por los niveles actuales de la oferta y la demanda.

Los mercados primarios y secundarios están unidos en el sentido de que los precios de los mercados secundarios - como indicador de la corriente del mercado, evaluación colectiva de un prestatario - ayuda a determinar el precio de emisiones nuevas en los mercados primarios.

Un mercado secundario reúne inversionistas que desean vender con inversionistas dispuestos a comprar, y en el proceso descubre un precio de mercado determinado por los niveles actuales de oferta y demanda.

El mayor volumen de operaciones se lleva a cabo en los mercados sobre el mostrador o OTC (o over-the-counter). Este mercado está conformado por las mesas de negociación de bancos de inversión. Aquí, los creadores de mercado compran y venden para generar ganancias para su propia cartera de negociación - llamado negociación propia - y también negocian en nombre de los clientes del banco.

El creador de mercado es un corredor que está listo para comprar y vender, poniendo precios de compra y de venta y creando de manera efectiva el mercado secundario continuo con la ayuda de corredores que unen a inversionistas dispersos en el mercado.

Un mercado secundario crea liquidez porque le permite a los inversionistas vender activos financieros por dinero en efectivo de manera rápida y a un precio de mercado justo. Dicha liquidez es un elemento crucial en un mercado eficiente.

Los mercados financieros modernos son eficientes en el sentido de que el precio de un activo negociable está cambiando constantemente en la medida en que el mercado analiza e incorpora nueva información acerca de las posibilidades futuras del activo.

El mercado es manejado por analistas y operadores calificados que usan una

sofisticada tecnología de información, y es la velocidad de las telecomunicaciones modernas y el poder de los sistemas de computadoras para procesar y presentar una amplia gama de datos complejos en una forma fácilmente comprensible lo que crea esta eficiencia.

Todos los mercados financieros son progresistas. Los inversionistas modifican su percepción del valor intrínseco de un título, y los tenedores tratan de anticiparse a dichos cambios al comprar y vender en el momento más rentable.

La existencia de un gran grupo de inversionistas sofisticados asegura que la información y la opinión acerca de las compañías y de la economía se traduzca rápidamente en cambios en el precio a través de mercados secundarios, asegurando la eficiencia del mercado.

Títulos a los que se les fije un precio incorrectamente en un mercado son corregidos rápidamente. Todos los actores en un mercado secundario deben tener una idea de qué eventos esperados están ya incorporados en el precio. Los mercados descuentan el futuro, en el sentido de que los eventos previstos que vayan a tener un impacto en el precio se incorporan a los precios tan pronto como sean previstos. Entonces, si se prevé que las tasas de interés van a bajar próximamente, los precios de los bonos reflejarán esta opinión ahora. Y si la opinión promedio del mercado cree que el precio de una acción va a ser mayor dentro de un mes, los inversionistas comprarán ahora, haciendo subir el precio ahora para reflejar la expectativa futura.

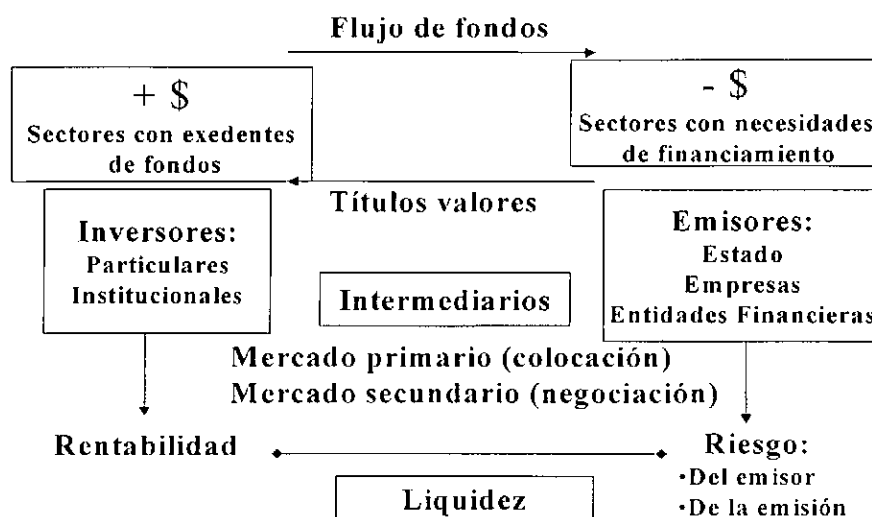
Cuando en efecto ocurren, estos eventos previstos no tienen ningún impacto sobre el

precio. Las expectativas futuras están incorporadas en el precio actual. Solamente las noticias inesperadas alterarán el precio, y si es inesperado es igualmente probable que sea bueno o malo - el próximo movimiento en el precio puede ser hacia arriba o hacia abajo independientemente de lo que haya sido anteriormente.

La eficiencia de los mercados financieros para fijar y refijar el precio rápidamente es el resultado directo de actores altamente especializados interconectados por sofisticadas tecnologías de información, operaciones basadas en pantalla, y sofisticados sistemas de confirmación y pago.

Estas evaluaciones cambiantes del riesgo y retorno esperados se ven reflejadas en los precios del mercado secundario.

En el siguiente esquema, puede observarse la dinámica de los mercados de capitales:



El circuito nos muestra como, a través de la compra de títulos valores que realizan los inversores, el flujo de fondos circula en el sentido que permite satisfacer las necesidades de financiamiento del gobierno y de las empresas. El acercamiento entre emisores e inversores se producirá a través de los agentes intermediarios, quienes operan en dos niveles diferentes: en el mercado primario realizan el asesoramiento integral para llevar adelante la emisión y colocación de los títulos; en el mercado secundario son el puente en la negociación de los valores.

El financiamiento y la cobertura de riesgo, dos funciones inherentes a cualquier mercado de capitales, se complementan con una tercera: la provisión de liquidez. Que los activos puedan realizarse en forma rápida, transparente y a bajo costo son condiciones necesarias para que un mercado responda eficientemente a las necesidades de los participantes. La liquidez permite manejar con mayor flexibilidad la toma de decisiones ante situaciones de crisis.

El circuito representado en el cuadro anterior se cierra con un postulado clásico: la rentabilidad exigida por los inversores estará asociada al riesgo que asuman.

3. INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE DEUDA PUBLICA

Dependiendo del plazo de las emisiones de deuda, los instrumentos financieros más utilizados por los gobiernos pueden clasificarse en:

- **Letras del Tesoro**
- **Bonos o Títulos Públicos**

Las Letras del Tesoro son instrumentos de corto plazo, cuyo vencimiento opera dentro del ejercicio fiscal. En general se emiten a 3, 6 o 12 meses de plazo. Este instrumento de deuda es utilizado para cubrir necesidades financieras de corto plazo o gastos operativos.

Estos títulos no pagan intereses en forma convencional sino que se compran a un precio menor " a descuento " y al vencimiento se cobra el 100% del valor. Se denominan cero-cupón, es decir, que realizan un único pago al vencimiento (no tienen cupones).

A diferencia de las Letras del Tesoro, los Bonos son instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. El plazo máximo es de 30 años, pero 7 a 10 años es lo más común.

Dentro de las operaciones de crédito público, la Ley de Administración Financiera Nacional (art. 57 inc. a) prevé el endeudamiento originado por la emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito.

X. Un **bono** no es más que un préstamo que se le hace a una empresa o gobierno con el dinero de uno o varios prestamistas. El "**emisor**" del bono (la empresa o gobierno que recibe el préstamo) se compromete, entre otras cosas, a pagarle a sus "**inversores**" una tasa de interés por prestarle el dinero (compensación por posponer la posibilidad de un consumo presente).

A diferencia del préstamo, los bonos se pueden vender y comprar diariamente ya que existe lo que se denomina un mercado secundario donde se puede encontrar cotizaciones de los mismos de varias instituciones. Por otro lado los bonos, a diferencia de las acciones, otorgan un retorno conocido a la inversión.

Los bonos emitidos por una institución de derecho público, como los gobiernos, se denominan **títulos públicos**.

Un título público emitido por el Estado Nacional, Provincial o Municipal en virtud de las facultades que les confieren las respectivas constituciones, es un instrumento financiero por el cual ese Estado capta recursos del mercado de capitales y se compromete a su devolución en determinadas condiciones que se fijan en la emisión del mismo.

La emisión se autoriza por medio de Leyes y Decretos de acuerdo a la Legislación vigente, en donde quedarán determinadas las condiciones y las obligaciones que asume el emisor, las que pasan a constituir los derechos que el título otorga a su poseedor.

Cada préstamo o "emisión" de un título público tiene ciertas y particulares condiciones que se detallan cuidadosamente en el "prospecto de la emisión". Las condiciones establecidas se mantienen invariantes durante la vida o maduración del mismo dado que constituyen los derechos del poseedor del papel de deuda.

Las condiciones mínimas que deben incluirse en un "prospecto de emisión" son:

- a) Fecha de emisión: es la fecha en la cual se emite el título. Indica el momento a partir del cual tiene vigencia el instrumento de deuda.
- b) Plazo: indica el tiempo de vida o madurez del título que se emite, rige a partir de la fecha de emisión hasta la total extinción de las obligaciones asumidas por el emisor.
- c) Vencimiento: es la fecha en la cual será reembolsado; es decir, la fecha en la cual el capital es reembolsado al propietario del bono al valor a la par (100% del valor nominal).
- d) Moneda de emisión: Corresponde a la moneda de denominación del título.
- e) Valor nominal: es el valor por el cual fueron emitidos los títulos. También es llamado face value o valor facial.
- f) Monto autorizado a emitir: es el monto máximo autorizado a emitir hasta el cual se puede endeudar el Estado mediante la colocación en el mercado de capitales del título emitido.
- g) Período de gracia: en los títulos amortizing se define como período de gracia al período en el cual el título no devenga cupones de amortización del capital.
- h) Cupones de renta: consisten en el calendario de pagos y fórmula y tasa de interés aplicable correspondientes a la renta del capital. Los intereses representan la

ganancia que percibe el tenedor del bono, y se calculan sobre el saldo de deuda, aplicando la tasa de interés y el margen que se fijan en las condiciones de emisión.

- i) Cupones de amortización: consisten en el calendario y porcentual de vencimientos de amortización de principal (capital). La amortización representa el reintegro o reembolso del capital; el porcentaje que se aplica para el pago de la amortización depende del plazo del título, del periodo de gracia y de la regularidad del pago. La regularidad con que los títulos de deuda pública pagan los servicios tanto de renta como de amortización puede ser mensual, trimestral, semestral o anual.
- j) Tipo de circulación (escriturales o carturales): los títulos escriturales tienen la característica de que son títulos cuyas planchas no se imprimen. La titularidad de los mismos está registrada en "cajas de valores", razón por la cual sus titulares acreditan su tenencia mediante certificados de depósito emitidos por dichas instituciones. A su vez los Títulos carturales son aquellos cuyas planchas son impresas y sus cupones son cortados físicamente para su cobro. Anteriormente, los bonos estaban representados por láminas, pero ahora por razones de comodidad y seguridad se emiten en forma escritural, es decir como registro electrónico.

También deberá describirse en el prospecto de emisión lo siguiente: los mercados secundarios de negociación, las cláusulas de rescate, modalidades de transacción en el mercado, el régimen impositivo, la legislación aplicable, las calificaciones de riesgo, y todo detalle concerniente al título a emitir.

3.1 Clasificación de los Títulos Públicos:

En función de las distintas características y estructura de los bonos se pueden realizar las siguientes clasificaciones de los títulos de deuda. Tomaremos aquellas que consideramos más relevantes, sin olvidar que en el prospecto deben incluirse todos los detalles de la emisión.

A) Por la modalidad de amortización:

Los títulos públicos pueden clasificarse básicamente en los siguientes tres tipos de títulos:

- bonos de cupón cero: son títulos por los cuales el gobierno se compromete a pagar renta y capital íntegramente al vencimiento. El bono no tiene cupones. Por su alta iliquidez usualmente se compran con descuento, es decir que el interés que devengan se cobra por adelantado. Por este motivo también reciben la denominación de "bonos de descuento". Tienen una estructura financiera muy sencilla, siendo común su utilización para obligaciones a largo plazo y con un elevado descuento y en el caso particular de los bonos de cupón cero del Tesoro de los EEUU, son utilizados como referencia o benchmark, ya que se los considera inversión sin riesgo para evaluar distintas calidades crediticias que ofrecen los emisores en los mercados.
- bullet: son títulos por los cuales el gobierno se compromete a pagar periódicamente servicios de renta, pero amortizan integralmente al vencimiento.
- De cuotas parciales y periódicas (amortizing): son títulos por los cuales el gobierno se compromete a pagar periódicamente servicios de renta y de capital. Por ej: el BONEX 92 a 10 años de plazo denominado en dólares, que luego de 2 años de

gracia amortiza anualmente un 12.5% del capital por un período de 8 años y paga una tasa LIBO semestral en US\$ cada seis meses.

B) Por la tasa de interés:

- Tasa de descuento: que le corresponden las características del "cupón cero".
- Tasa variable: se establece una tasa de referencia flotante o variable (LIBOR², la TIR del FRB³ u otro título del Estado Nacional, o la encuesta diaria de tasas por depósitos a plazo fijo del BCRA) a la cual se adiciona un componente fijo o también variable, "spread", que surgirá del riesgo adicional implícito a la emisión.
- Tasa fija: se establece una tasa nominal anual fija, pagadera según la periodicidad establecida en las cláusulas de emisión.

En general, los títulos públicos pagan una tasa de interés fija, de allí que a veces se los incluya en las denominadas inversiones de "renta fija".

Sin embargo, la colocación de bonos a tasa fija se dificulta en períodos en que las proyecciones económicas muestran tasas de interés con tendencia alcista. La estrategia que se aplica en estos casos consiste en realizar la emisión de un bono con tasa variable, y con el objeto de minimizar los riesgos asociados a la volatilidad de la tasa, debe tenerse presente lo siguiente:

- elegir como base una tasa cuyas variaciones sean relativamente estables,

² London Interbank Offer Rate

³ Tasa interna de retorno del Floating Rate Bond.

- la estructura del título debe tender a minimizar el *spread*, o prima de riesgo sobre la tasa base, y
- analizar los distintos instrumentos de cobertura de riesgo ante variaciones en las tasas de interés, los cuales se definen más adelante.

C) *Por el tipo de garantía*

- Bonos de responsabilidad general: el pago está garantizado por la "plena confianza y reputación" del organismo emisor. Esto significa que la completa autoridad fiscal del emisor es un aval de amortización de los bonos. Este puede ser un aval muy seguro si el emisor tiene tanto la capacidad como la voluntad de aumentar los impuestos en la medida que se necesiten, con el objeto de asegurar que los tenedores de los bonos reciban su pago a tiempo y completo. **A diferencia de los títulos emitidos por el Gobierno Nacional, los instrumentos emitidos por los estados sub-nacionales requieren de garantías reales.**
- Bonos con Garantías Reales: Esta garantía puede ser:
 - a) *Especial*: Se trata de una garantía hipotecaria con la característica particular que el plazo máximo puede extenderse a 30 años, a diferencia de la garantía hipotecaria usual que tiene una vigencia máxima de 20 años.
 - b) *Flotante*: Hay un compromiso por parte del emisor de mantener una situación patrimonial del nivel existente al momento de la emisión, aunque cambie la composición de sus tenencias. No es de práctica habitual.
 - c) *Garantía prendaria*: Por su naturaleza se justifica su utilización en emisiones de montos pequeños. No es de práctica habitual.
 - d) *Garantía fiduciaria*: En la Ley 24.441 del año 1995 se incorpora el tratamiento de una figura jurídica que permitirá sofisticar las estructuras de las emisiones: nos referimos al fideicomiso. Una de las aplicaciones de esta institución está

relacionada con el tratamiento de las garantías. Así, surge la posibilidad de separar del patrimonio del emisor el objeto de la garantía, para que sea administrado por un fiduciario, en los términos previstos en el contrato de fideicomiso. Al separar el riesgo del emisor de los títulos valores (cuando se saca la garantía del patrimonio ésta queda protegida ante una posible quiebra del emisor) se mejora en forma significativa la capacidad de evaluación de los riesgos implícitos en el título, lo cual puede derivar en una mejor calificación crediticia del bono emitido. Para el caso de títulos con cotización en los mercados internacionales, la implementación de las garantías, requiere de la constitución de un fideicomiso, al cual se ceden los recursos otorgados en garantía (dejan de ser propiedad de la Provincia) y pasan a formar un fondo, cuya cobertura alcanza como mínimo a atender una o más cuotas de servicios. El uso de estos ratios de cobertura de los servicios de la deuda otorgan un mayor grado de independencia de la solvencia del emisor. En estos casos, el agente fiduciario es, en general, un banco extranjero, donde dichas garantías se ven resguardadas, en cierta manera, de los acontecimientos locales. Este mecanismo permite a los gobiernos subnacionales reducir el nivel de riesgo de las operaciones, bajando considerablemente el costo de financiamiento.

e) *bonos pagaderos con ingresos del proyecto*: los bonos están asegurados por el flujo esperado de ingresos del proyecto que se va a financiar. La principal diferencia entre un bono pagadero con ingresos del proyecto y un bono de financiación de proyecto en mercados emergentes es la propiedad del proyecto. En un bono de financiación de proyecto, el sector privado normalmente participa en el proyecto de infraestructura con una dotación de fondos propios y exige un retorno sobre su inversión de capital. En un bono pagadero con ingresos del

proyecto, el sector público es el patrocinador del proyecto - bien sea como una empresa pública de entera propiedad o un departamento de un gobierno subsoberano - y puede o no contribuir "capital" - o un subsidio - al proyecto.

D) Precio de suscripción:

El precio de suscripción o emisión de un título es el precio que se fija a la colocación del título (en muchos casos como consecuencia de un proceso licitatorio) que determina el monto a desembolsar por el acreedor por cada 100 de valor nominal del título emitido. El mismo puede ser:

- *A la par*: cuando el precio de venta es igual al valor nominal del título (100%).
- *Bajo la par*: el precio de venta es menor al valor nominal del título. Esto sucede cuando la tasa de interés (cupón) que paga el bono es inferior al retorno esperado por los inversores. Estos últimos, al descontar el flujo de pagos futuro del título a una tasa mayor a la del cupón, adjudicarán al mismo un valor menor a su valor nominal. En este caso el producido de los títulos será menor al valor de la emisión. Esta diferencia significará al emisor mayores costos ya que deberá pagar intereses sobre el valor nominal de la emisión habiendo percibido un monto inferior.

El precio del título, dependerá en cualquier caso de las condiciones del mercado financiero al momento de la emisión. Lo óptimo es una emisión a la par, sin tener que pagar por ello una sobretasa.

3.2. El Proceso de emisión de un Bono:

La emisión de un bono puede dividirse en dos etapas diferentes:

- ✓ Organización de la emisión
- ✓ Emisión en el mercado primario;
- ✓ Operaciones en el mercado secundario;

La comprensión del proceso de emisión de bonos requiere conocer bien los actores claves involucrados. Los esquemas pueden variar de acuerdo al tipo de emisión del bono, el método de venta y la experiencia y el conocimiento del emisor en la materia.

Sin entrar en las infinitas variantes, es posible describir los roles de los actores más importantes en el proceso de emisión de títulos públicos.

Los emisores a menudo deciden apoyarse en asesores financieros para que los guíen durante el proceso de emisión de bonos. Este hecho se observa frecuentemente cuando se trata de emisores sin experiencia previa. Los asesores se involucran temprano en el proceso con los administradores del emisor y puede:

- Ayudar en el desarrollo del plan de capital y los procedimientos contables
- Asistir al emisor al evaluar su capacidad de endeudamiento y los proyectos específicos
- Ocuparse del desarrollo a largo plazo del programa de endeudamiento

- Ayudar al emisor a desarrollar la gerencia de la deuda , la administración y otras políticas que busquen mejorar las condiciones del crédito del emisor en el tiempo.
- Trabaja con el emisor en la estrategia de calificación de riesgo

El primer paso de este ciclo es organizar la emisión de los bonos. Para empezar este proceso, el gobierno sub-nacional debe decidir cómo estructurar el proceso de selección mediante el cual un banco o entidad financiera es elegido para vender la emisión en el mercado.

Hay dos métodos principales para solicitar ofertas a los suscriptores: ventas negociadas y ventas competitivas.

En una **venta competitiva**, el emisor estructura la emisión, con la asistencia de un consejero financiero, y luego la anuncia en publicaciones especializadas.

Las firmas suscriptoras suscriben ofertas basadas en su evaluación de la probabilidad de colocar exitosamente los bonos con inversionistas; la oferta con el menor margen es seleccionada por el emisor.

En una **venta negociada**, un emisor negocia directamente con una firma suscriptora o colocadora, lo cual típicamente ocurre relativamente temprano en el proceso.

Para los emisores en mercados en desarrollo puede ser difícil atraer firmas suscriptoras en un proceso de oferta competitivo, particularmente para emisiones

internacionales.

Esto es porque los suscriptores dudan en comprometerse a comprar toda la emisión de bonos de emisores que no tengan una historia de crédito establecida cuando la firma suscriptora no ha estado envuelta en el proceso de estructuración.

Independientemente de cual sea el proceso seleccionado, el papel del asesor financiero es significativo.

Otro agente fundamental que interviene en el proceso son los consultores, los cuales proveen asesoramiento técnico referente a la factibilidad de los proyectos.

El consejero legal, cumple la función de proporcionar una opinión referente al autoridad legal del gobierno sub-nacional para emitir bonos y redactar los contratos del emisor con los inversionistas. La participación de este consejero, en tanto preocupa de proteger los intereses del inversionista, aumenta la confianza del inversionista en lo relativo al emisor y disminuye la percepción al riesgo sobre la emisión.

Una vez compilada la máxima información posible acerca de las características del bono, el próximo paso consistirá en obtener las calificaciones de riesgo exigidas por la regulación vigente.

La calificación de crédito es determinada por una agencia de calificación de crédito. Una calificación de crédito es una opinión independiente sobre la

capacidad futura, la obligación legal y el compromiso de un prestatario de cumplir con sus obligaciones financieras de intereses y capital, de manera completa y oportuna.

La calificación constituye un requisito si se quiere que el título emitido cotice en las bolsas de valores.

En la segunda etapa, de colocación del título en el mercado primario, intervienen los denominados garantes, cuya función es la de comprar los bonos del emisor para luego venderlos a los inversionistas en los mercados secundarios. Generalmente los garantes son bancos de inversión, empresas de valores o bancos comerciales.

En la gran mayoría de los casos, el garante se compromete a comprar los bonos, pueda o no venderlos en el mercado. En el caso de una venta competitiva, el emisor publica la noticia de la oferta y los garantes presentan al emisor ofertas firmes para obtener el derecho de garantizar la emisión. El garante que ofrezca la oferta más baja, luego compra los bonos para la reventa en los mercados secundarios.

Existen diversos métodos de colocación de títulos. El método "**book-building**" es el más usado. Este método consiste en la "construcción de un libro" que releva la demanda y demuestra la voluntad de compra por parte de los inversores, del cual surgirán los plazos, modalidad de pago, tasa de interés y precio de suscripción de los títulos. Una vez relevada la demanda se fija la tasa de interés aplicable y el precio de suscripción, adjudicándose los títulos a aquellos inversores que han efectuado ofertas iguales a las de corte.

Para reforzar este método, generalmente se pide a la entidad colocadora el compromiso de realizar el mayor esfuerzo de venta entre los potenciales clientes, mecanismo usualmente denominado de **“mayor esfuerzo (best efforts)”**.

Asimismo, para asegurar un monto de colocación se solicita la **“Colocación en firme (underwriting)”**. Por el mismo, la entidad colocadora se compromete a suscribir la totalidad de la emisión para su posterior venta entre los inversores. De este modo el emisor obtiene la totalidad de los fondos independientemente de las condiciones de mercado. De lo contrario, el agente colocador pueda transferir menos del monto necesario cuando no coloque la totalidad de los títulos o el precio de venta de los mismos resulte menor a su valor nominal.

Para que un gobierno sub-nacional pueda asegurarse una emisión exitosa, se sugiere una combinación de estas dos últimas, **“mayor esfuerzo con suscripción del remanente (underwriting stand by)”**. Aquí, la entidad colocadora se compromete a realizar el mayor esfuerzo de venta y, adicionalmente, a suscribir el remanente que no pueda ser colocado en el mercado.

Cabe destacar que los costos de estos servicios se incrementan a medida que aumenta el grado de compromiso por parte de la colocadora. Así, una colocación en firme tendrá costos más elevados que las otras modalidades.

El monto efectivamente colocado de un título, puede resultar igual o inferior al monto autorizado a emitir. Para ello, la emisión de títulos suele instrumentarse a través de los denominados **“programas globales”**. Los programas de este tipo, tienen como

objeto simplificar el camino para obtener la autorización de oferta pública de las emisiones, reduciendo los tiempos y costos involucrados.

La estructura consiste en solicitar la autorización correspondiente por un monto global total que puede colocarse en forma fraccionada, bajo la forma de series o tramos, dentro de un plazo de cinco años desde obtenida la autorización del programa.

Las ventajas de este mecanismo son varias. En primer lugar, el prospecto completo con toda la información relevante se presenta sólo una vez, al momento de solicitar la aprobación del programa global. Las autorizaciones de las series sólo requieren de un prospecto suplementario donde se describen las características de dicho tramo.

En segundo término, en función de sus necesidades de financiamiento y las condiciones de mercado, el gobierno sub-nacional puede decidir eficientemente cuál es el momento más apropiado para la colocación de los títulos. Al tener el programa aprobado, la serie es autorizada por la Comisión Nacional de Valores en un plazo que no puede superar los cinco días desde la solicitud, evitando así demoras que podrían perjudicar el éxito de la colocación.

Es importante señalar que, con el propósito de adaptarlos a los requisitos del mercado en cada momento, las características de los distintos tramos pueden ser diferentes; además pueden ser utilizados o no en su totalidad.

Una vez emitido el título y colocado en el mercado primario, el mismo se cotiza en forma permanente en los mercados secundarios previstos en su emisión, los que le confieren liquidez al papel de deuda.

En esta tercer etapa del proceso de emisión del título, se deben identificar los mercados secundarios en los cuales cotizarán los títulos. En la actualidad, tanto el Gobierno Nacional como algunas jurisdicciones provinciales, han emitidos títulos públicos que cotizan en las Bolsas de Comercio de Estados Unidos y Europa.

La autorización de oferta pública se tramita en el país correspondiente y estará sujeta a las leyes y normas locales.

En el caso de solicitar cotización en las bolsas de Estados Unidos, el emisor debe cumplir con los requisitos de registro delineados por la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, institución equivalente a la Comisión Nacional de Valores en Argentina.

En general, debido a las mayores exigencias de registro, este es un mecanismo de financiamiento al que pueden acceder empresas de primerísima línea y el Gobierno Nacional, aunque en menor medida, los gobiernos sub-nacionales. Las sociedades argentinas que lograron pasar los filtros impuestos por la SEC se vieron favorecidas por las ventajas que ofrecen estos bonos: usualmente plazos más largos (10 años) y tasas más bajas que los bonos tradicionales.

Cuando se realiza la emisión en los mercados europeos, las plazas más habituales son las de Londres y Luxemburgo. Únicamente, el Gobierno Nacional y la Provincia de Buenos Aires han emitido "eurobonos", definidos como aquellos emitidos en una plaza europea, nominado en moneda extranjera, generalmente dólares americanos. La flexibilidad en materia de requisitos que ofrecen estas plazas hace que las ventajas en plazos y tasas no sean del mismo nivel que el que puede obtenerse en el mercado de bonos estadounidenses.

3.3. La Cobertura de Riesgos:

El riesgo es algo que siempre está presente en toda operación financiera. Un inversor de títulos de deuda de renta fija, asume distintos factores de riesgo, donde los principales son:

- **"Riesgo de default"**, o el riesgo de incumplimiento del emisor;
- **"Riesgo moneda"** o riesgo que cuando se reciban los pagos de amortización y renta en la moneda pactada, el tipo de cambio para convertirlas a la moneda de uso sea superior.
- **"Riesgo de liquidez"**, o riesgo de que las posibilidades de vender el bono (o transferir a un tercero los derechos sobre la amortización y renta del bono antes de su vencimiento) sean limitadas;
- **"Riesgo de inflación"**, o riesgo de que la inflación erosione el rendimiento final de la inversión;

- **"Riesgo de reinversión"**, o el riesgo de variación de la tasa de interés a la cual podremos reinvertir el dinero que cobremos por renta o por amortización durante la vigencia del bono;
- **"Riesgo tasa de interés"**, o riesgo de que cambios en las condiciones generales de la economía impacten en el precio del bono en el mercado.

Cuanto mayores sean estos riesgos, mayores serán los rendimientos exigidos por el inversor. Para el emisor de un título de deuda, esto se traduce en mayores costos de financiamiento.

El emisor de un bono, también asume diferentes riesgos asociados a la estructura financiera del título emitido (por ejemplo, los bonos a tasa variable).

El desarrollo de los mercados de capitales y la tecnología, han permitido el desarrollo de diversos instrumentos financieros que permiten minimizar estos riesgos, a la vez que reducen los costos de financiamiento en estos mercados.

Los instrumentos financieros, de acuerdo con la función que cumplen, se dividen en **primarios y derivados**. Los primarios se emiten para obtener financiamiento; se incluyen en esta categoría a las acciones y a los títulos de deuda en sus diversas formas y estructuras. Los derivados se utilizan para neutralizar o acotar los riesgos de variación de precios de activos subyacentes financieros (tasa de interés, monedas, acciones, bonos) o de *commodities* en general. El menú de productos derivados se compone de futuros, *forwards*, opciones y *swaps*.

Primarios FINANCIAMIENTO	Derivados COBERTURA DE RIESGOS
Acciones	Futuros
Títulos de Deuda Privada: Obligaciones Negociables	Forwards
Títulos de Deuda Pública	Opciones
LIQUIDEZ	Swaps

Estos derivados resultan de mayor utilidad para los inversores en instrumentos de deuda que administran carteras de inversión que para el emisor de aquellos, y en particular para las emisiones de títulos públicos realizadas por los gobiernos.

Sin embargo, en el caso de un emisor de un título de deuda a tasa variable, donde la volatilidad de la tasa de interés es un factor de riesgo, resulta muy conveniente la utilización de los *Swaps* de tasas.

El *swap* (canje-intercambio) es un tipo de operación usualmente utilizados en estrategias de cobertura de riesgos. La entidad emisora contrataría con una entidad financiera un *swap* de tasa de interés, por el cual se comprometería a entregar a dicha institución un flujo de fondos fijo, que surge de una tasa de interés (tasa *swap*) pactada en el momento del contrato. A cambio, la institución financiera entregaría a la emisora el flujo de fondos variable que surgiría de la tasa de interés usada como referencia en el contrato. De este modo el emisor del título se asegura el flujo de fondos variable prometido a los inversores.

Existen otros instrumentos financieros que resultan útiles para los emisores cuya historia en la colocación de títulos y de cumplimiento de pago es escasa e inexistente. La minimización del riesgo de no pago o *default* constituye un elemento importante para la determinación de los costos asociados al financiamiento obtenido.

La figura del "fideicomiso" resulta una excelente herramienta para los gobiernos subnacionales que desean emitir títulos de deuda garantizados.

El efecto esencial del fideicomiso es la constitución de un patrimonio de afectación con los bienes fideicomitidos, que no integran el patrimonio del fiduciario (a designar). En consecuencia, los acreedores del fiduciario no tienen acción contra esos bienes, ni tampoco la tienen los acreedores del salvo la acción de fraude (pues éste transfirió los bienes, restándolos de su patrimonio).

La ley permite integrar un fideicomiso con cualquier tipo de bienes, contemplando dos tipos de fideicomiso: el "fideicomiso común" u ordinario y el "fideicomiso financiero". A su vez, cualquiera de ellos pueden clasificarse en "fideicomiso de administración" y en "fideicomiso de garantía".

Bajo esta figura, surge la posibilidad de **separar del patrimonio del emisor el objeto de la garantía**, para que sea administrado por un fiduciario en los términos previstos en el contrato de fideicomiso. Al separar el riesgo del emisor de los títulos valores (cuando se saca la garantía del patrimonio ésta queda protegida ante una posible quiebra del emisor) **se mejora en forma significativa la capacidad de evaluación de los**

riesgos implícitos en el título, lo cual puede derivar en una mejor calificación crediticia del bono emitido.

Si bien la creación del fideicomiso permite minimizar el riesgo de la emisión asociado al riesgo provincial, la calificación estará relacionada con la estructura del fideicomiso, las garantías colaterales y el riesgo asociado a la entidad fiduciaria.

La aplicación de la figura del fideicomiso financiero en la emisión de títulos públicos sub-nacionales, cuenta con casos testigos en la República Argentina, a saber:

- La Provincia de Salta creó un "fideicomiso financiero", el cual emitió títulos garantizados con regalías provinciales; este mecanismo permitió a la Provincia no ser el emisor directo de los títulos.
- Las Provincias de Mendoza y Tierra del Fuego, con el objeto de mejorar la calidad crediticia de los títulos emitidos, constituyeron "fideicomisos de garantía" sobre los activos cedidos (regalías).

En el caso de Salta, la Provincia vendió el derecho sobre el flujo futuro de regalías, esto es, las regalías dejaron de pertenecer a la Provincia. A tal efecto, las regalías que pagan los concesionarios, ahora son transferidas directamente al Fideicomiso Financiero. El Fiduciario con estos activos emitió títulos de deuda, los cuales fueron colocados totalmente entre inversores institucionales en los Estados Unidos. A cambio, recibió el producido de la venta de los mismos que fue transferido a la Provincia.

En el caso del fideicomiso de garantía, utilizado por las provincias de Mendoza y Tierra del Fuego, las mismas firmaron un Contrato de Cesión fiduciaria, mediante el cual transfieren los recursos provenientes de las regalías para su administración. Dichas regalías siguen conformando el patrimonio provincial, pero se hayan afectadas al fideicomiso.

La estrategia de separar del patrimonio del emisor los activos cedidos en garantía, en el hipotético caso de producirse un *default* no implica que dejen de pagarse los servicios de los títulos, ya que estarían respaldados con los recursos asignados en garantía fideicomitida.

A continuación se detallan estas estructuras y los distintos mecanismos que puede utilizar un gobierno sub-nacional para mejorar la calificación de los títulos emitidos, toda vez que contribuyen a reducir los costos y mejorar los plazos de una emisión.

a) Constitución de un Fideicomiso Financiero

Se crea un fideicomiso financiero, el cual emitirá los títulos de deuda garantizados con activos de la jurisdicción sub-nacional. En este caso **el gobierno sub-nacional no emite deuda sino que lo hace un fideicomiso.**

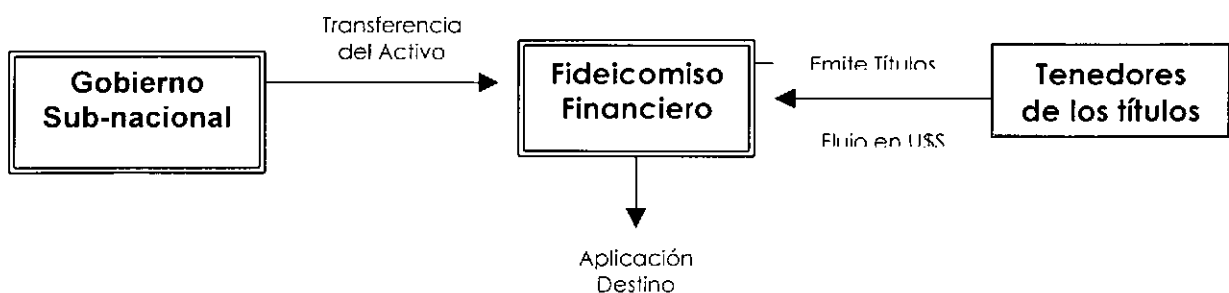
Dependiendo del grado de cesión del activo a transferir al Fideicomiso, existen 2 alternativas:

a. **Venta de Activo:** La jurisdicción **vende los derechos sobre el flujo futuro del activo durante X cantidad de años, pasando a ser propiedad exclusiva del Fideicomiso.**

El fideicomiso tiene a su cargo la recepción y administración del activo transferido, y el pago de los servicios del Bono a sus tenedores.

b. **Cesión en Garantía:** Bajo esta estructura, el Fideicomiso también emite los títulos de deuda garantizados con regalías, aunque dichos recursos continúan siendo propiedad de la jurisdicción. A tal efecto, **el gobierno sub-nacional cede y transfiere al Fideicomiso estos activos en función de un Contrato de Cesión Fiduciaria.** Estos recursos son destinados al pago de los servicios de la deuda.

Sobre este caso aún no existe experiencia en la Argentina aunque el mecanismo es muy similar al anterior. De manera sencilla, puede graficarse:



Los títulos de deuda emitidos por un fideicomiso financiero, reciben el nombre de **“Obligaciones Negociables Fiduciarias”**.

La garantía de estos títulos de deuda queda limitada al patrimonio de un fideicomiso.

Esto implica que en caso de producirse un *default* la emisora no responderá con su patrimonio sino sólo con la garantía fideicomitida. Al mismo tiempo, y a favor del inversor, el patrimonio del fideicomiso sólo podrá ser utilizado según lo establecido en el contrato, al quedar separado de la emisora por el tiempo y forma previsto.

Para mejorar la calidad crediticia de los bonos, también se utiliza la "**subordinación de deuda**". Esta estrategia consiste en lanzar dentro de una misma emisión dos categorías diferentes: *bonos principales* y *bonos subordinados*. Los primeros con preferencia sobre los segundos. Los bonos principales, al poseer una mejor garantía devengarán una tasa inferior a la de los bonos subordinados que presentan un riesgo superior. Este tipo de emisiones está relacionada con el concepto de *credit enhancement* - mecanismos para mejorar la calidad crediticia- que se vincula especialmente a los procesos de securitización o titulización de activos.

b) Creación de un Fideicomiso de Garantía: Este fue el esquema se utiliza para mejorar la garantía. A tal efecto se crea un Fideicomiso de Garantía, al cual se **cede fiduciariamente el flujo de un activo**.

En este caso, el Fideicomiso no puede emitir títulos de deuda, por lo que la jurisdicción es la emisora directa del título, a la vez que mantiene la propiedad sobre del activo fideicomitado, aunque a través del Fideicomiso, son desafectadas de su patrimonio.

Como en el caso anterior, el fideicomiso tiene a su cargo la administración del activo fideicomitado, esto es su recepción, distribución a las cuentas correspondientes y el pago de los servicios del Bono a sus tenedores.

En caso de constituirse un fideicomiso en el extranjero, el esquema de garantía implementado por las provincias de Salta y Tierra del Fuego ha sido estructurado mediante la creación de cuentas de cobro y reserva en Argentina y en el Exterior.

En la Cuenta Argentina de Cobranzas, se deposita el flujo del activo fideicomitado. Estos montos son transferidos a la Cuenta de Cobranzas en el extranjero, hasta que resulten suficientes para cubrir todos los gastos, comisiones y servicios de los títulos. Los excedentes son transferidos a la Cuenta bancaria designada por el gobierno sub-nacional.

En la Cuenta de Cobranzas en el extranjero, los fondos que ingresan se asignan primeramente al pago de los costos fijos y de los agentes de cotización, y en segundo término, a los servicios de los títulos. Además, se establece una Reserva de Servicios de Deuda, en la medida que los fondos no sean suficientes para cubrir el siguiente servicio y se prevén fondos por si se produce algún hecho desencadenante de los pagos.

Al analizar el resultado de los casos de emisiones de títulos de deuda de un gobierno sub-nacional a través de fideicomisos, se concluye que la estructura utilizada por la Provincia de Salta resultó exitosa en varios aspectos: mayor plazo, mayor monto y mejor calificación. Por otra parte, al ser el Fideicomiso el emisor del Bono, y la

Provincia haber vendido los derechos sobre las regalías, la deuda colocada quedó en cartera del Fiduciario, logrando de esta manera, la reducción de la deuda en sus registros.

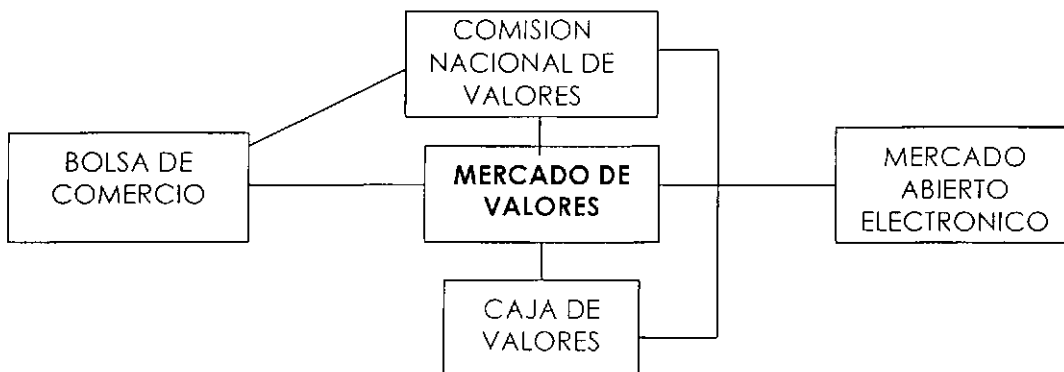
	Bono Salta	Bono Mendoza	Bono Tierra del Fuego
Monto	\$250 millones	\$150 millones	\$55 millones
Fecha Emisión	Nov-00	Ago-96	Oct-97
Plazo	15 años	6 años	7 años
Calificación	Baa3/BBB-/BBB-	BB	BB-
Regalías	Venta	En garantía	En garantía
Constitución	70% Gas y 30% petróleo	100% petróleo	40% Gas y 60% petróleo
Tasa de Interés	11.5%	10%	9%
Reserva Intereses	4 meses	3 meses	1 mes
Fideicomiso	EEUU	Argentina	Argentina

La creación de un Fideicomiso Financiero, que emita deuda garantizada con un activo cedido en carácter "fiduciario" , tendría varios beneficios con relación a la alternativa de emisión por parte de un gobierno sub-nacional y la constitución de un Fideicomiso en Garantía:

- El gobierno sub-nacional no emite directamente el título, sino que afecta recursos propios.
- Reduce el stock de deuda por un monto equivalente a lo ingresado por los títulos colocados.
- podría mejorar la calificación del título, con los beneficios directos que ésta implica sobre los costos del financiamiento (menor tasa de interés, mayor plazo y mayor monto de colocación).

4. LAS INSTITUCIONES DEL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO

El Mercado de Valores o Capitales Argentino está constituido por diversas instituciones que regulan su funcionamiento:



La **COMISION NACIONAL DE VALORES** es un organismo público nacional que tiene las siguientes funciones:

- ✓ Reglamentar la oferta pública de valores, fiscalizar las bolsas y mercados de valores.
- ✓ Aprobar los reglamento de las bolsas de comercio relacionados con la oferta pública de valores, y los de los mercados de valores (ídem, inciso e).
- ✓ Autorizar la oferta pública de valores privados y fijar los requisitos que los emisores deben cumplir para que esa autorización sea mantenida (Ley 17.811, art. 6º inciso a).
- ✓ Fiscalizar a la Caja de valores
- ✓ Fiscalizar al mercado extrabursatil
- ✓ Llevar el registro de los agentes de bolsa, sociedades fiduciarias y calificadoras de riesgo

- ✓ Controlar a las sociedades anónimas emisoras de valores con oferta pública
- ✓ Autorizar la constitución de fondos comunes de inversión (ley 23.084).
- ✓ Fiscalizar a las sociedades gerentes y depositarias de fondos comunes de inversión (ley citada).
- ✓ Intervenir en la autorización gubernamental para el funcionamiento de cajas de valores, es decir, entidades que tengan a cargo administrar un depósito colectivo de títulos valores (ley 20.643).
- ✓ Controlar a las cajas de valores y aprobar sus reglamentos (ley citada).
- ✓ Autorizar la constitución de mercados de futuros y opciones en títulos valores y otros activos, y fiscalizarlos (Decreto 2284/91).
- ✓ Autorizar el funcionamiento de las entidades calificadoras de riesgo, y fiscalizarlas (Decreto 656/92).

La **BOLSA DE COMERCIO** constituye una sociedad anónima cuyas funciones son administrar el centro de contratación, reglamenta la cotización y registra y publica las operaciones y los precios.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires es una asociación civil -por lo tanto, sin fines de lucro- que comenzó a funcionar el 6 de diciembre de 1854.

La entidad tenía - y tiene - un doble objeto: en primer lugar, constituir y administrar un centro de contratación (actividad bursátil típica) y, en segundo término, actuar como una entidad gremial del comercio en defensa de sus intereses. Bajo este segundo aspecto la Bolsa es una entidad de segundo grado, que reúne en su seno a otras asociaciones o cámaras representativas de diversos ramos del comercio y de la

industria. Este último se trata de un rol impropio de una entidad bursátil, pero que en cierto modo se explica por razones históricas.

En lo que hace a la actividad típicamente bursátil, durante los primeros años se limitaba a cotizar el papel moneda (peso) contra el oro, comenzando en 1862 a negociarse directamente este metal bajo la forma de onzas. En 1863 se admitió la negociación de monedas extranjeras.

A partir de 1864 se registran transacciones con acciones y con valores públicos nacionales.

En el año 1910 un grupo de socios que en el marco de la Bolsa realizaba transacciones informales a término sobre cereales decidió crear una sociedad anónima ("Mercado de Cereales a Término Sociedad Anónima") con el objeto de liquidar y garantizar las transacciones que efectuaban entre ellos, para no comprometer el patrimonio de la Bolsa y a fin de delimitar el riesgo correspondiente a esa operatoria del que correspondía a las operaciones con divisas, metales preciosos y valores.

Con el mismo propósito en 1929 se fundó el "Mercado de Títulos y Cambios de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires SA", el que tenía por objeto liquidar y garantizar todas las operaciones que sobre metálico, fondos públicos, acciones, debentures, letras de cambio y cualquier otro título valor cuya cotización estuviera autorizada por la Bolsa.

De tal modo, la Bolsa contaba con dos mercados adheridos, uno de valores y otro de cereales. Posteriormente, los agentes del mercado de cereales constituyeron una Bolsa separada.

A partir de la segunda guerra mundial el volumen de negocios en títulos públicos y privados -en especial el de estos últimos- adquirió un incremento importante. Ello fue motivado por el desarrollo que experimentó la industria nacional, que debió sustituir los productos que hasta ese entonces provenían del extranjero. La necesidad de capitales por parte de las empresas industriales determinó la apertura de las mismas a la cotización bursátil de sus acciones.

Con motivo del dictado de medidas gubernamentales relativas al mercado bursátil, el Mercado de Títulos y Cambios de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se transformó en el Mercado de Valores de Buenos Aires Sociedad Anónima, entidad que tomó a cargo dos nuevas funciones: reglamentar las operaciones y llevar la matrícula de los agentes de bolsa (es decir, establecer los requisitos para desarrollar la actividad, llevar el registro pertinente y ejercer el poder disciplinario).

EL **MERCADO DE VALORES** es una sociedad anónima con acciones cuyas funciones son llevar la matrícula de los agentes y sociedades de bolsa, reglamentar y garantizar las operaciones, y liquidar las operaciones.

La **CAJA DE VALORES** tiene la función de administrar el sistema de depósito colectivo de valores públicos o privados autorizados a la oferta pública, y es el agente de registro de los valores nominativos o escriturales, el agente de cobro y pago.

El depósito colectivo de títulos valores es un depósito regular (art. 2188 inc. 3 del Código Civil) con causa en la ley (art. 2185 inc. 4, mismo Código), cuya particularidad consiste en que si bien el depositario -entidad denominada "Caja de Valores"- no puede disponer ni usar de los títulos depositados, sí está habilitado para devolver al depositante otros efectos distintos de los originariamente depositados, siempre que sean de la misma especie (art. 30, Ley 20.643).

Además de esa función legal, la Caja desarrolla las siguientes actividades:

- ✓ Liquida las operaciones de bolsa, por convenio con los mercados de valores.
- ✓ Lleva el registro de acciones y obligaciones negociables escriturales, por contrato con las entidades emisoras.

Adicionalmente, el **BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA** cumple funciones de superintendencia sobre las entidades financieras, y con relación al mercado de capitales, en cumplimiento de sus funciones de regulador de la moneda y el crédito el Banco Central puede:

- ✓ Limitar, con carácter general y temporario, la oferta pública de nuevas emisiones de valores (Ley 17.811, art. 20).
- ✓ Modificar, con carácter excepcional, el margen de garantía de las operaciones a plazo fijado por los mercados de valores.

En tanto tiene a su cargo la superintendencia de entidades financieras, el Banco Central tiene emitidas normas relativas a la emisión de obligaciones negociables por

parte de dichas entidades, y a la intervención de éstas en la suscripción y colocación de las que emitan otras empresas.

En virtud de lo dispuesto en decreto 340/96 y la Comunicación A 2426/96, el Banco Central administra una Central de Registración y Liquidación de Instrumentos de Endeudamiento Público ("CRYL"). Tiene a su cargo: (a) el depósito en custodia de los instrumentos representativos de los valores de endeudamiento que emita el Estado Nacional, cuya colocación primaria le sea instruida por la Secretaría de Hacienda; y (b) habilitar cuentas de contrapartida a efectos de registrar la colocación primaria y las transferencias entre cuentas ("cuentas de registro) que sean ordenadas por sus titulares.

Están habilitados para disponer de cuentas de registro los agentes del MAE, los Mercados de Valores y la Caja de Valores.

Las cuentas de registro muestran: (a) en valores nominales residuales, los movimientos y saldos por especie de cada activo de deuda pública; (b) en pesos y en moneda extranjera, las acreditaciones por pagos de amortización y renta, y, en forma simultánea, los débitos indicativos de la transferencia automática de dichos conceptos a la cuenta corriente del titular de la cuenta de registro.

Las transferencias entre agentes se ajustarán a las modalidades Entrega contra Pago (DVP), Libre de Entrega y Pago (FD&P), Libre de Pago (FOP) y Transferencia Libre (FT).

5. EL TRAMITE DE OFERTA PUBLICA Y COTIZACION DE TITULOS PUBLICOS SUB-NACIONALES

Los títulos valores con oferta Pública son aquellas emisiones que se realizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y, también, las que se realicen fuera de los recintos bursátiles, cuando reúnan las siguientes condiciones: considera oferta pública *la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión.*

Pueden ser objeto de oferta pública únicamente los *títulos valores emitidos en masa*, que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase, *se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo.*

Conforme a la Ley de Oferta Pública de Valores y Bolsas (Nº 17.811), los gobiernos sub-nacionales que deseen cotizar sus valores en una Bolsa de Comercio deben previamente obtener de la *Comisión Nacional de Valores*, una entidad gubernamental, la autorización para realizar oferta pública de tales valores.

SOLICITUD DE AUTORIZACION:

Para que un gobierno pueda realizar oferta pública de sus valores, es necesario que la Comisión Nacional de Valores le otorgue una autorización genérica, que implica declarar que el gobierno solicitante está calificada para recurrir al financiamiento público mediante la colocación de valores en el mercado de capitales.

La autorización conferida por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, será para valores emitidos en moneda argentina o en moneda extranjera.

En virtud de un convenio celebrado entre la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires las solicitudes de autorización para efectuar oferta pública de valores deben presentarse ante la Bolsa. Esta institución realiza los estudios de práctica y eleva las actuaciones con un predictamen a la CNV para que se expida.

DOCUMENTACION REQUERIDA:

Los estados nacional y provinciales, los municipios, las entidades autárquicas y las sociedades o empresas del Estado, al solicitar la cotización de sus valores deben acompañar la siguiente documentación:

- a) Copia de la ley, decreto, ordenanza u otra disposición que autoriza la emisión;
- b) Copia de la ley, decreto, ordenanza u otra disposición que autoriza el pedido de cotización;
- c) Nota en la que se informe si se emitirán láminas definitivas, certificados globales o valores escriturales;
- d) En caso de emitir láminas, se deberá indicar su numeración y los valores

respectivos, acompañando los facsímiles.

Al proceder a la impresión de láminas, previamente deberán remitir a la Bolsa, los bocetos respectivos y una nota descriptiva de los recaudos de seguridad que adoptarán para la impresión de las láminas o certificados, conforme a lo establecido en el párrafo anterior, firmada por el representante legal y por un miembro del órgano de fiscalización interna. Concluida la impresión de las láminas, los emisores informarán en nota firmada por el representante legal y un miembro del órgano de fiscalización interna, que han dado cumplimiento a las exigencias y recaudos de seguridad indicados requeridos.

AVISO A REMITIR:

Los estados nacional y provinciales, los municipios, los entes autárquicos o las empresas del Estado que han obtenido la autorización para cotizar una determinada emisión de títulos valores, deben remitir con tres (3) días de anticipación a la iniciación de la suscripción, un aviso donde conste:

- a) Lugares y domicilios donde se atenderá la suscripción, teniendo en cuenta que cualquiera sea el domicilio del emisor, debe fijarse uno ubicado en la Capital Federal;
- b) Horario durante el cual se atenderá la suscripción, que no será inferior a cuatro (4) horas diarias, entre las 9 y las 18;
- d) Plazo de suscripción (indicar iniciación y finalización del período);
- e) Montos nominales que se ofrecen, indicando claramente las características de los títulos valores que se ofrecen;
- f) Forma y precio de colocación;
- g) Forma y plazo de integración;

- h) Fecha desde la cual gozan de intereses;
- i) Plazo de rescate total;
- j) Régimen de amortización.

OBLIGACIONES DE LOS EMISORES:

Luego de admitidos a la cotización los valores públicos, los emisores deben cumplir lo siguiente:

a) Remitir para su publicación:

- 1) Llamados a licitación y posteriormente su resultado, indicando valor de rescate;
- 2) Anuncios de sorteos y posteriormente su resultado, indicando valor de rescate;
- 3) Avisos sobre pagos de intereses a los respectivos vencimientos;

b) Cuando la renta de los valores sea variable o su precio de rescate esté condicionado a distintos factores, suministrar periódicamente las informaciones que orienten al inversor en tal sentido.

6.- AUTORIZACION ANTE EL MINISTERIO DE ECONOMIA DE LA NACION

Previo a la solicitud de cotización de un título público, cada gobierno subnacional debe solicitar la autorización del endeudamiento ante el Ministerio de Economía de la Nación.

Este control burocrático encuentra su origen legal en la Resolución del Ministerio de Economía N° 1.075/93 (y sus modificatorias) y en la comunicación A 282 del B.C.R.A (y sus modificatorias). Por la Resolución N° 1075 el Ministerio de Economía de la Nación tiene la función de supervisar, coordinar y monitorear el endeudamiento subnacional en moneda extranjera. Por su parte, la comunicación A 282 del BCRA prohíbe a la banca privada supervisada por él, el otorgamiento de créditos al sector público con la única excepción - que en los hechos resulta la regla- que la operación haya sido autorizada por el Ministerio de Economía de la Nación.

En cumplimiento de estas normativas, las jurisdicciones que pretendan tomar financiamiento en moneda extranjera (sea a través de un banco o mediante la emisión de títulos públicos), deben solicitar la respectiva autorización de la operación. Asimismo, para todas aquellas operaciones de crédito en pesos con un banco local y/o que afecten recursos provinciales y/o municipales, deben realizar el trámite en los términos de la Comunicación 282 del BCRA.

A tal efecto, la jurisdicción debe presentarse ante la Secretaría de Hacienda de ese Ministerio, con la documentación requerida que seguidamente se detalla:

1. Tipo de financiamiento solicitado: préstamo en un banco o entidad financiera, emisión de títulos públicos, otros.
2. Destino del financiamiento - obra pública, refinanciación de deuda o financiación desequilibrios corrientes (Nota de la Provincia/Municipio solicitando el trámite a la Secretaría de Hacienda).
3. Presentación de toda información financiera sobre la operación:
 - En el caso de un préstamo, debe presentarse la propuesta de la entidad financiera que especifique claramente montos, modalidades de pago y calendario de vencimientos de amortizaciones, intereses, gastos y garantías; debiendo acompañar asimismo el proyecto de contrato de mutuo -donde conste el porcentaje de coparticipación u otro recurso afectado en garantía-
 - En caso de emisión de bonos de deuda voluntaria, deben presentarse los prospectos de emisión, información sobre el agente organizador, colocador y de registro y pago, y los informes sobre calificación de riesgo.
 - Especificación del porcentaje o monto de afectación en garantía de los recursos que se afectan al repago
4. Presentación de toda información que avala la legalidad de la operación sobre la base de las normas constitucionales de cada jurisdicción:
 - Leyes que autoricen a) el endeudamiento a contraer y/o reestructuración de la deuda tomada y b) la afectación de los recursos otorgados en garantía de la operación. Dichas normas legales deberán ser dictadas en el marco de la Constitución Provincial.
 - Autorización del Poder Ejecutivo municipal para suscribir en representación de la Municipalidad la operación a contratar, en el momento de su dictado (usualmente posterior a la sanción de las ordenanzas o leyes mencionadas).

- Dictamen de la Fiscalía de Estado u organismo municipal competente.
 - Certificación del Contador General - u organismo municipal que corresponda acerca de la procedencia del porcentaje afectado de los niveles de coparticipación federal y de la factibilidad de la operación conforme al régimen de administración financiera provincial (Ley de Contabilidad). Asimismo, dicho organismo deberá certificar la efectiva afectación de los fondos recibidos por las operaciones acordadas con anterioridad en virtud de la Resolución MEyOSP N° 1075/93, a los destinos para los cuales fueron autorizadas.
5. presentación de información acerca del estado de las finanzas municipales:
- Stock de deuda a última fecha (trimestre) y perfil de vencimientos de capital e intereses para los próximos año.
 - Garantías. Informar el detalle (en porcentaje) de: a) Garantías sobre los recursos de Coparticipación de Impuestos Nacionales o Provinciales, b) Otras garantías. Se adjunta formulario.
 - Estado de ejecución presupuestaria de recursos y gastos al cierre último trimestre y Presupuesto anual.
 - Informe descriptivo del estado de las operaciones acordadas con anterioridad en virtud de la Resolución MEyOSP N°1075/93, indicando el grado de desembolso de las mismas, así también el grado de cancelación de las obligaciones contraídas. Debiendo acompañar un detalle mes por mes, del total de las retenciones de los Recursos de Coparticipación Federal (con la aclaración de los montos reintegrados por las Instituciones Bancarias en los casos en que los porcentajes cedidos superen los servicios de amortización en intereses).
 - Planta de personal abierto por escalafón.

Toda la información debe ser certificada por el organismo de contralor que corresponda (ej: Contaduría y/o Tribunal de Cuentas y Escribanía General de Gobierno en su caso).

7.- CALIFICACION DE RIESGO

Conforme a lo dispuesto en el decreto 656/92, la CNV no otorga autorizaciones para la oferta pública de valores representativos de deuda sin la previa presentación de dos calificaciones de riesgo otorgadas por sociedades calificadoras.

Las emisiones de títulos de deuda, bajo el régimen de oferta pública, deben presentar obligatoriamente dos calificaciones de riesgo, realizadas por calificadoras autorizadas a funcionar por la Comisión Nacional de Valores.

La calificación de riesgo de tales valores consiste en evaluar respecto de la emisora su real capacidad de atender, regularmente y en los tiempos previamente fijados, el pago de los servicios de un empréstito determinado, o bien determinar si los activos que constituyan el único respaldo de la emisión podrán generar un flujo de recursos suficiente para atender el pago de los servicios. Esa calificación y su divulgación pueden ser un factor determinante a considerar por parte de los proveedores de los fondos acerca de su mayor o menor disponibilidad a suministrarlos y en qué condiciones de costo y plazo.

La necesidad de la calificación de riesgo se agudiza cuando se observan los fenómenos modernos de desintermediación y titulización, que implican una sustitución y reducción de la tradicional financiación bancaria, y al mismo tiempo determinantes del reemplazo del tradicional análisis crediticio en orden a definir la concesión o denegación de préstamos.

La calificación es, entonces, una señal que se dirige al mundo financiero acerca de las posibilidades de pago de obligaciones negociables u otros valores de deuda o asimilables a ellos. Su validez descansa en su credibilidad. Esta, a su vez, se apoya en la objetividad con que se lleve a cabo el proceso de calificación, lo que requiere del ente calificador una total independencia del emisor, así como la ausencia de cualquier interés directo sobre los negocios de éste.

Entre los principales requisitos que los aspirantes deben cumplir se destaca la presentación de las técnicas que serán utilizadas en el proceso de calificación, compiladas en un manual de procedimiento que debe ser aprobado por el organismo de control.

Las calificadoras realizan el análisis del emisor, de las características de la emisión y del contexto en el que ésta se inserta. A tal fin, se analizan distintos factores:

- ✓ La situación económica, financiera y patrimonial del emisor en los últimos tres a cinco años.
- ✓ La proyección futura de esa situación, contemplando la estructura de ingresos, el flujo de fondos y la liquidez, la estructura de deuda y de patrimonio, y la incidencia de eventuales cambios en la política monetaria y la economía en general.
- ✓ Las políticas de gestión y sus objetivos.
- ✓ Los mercados en que el emisor actúa, que incluye detectar las ventajas y desventajas competitivas.

A través del armado de distintos escenarios hipotéticos proyectan la capacidad de repago ante las diversas situaciones planteadas a lo largo de la vida del bono.

En base a este análisis de sensibilidad se determina la calificación que merece la emisión. Conforme al decreto 656/92, los valores se califican en categorías denominadas con las letras A, B, C, D y E. El tope máximo del ranking de calificaciones es A -máxima capacidad de repago-, mientras la mínima calificación queda expresada por la letra E, que implica la imposibilidad de realizar la calificación por falta de suficiente información relevante.

Dentro de cada una de las categorías indicadas en el decreto, las sociedades calificadoras pueden crear subcategorías, a fin de evaluar con mayor detalle el riesgo crediticio de las emisoras sujetas a su calificación.

La calificación se realiza respecto de una emisión determinada, en atención a su particular régimen de amortización y pago de intereses, y no juzga -en principio- sobre la capacidad que tenga el emisor para hacer frente a todo su pasivo. De ahí que las distintas emisiones de títulos de deuda correspondientes a un mismo emisor pueden recibir calificaciones diferentes por parte de una misma sociedad calificadora, atento que la capacidad de cumplimiento de una obligación negociable de corto plazo, por ejemplo, puede ser distinta (mayor o menor) que la de largo plazo, según la estructura patrimonial y flujo de ingresos del emisor.

Los dictámenes de calificación deben ser remitidos a la Comisión Nacional de Valores y a las bolsas donde la emisora cotice sus valores. Además, la calificación se publica en el Boletín Oficial y en el boletín informativo de la bolsa respectiva.

La calificación es permanente. En consecuencia, no sólo se expedirá como paso previo a la obtención de la autorización de oferta pública por la CNV, sino también al menos trimestralmente, en función de los datos que surjan de los estados contables de la emisora y los demás antecedentes obtenidos por la calificadora.

En la plaza local existen ocho calificadoras⁴. Algunas de ellas, con el objetivo de obtener un mejor posicionamiento en el mercado y adquirir el *know-how* y la experiencia de otros países, se encuentran asociadas a calificadoras de origen norteamericano y chileno.

En general, las emisiones destinadas al mercado doméstico son evaluadas por calificadoras locales, salvo que el tamaño y la importancia de la emisión justifiquen absorber el costo de una calificación internacional.

Las evaluadoras americanas⁵ son las referentes en la calificación del riesgo soberano. En base al análisis de componentes económicos, sociales, jurídicos y políticos califican a los países con objetivos de mediano y largo plazo.

⁴ Duff & Phelps de Argentina, Standard & Poor's International Ratings, Fitch IBCA Argentina, Ratto-Humphreys y Valuc, Evaluadora Latinoamericana, Magister/Bankwatch y Prisma.

⁵ Dos de las más importantes son Moody's y Standard & Poor's.

En general, las provincias y municipios emisores de títulos públicos con cotización en las bolsas de comercio nacional e internacionales, han solicitado la calificación de riesgo por parte de calificadoras reconocidas.

En el mercado local operan actualmente las principales calificadoras de riesgo a nivel internacional, a saber: Standard & Poor's, Moody's, Duff & Phelps y Fitch IBCA.

Estas calificadoras efectúan su evaluación sobre cuatro pilares: variables económicas (demografía, estructura económica y perspectivas de crecimiento), estructura intergubernamental (estructura de ingresos y gastos, sistemas y políticas de administración), desempeño fiscal (evolución y flexibilidad presupuestaria) y posición financiera (liquidez, volumen y perfil de endeudamiento).

Símbolos de las Calificaciones de riesgo:

Categoría	Moody's	S&P	Fitch IBCA	Duff & Phelps	Definición	
Inversión	Alta	Aaa	AAA	AAA	AAA	Excelente calidad
		Aa	AA	AA	AA	Alta calidad.
	Media	A	A	A	A	Alta capacidad de pago
		Baa	BBB	BBB	BBB	Adecuada capacidad de repago
Especulación	Baja	Ba	BB	BB	BB	Probable cumplimiento de sus obligaciones pero con incertidumbre
		B	B	B	B	Alto riesgo
		Caa	CCC	CCC	CCC	Posible moratoria
		D	D	DDD	D	Situación de quiebra

Fuente: Manual para gobiernos locales y regionales de América Latina y Europa Central - Banco Mundial

Un aspecto adicional lo constituye el análisis de las garantías y el perfeccionamiento legal de la emisión. Respecto a la existencia y constitución de garantías, las mismas son analizadas como un factor de riesgo específico a la hora evaluar la capacidad

de repago de una provincia. Niveles de afectación muy altos, o eventuales modificaciones legales en torno a la ley de distribución de los recursos de coparticipación y/ o de recursos provinciales, pueden alterar no sólo la cobertura de dichas garantías sino también la capacidad de repago de la jurisdicción.

Si se observa la calificación de los títulos públicos, en el ámbito local pocos obtuvieron B o BB (activos de especulación), mientras que la gran mayoría obtuvo AA o A+ o superior, como son los activos considerados de inversión. En el ámbito internacional estos no superan la calificación BB o BB- de especulación, aunque nunca descendieron a B, por lo que no son considerados de riesgo excesivo.

**PROMOCION A LA INVERSION Y EL
DESARROLLO REGIONAL**

LIC. ALEJANDRO CALDARELLI

Colaboradores:

Lic. Verónica Sosa

Ing. Eduardo Solari

INFORME FINAL

OCTUBRE DE 2001

INDICE

1. INTRODUCCIÓN

2. ANALISIS DEL MARCO LEGAL VIGENTE DE PROMOCION REGIONAL

- 2.1- Síntesis del régimen establecido por la Ley 22.021 y sus modificatorias
- 2.2- Resultados logrados por el actual régimen de promoción.

3. ANALISIS DEL PROYECTO DE LEY DE PROMOCION AL DESARROLLO REGIONAL PRESENTADO POR LA DIPUTADA NOFAL

- 3.1- Principales ideas del Proyecto de Ley de Promoción del Desarrollo Regional propuesta por la Diputada Beatriz Nofal-Permasetti
- 3.2- Algunas observaciones al Proyecto de Ley

4. PROPUESTA DE LEY DE INCENTIVO A LA INVERSION y DESARROLLO REGIONAL

- 4.1- Proyecto de Ley de Incentivo a la Inversión y Desarrollo Regional
- 4.2- Ventajas del mecanismo propuesto con relación al sistema de promoción regional actual
- 4.3- Síntesis

1. INTRODUCCION

La Argentina presenta serios desequilibrios regionales en materia económica, política y social que se traducen en serias disparidades en la calidad de vida de los habitantes.

Las fuerzas de mercado, por sí mismas, no alcanzan para corregir las persistentes distorsiones que presenta el desarrollo regional del país. Para lograr eliminar estas diferencias resulta imprescindible diseñar y aplicar políticas de desarrollo regional que contribuyan a corregir estas dispersiones y a impulsar un crecimiento más armónico de las distintas regiones del país.

Desde 1940 se aplican en nuestro país, diversos regímenes de promoción regional, que en general ha sido complementaria o ha coincidido con la legislación de Promoción Industrial.

Como un indicador de la incidencia de estas políticas en la totalidad de los regímenes promocionales (industrial, no industrial y promoción minera), se han calculado los gastos tributarios plurianuales por régimen. Del mismo surge que la participación de las políticas de promoción regional representan poco más del 10% de los montos destinados a la totalidad de los regímenes.

Gastos Tributarios - Clasificación por régimen; costo plurianual

Régimen	millones de \$
Promoción Industrial	18.500
Decreto 2054/92	8.000
Decreto 804/96	8.000
Tierra del Fuego	2.500
Promoción no Industrial *	2.300
Promoción Minera (Leyes 22095 y 24196)	150
Total estimado **	20.950

**Incluye sector agropecuario y otros, sin forestal ni minero*

*** No incluye diferimiento impositivo*

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del MEYOSP y la AFIP.

Actualmente, la Ley N° 22.021 y sus modificatorias, constituyen el único régimen vigente de promoción de inversiones a nivel regional.

Las actividades promovidas por esta Ley son las Agropecuarias y Turísticas exclusivamente en las provincias de menor desarrollo o en áreas marginales de provincias de desarrollo relativo.

Dicho régimen promocional se basa en el diferimiento de ciertos impuestos nacionales a los inversores. Sin embargo, aún con estos incentivos, no abundan las solicitudes de inversión.

El sistema se ha caracterizado inicialmente por la falta de controles por parte las autoridades de aplicación y la falta de claridad en la normativa de las garantías exigidas a los inversores. Asimismo, las sucesivas modificaciones y/o vetos al régimen promocional por parte del Poder Ejecutivo Nacional no han hecho más que agregar

incertidumbre respecto a la continuidad del mismo, haciendo difícil la evaluación de proyectos de inversión.

Además, en los últimos años el sistema de garantías se tornó bastante más exigente para los inversores que, junto a las características ya mencionadas y al alto grado de burocratización y demoras en los trámites la solicitud del diferimiento, dan como resultado la postergación de inversiones de capital en las economías regionales del interior del país.

Teniendo en cuenta las falencias del actual régimen de promoción, y con el objeto de crear incentivos para un desarrollo regional equilibrado en todo el territorio nacional, se presentará en este trabajo un *proyecto de ley de Estímulo para la Inversión y Desarrollo Regional*.

La propuesta pretende lograr una distribución equilibrada de los beneficios fiscales en todas las provincias elegibles con un criterio de regionalización, con el objeto de evitar disputas entre provincias y, mediante la creación de Consejos regionales, incentivar la coordinación de políticas económicas, fiscales y de desarrollo comunes para toda una región.

Asimismo, pretende promover la radicación de inversiones de largo plazo, y eliminar algunas figuras que tienen costos tanto para el fisco como para el inversor.

En una primera etapa, se analizará el actual régimen de promoción, mecanismo de implementación y resultados. Asimismo, se incluye un breve análisis del proyecto de Ley de "Promoción del Desarrollo Económico, la Competitividad y el Empleo en las Regiones más Rezagadas del país" presentado por los Diputados Nofal – Permasetti durante el año 2000.

Por último, se presentará el proyecto de ley de *Estímulo para la Inversión y Desarrollo Regional*, sus objetivos y ventajas comparativas respecto al actual régimen de promoción.

2. ANALISIS DEL MARCO LEGAL VIGENTE DE PROMOCION REGIONAL

2.1 Síntesis del régimen establecido por la Ley 22.021 y sus modificatorias

La Ley N° 22.021 es el único régimen vigente para la promoción de inversiones a nivel regional. El objeto de la misma es el desarrollo de proyectos productivos con recursos originados por diferimiento de impuestos nacionales para la empresa promovida.

Las actividades promovidas son las Agropecuarias y Turísticas exclusivamente en las provincias de menor desarrollo o en áreas marginales de provincias de desarrollo relativo (como las provincias de Mendoza y Córdoba).

Los impuestos diferidos son el Impuesto al Valor Agregado (IVA), el impuesto a las Ganancias, a los Capitales y al Patrimonio Neto. Una vez terminado el plazo del diferimiento, la empresa devuelve los impuestos a tasa cero. Este mecanismo, incentiva la selección de proyectos cuya rentabilidad asegure la devolución de los impuestos diferidos. Además, la empresa promovida está exenta de pagar impuesto a las ganancias por 15 años a partir de la puesta en marcha del proyecto.

Los montos a diferir alcanzan al 75% del monto total del proyecto en proyectos agropecuarios y 50% en los turísticos. El proyecto de inversión debe contemplar un plan de negocios y un análisis económico financiero que asegure la factibilidad y estabilidad del mismo, así como también la rentabilidad necesaria que garantice la sostenibilidad de la inversión en el tiempo.

El régimen de garantías es bastante exigente para el inversor. A partir de la modificación efectuada mediante la Resolución N° 846/00 de la AFIP, el inversor debe garantizar entre el 20% y 50% de su deuda contraída con el fisco mediante hipoteca, caución de títulos públicos o aval bancario, pudiendo el resto ser garantizado con caución de acciones de la inversora o de la empresa promotora. Bajo estas características, la factibilidad y rentabilidad del proyecto es fundamental para que el inversor, como responsable de desarrollar un proyecto, pueda devolver los impuestos diferidos y que no le ejecuten su garantía.

La puesta en marcha de los proyectos, en la gran mayoría de los casos, supera los tres años, y en los proyectos intensivos se llega a plazos de 5 a 7 años.

Cada provincia es Autoridad de aplicación a través del Poder Ejecutivo. Cuando una Provincia se incorpora al Régimen de la Ley N° 22.021 adquiere una serie de beneficios y facultades respecto de las que no gozan de este atributo y que para obtenerlos debe recurrir a la Nación. Estas facultades de las Provincias son:

✓ *Cupo*: Cada Provincia dispone de un cupo determinado. No está supeditada a la

aprobación de la Nación y puede asignar el total del cupo a las inversiones.

- ✓ *Elegibilidad de los Proyectos:* La Provincia elige el tipo de proyectos, promociona los de su interés y decide entre los que se le presentan. Puede fijar estrategias de inversión en rubros y zonas para un desarrollo económico que con algunos años de inversión sostenida cree una actividad económica de importancia.
- ✓ *Aprobación de los Proyectos:* La Provincia aprueba por sí los proyectos en tipo y monto de inversión.
- ✓ *Convocatoria y selección de Inversores:* Convoca a los inversores a acogerse al régimen y a la presentación de proyectos de inversión.
- ✓ *Control:* La Provincia emite los certificados que autorizan el diferimiento impositivo, hace el seguimiento de las inversiones en el proyecto e impone sanciones por incumplimiento, entre otros.

A partir de 1998 la Ley de Presupuesto del Estado Nacional extendió las facultades de Autoridad de Aplicación a varias provincias. Esta descentralización continuó en 1999 (con la provincia de Corrientes) y en el año 2000 con las provincias patagónicas como Autoridad de Aplicación del Régimen eliminándose el cupo nacional.

Para aquellas provincias no beneficiadas por esta Ley y que no tenían la facultad de ser autoridad de aplicación, hasta 1999 el Poder Ejecutivo Nacional era quien aprobaba los proyectos de promoción no industrial a ejecutarse en cada jurisdicción. Los proyectos eran presentados por los Gobiernos Provinciales ante el Ministerio de Economía de la Nación quien determinaba la procedencia o no del mismo. Los cupos eran fijados de acuerdo a la Ley de Presupuesto Nacional. Esto comprendía a las Provincias de Buenos Aires, Entre Ríos, Santa Fe y todas las Provincias Patagónicas.

En 1999 la Nación dispuso de un máximo de \$ 20.000.000 en proyectos para todas las Provincias no beneficiadas.

Las inversiones fiscales aprobadas por la Cámara de Diputados de la Nación, en ocasión de la aprobación de la Ley de Presupuesto 2000 y con relación a la ley 22.021, sumaron un total \$16.300.000 para ese año.

A continuación pueden observarse el cupo fiscal de los años 1999 y 2000:

PROVINCIA	LEY Año 1999	LEY Año 2000	<u>MONTO</u> PROYECTOS
LA RIOJA	2.000.000	2.000.000	\$ 40.000.000
CATAMARCA	1.700.000	2.000.000	\$ 40.000.000
SAN JUAN	2.000.000	2.000.000	\$ 40.000.000
SAN LUIS	1.500.000	1.500.000	\$ 30.000.000
MENDOZA	1.000.000	1.000.000	\$ 20.000.000
SGO. DEL ESTERO	1.400.000	1.400.000	\$ 28.000.000
FORMOSA	1.000.000	1.000.000	\$ 20.000.000
SALTA	800.000	800.000	\$ 16.000.000
JUJUY	800.000	800.000	\$ 16.000.000
TUCUMAN	500.000	500.000	\$ 10.000.000
CHACO	500.000	500.000	\$ 10.000.000
CORRIENTES	300.000	300.000	\$ 6.000.000
MISIONES	200.000	200.000	\$ 4.000.000
PATAGONIA	0	300.000	\$ 6.000.000
CORDOBA	500.000	500.000	\$ 10.000.000
NACIONAL	1.000.000	0	
COSTO FISCAL	15.200.000	16.300.000	
TOTAL PROYECTOS			\$ 326.000.000

Las empresas promovidas son empresas ad-hoc constituidas especialmente para los proyectos de inversión. Esto permite al fisco un control contable de las inversiones en forma absolutamente independiente de la empresa inversora que es a su vez garante de los diferimientos impositivos realizados.

A partir del año 1996, con el dictado del Decreto N° 1232/96 y su modificatorio N°1580/96, se produjo una importante regularización de los proyectos de diferimiento de impuestos por la cual se fija un plazo de 6 meses para justificar las inversiones tomadas por diferimiento de impuestos. Ello implica que cada 6 meses, las provincias deben estar certificando las inversiones realizadas por las empresas y no se les otorga a las empresas nuevos certificados de diferimiento si no han justificado las inversiones realizadas.

2.2 Resultados logrados por el actual régimen de promoción:

En general se han desarrollado bajo esta ley los proyectos comprendidos en el sector agropecuario, a excepción de algunos proyectos de inversión en turismo. Estos últimos han sido desarrollados principalmente en la Provincia de San Luis.

Los proyectos agropecuarios han sido dirigidos a producciones intensivas (proyectos en olivo, jojoba, cítricos, semillas, entre otros) o a producciones extensivas combinadas con producciones intensivas con importante inversión en tecnología y equipamiento (engorde de ganado en zona de cría, cría de búfalos, etc.).

Los inversores han sido pequeñas y medianas empresas nacionales o radicadas en el país, con algún grado de disponibilidad de capitales. Los montos de inversión por proyecto han superado los \$2.000.000.

Con el objeto de cuantificar el impacto del régimen de promoción en las economías regionales, se analiza a continuación la evolución de dos variables relevantes: el Ingreso per Cápita y el Empleo generado en las actividades promovidas.

En cuanto al primero, si se compara el ingreso per cápita en las provincias de La Rioja, San Luis, San Juan y Catamarca, en los últimos diez años se observa que éste aumentó en tres de ellas, con la excepción de Catamarca que comenzó más tarde que las otras provincias en la aplicación del régimen.

Igual impacto registraron los niveles de empleo. Los empleos directos y permanentes se calculan en tres por cada millón de pesos invertidos. También se generan empleos no calificados, directos y no permanentes, para las tareas de mantenimiento (como poda) y para las de cosecha y post cosecha. A su vez están los empleos indirectos durante la etapa de inversión, construcciones, desmonte, viveros, electricidad, implantación y en las etapas de comercialización y distribución (empaquete, transporte, etc.). El total puede estimarse en 20 empleos por cada millón de pesos invertido en el sector agropecuario y más de 30 en el sector de turismo.

Como se señalara anteriormente, la empresa promovida es una empresa constituida ad-hoc y radicada en el lugar de aplicación del proyecto. Esto ha generado una multiplicidad de nuevas PyMEs, en la mayoría de los casos, con objetos sociales diferentes de la empresa de origen e inversora, nueva dirección, gerencia y nuevo personal profesional directa o indirectamente vinculado a la misma.

Como la radicación de estas empresas es en zonas marginales, el empleo generado afirma la población en el lugar e incluso puede hacer regresar a su lugar de origen a muchos que han emigrado a las capitales en busca de trabajo. Como ejemplo, podemos citar los índices de desempleo de mayo/2000 donde Santa Cruz tiene 1,9% (medido sobre Río Gallegos con 49,8% de la población trabajando para el estado), siendo este el índice más bajo del país. Sin embargo en el norte de la provincia, con alta producción petrolera, hay municipios con índices del 30% de desocupación, con alto riesgo y posible migración hacia la capital.

Por otra parte, el desarrollo regional de estas zonas no sólo genera empleo sino que afirma la población existente y ayuda a revertir el proceso migratorio.

Sobre el costo fiscal de régimen, pueden realizarse varias consideraciones. Al tratarse de un régimen de promoción a la inversión y no de desgravación, corresponde calcular, no costos fiscales, sino la tasa de retorno para el Estado en un plazo determinado. Esto debe entenderse así ya que el costo Fiscal considerado por el Estado y que surge del llamado Cuadro de Costo Fiscal Teórico está dado, al final de cada proyecto

promovido por el beneficio de la exención del impuesto a las Ganancias, dado que el diferimiento se netea con su devolución (sin intereses ni actualizaciones).

En un estudio realizado sobre el Costo Fiscal y los beneficios que producen las nuevas actividades desarrolladas en proyectos de olivo y ganadería se han obtenido las siguientes conclusiones:

- La exención del impuesto a las ganancias no se considera costo fiscal, ya que justamente por la existencia del beneficio se genera una nueva actividad inexistente anteriormente y que no se produciría si no existieran incentivos fiscales.
- Se plantea suponer el diferimiento como una "Inversión" por parte del fisco, que genera ingresos posteriores por el pago de IVA Compra de los bienes y servicios que prevé el proyecto, pago de derechos de importación cuando se importen bienes para el proyecto, por el impuesto a la transferencia de combustibles y por las cargas sociales que corresponden a la nueva actividad. Ello permite elaborar un flujo de fondos y calcular una tasa interna de retorno del fisco.
- Para los proyectos tomados como ejemplo de ganadería y olivo se obtuvieron tasas de retorno positivas sobre la base de la duración del periodo de beneficios del proyecto que oscilan entre el 6 y 11%. En ganadería el Estado recupera en ese periodo alrededor del 150% de las sumas diferidas y en olivicultura alrededor el 200% de las sumas diferidas.

Dada la antigüedad del régimen los proyectos en muchos casos han superado el periodo de beneficios del proyecto, por tanto el Estado ya ha obtenido la tasa de

retorno mencionada por lo cual las nuevas inversiones son, en realidad, reinversiones totales o parciales de los beneficios obtenidos.

A pesar de estos efectos positivos, el régimen establecido por la Ley 22.021 adolece de ciertas debilidades. En la etapa inicial del régimen, la falta de control de las inversiones por parte de las Provincias y la falta de claridad de la normativa de garantías existentes o por la alteración de reglas en forma arbitraria por parte de la AFIP, constituyen uno de los rasgos más destacados del régimen de promoción. Asimismo, la incertidumbre jurídica respecto a las sucesivas modificaciones del régimen, a la intervención de la Nación a través de la AFIP en las provincias, y los sucesivos vetos del Poder Ejecutivo Nacional en los últimos 5 años, han creado inseguridad jurídica e incertidumbre sobre la continuidad del régimen de promoción.

Por otra parte, el sistema de tramitación de los beneficios ante la Nación ha resultado muy burocrático, lo cual ha derivado en importantes demoras y hasta quedando algunos proyectos sin resolución.

Esta situación no hizo más que conspirar en contra del desarrollo de las economías regionales, en tanto contribuye a postergar las decisiones de inversión de capitales privados.

3. ANALISIS Y OBSERVACIONES AL PROYECTO DE LEY DE PROMOCION DEL DESARROLLO REGIONAL PRESENTADO POR LA DIPUTADA NOFAL

3.1 Principales ideas del Proyecto de Ley de Promoción del Desarrollo Regional propuesta por la Diputada Beatriz Nofal-Permasetti

El proyecto tiene por objeto "... estimular el desarrollo económico y la competitividad de las regiones más rezagadas del país ...", así como generar empleo "... en las regiones con mayores índices de desocupación."

Para determinar el sistema de elegibilidad de provincias a ser beneficiadas por la promoción elabora un coeficiente en base a:

- 1) el ingreso per cápita provincial no debe superar el 80% del nacional;
- 2) la tasa de desocupación deberá ser de al menos el 110% de la tasa nacional;
- 3) la densidad de población no debe superar el 50% del promedio nacional.

Para la determinación del coeficiente se establece una ponderación inicial de 45% del inciso (1); 45% del inciso (2) y 10% del inciso (3). En el caso de que la tasa de desocupación nacional alcanzara un nivel igual o inferior al 9% la ponderación sería 60%, 30% y 10% de los incisos respectivos.

Para la promoción, se establece la distribución de un "cupos fiscal" que se aplicará a la inversión. Una parte del cupo se distribuirá entre las provincias elegibles y otra, denominado Cupo Fiscal Adicional (30%) se aplicará en aquellas zonas o localidades

que cuenten con una tasa de desocupación de al menos el 120% de la tasa nacional y/o un índice de Necesidades Básicas Insatisfechas (ÑBI) de al menos 120%. Para la determinación del coeficiente se utilizará una ponderación del 50% para cada ítem.

Asimismo, contempla un segundo Cupo Fiscal Adicional (10%) aplicable en todo el territorio nacional, para proyectos tecnológicos intensivos en recursos humanos.

Las actividades elegibles son: agricultura, industria, infraestructura, turismo, desarrollos innovativos en servicios intensivos en tecnología en las áreas de informática e internet y proyectos de investigación científica y tecnológica que utilicen intensivamente recursos humanos.

La promoción está dada por los beneficios fiscales otorgados a los inversores, en las distintas etapas del proyecto:

Sobre la contratación de mano de obra:

- 1) podrán convertir en un Bono fiscal intransferible hasta el 150% de las contribuciones patronales para ser aplicados a la cancelación de tributos nacionales generado por el proyecto promovido. Son acumulables al beneficio de la reducción de las contribuciones patronales.
- 2) Sobre la contratación de directivos o ejecutivos: podrán convertir en un Bono fiscal intransferible hasta el 50% de las contribuciones patronales para ser aplicados a la cancelación de tributos nacionales generado por el proyecto promovido. Son acumulables al beneficio de la reducción de las contribuciones patronales.

Sobre la inversión:

Se financia el pago del IVA y aranceles de importación imputados en la compra de bienes de capital, tanto de origen nacional como importado:

- a) Si la inversión está orientada a generar ventas en el mercado interno, se financiará hasta en 5 años, a partir de la puesta en marcha de la inversión.
- b) Si la inversión está orientada a generar ventas de hasta el 50% en el mercado externo, será de hasta 8 años.
- c) Si la venta está orientada más de un 60% para el mercado externo: se podrá remitir el IVA asociado a la inversión.

Amortización acelerada de Bienes de Capital:

- Se podrán amortizar los bienes de capital nuevos, afectados a la producción del proyecto, con un plazo de vida útil de hasta 50% del establecido para el mismo grupo de bienes del régimen de impuesto a las ganancias.

Diferimiento de pago de impuestos nacionales:

Serán beneficiados con este diferimiento de hasta en 8 años, proyectos agropecuarios en zonas árida y semiáridas de las Provincias de La Rioja y Catamarca, por hasta el 75% de la inversión, excluida la compra del campo. En este caso, el costo fiscal no podrá superar el 50% del cupo fiscal establecido.

Devolución del financiamiento:

Los impuestos diferidos serán devueltos fijándose la tasa de interés en 0%.

Los beneficiarios de la promoción deberán constituir alguna de las siguientes garantías:
Aval bancario, caución de títulos públicos, o hipoteca o prenda con registro.

El Ministerio de Economía de la Nación constituirá la Autoridad de Aplicación, delegando sus facultades a los gobiernos provinciales. Estos últimos, como Autoridad de Aplicación llamarán a concurso público para la selección de proyectos.

Asimismo, el Banco de la Nación Argentina considerará prioritarios a los proyectos seleccionados por el régimen descripto, a los fines de ser financiado por la entidad.

El Poder Ejecutivo Nacional deberá incluir en el Presupuesto Nacional el cupo fiscal global que será fijado anualmente en la Ley de Presupuesto, y estará comprendido entre el 1% y el 1.5% de la recaudación tributaria total anual de la Nación más las Contribuciones Sociales.

La Autoridad de Control le corresponde al Ministerio de Economía de la Nación, a través de los organismos y mecanismos que determine. El Organismo de Control deberá tener un registro electrónico de acceso público que permita conocer el desarrollo y estado de los proyectos acogidos y los beneficios concedidos. Tendrá además, amplias facultades para verificar y evaluar el régimen de promoción regional, pudiendo suspender la aplicación del cupo fiscal en caso de comprobarse irregularidades en su implementación desde las autoridades provinciales.

En caso de incumplimientos por parte de los beneficiarios, las penas contemplan desde multas desde el 1% al 100% del monto actualizado del proyecto, así como también la caducidad total o parcial de los beneficios fiscales otorgados, el pago de las obligaciones tributarias canceladas con el Bono de Crédito Fiscal o la ejecución de la garantía

3.2 Algunas observaciones al Proyecto de Ley:

El régimen establecido por este proyecto es de similares características al régimen de la promoción no industrial vigente todos los años por Ley de Presupuesto Nacional, en cuanto al financiamiento de las inversiones a través del diferimiento de impuestos nacionales.

Sin embargo, a diferencia del espíritu de la Ley N° 22.021, este proyecto intenta incluir en la promoción un espectro más amplio de actividades económicas a desarrollarse en el interior del país. Asimismo, pretende legitimar un mecanismo de promoción de las actividades económicas que hoy se realiza de una forma más arbitraria y menos segura, es decir se transparentaría el mecanismo de adjudicación de los cupos.

Respecto al mecanismo de selección de los proyectos y al funcionamiento y control del mecanismo de la promoción, se volvería al sistema que actualmente funciona para la "promoción no industrial" , más burocrático y por tanto menos operativo.

A continuación se realizan algunas observaciones puntuales al proyecto, a saber:

Sobre los Criterios de elegibilidad de Provincias:

- El uso del *nivel de desempleo* como indicador para la configuración del coeficiente de aplicación, ignora las elevadas proporciones del empleo público (desempleo encubierto), justamente más notorio en las provincias menos desarrolladas. Por otra parte, como política promocional basada en el desarrollo, los criterios de elegibilidad deberían ser el grado de desarrollo de las provincias y no su nivel de desempleo.
- El criterio de *densidad habitacional* tiene una baja ponderación en el índice, lo cual perjudica algunas regiones como la Patagonia. Por otro lado, al exigir una densidad menor al 50% del promedio nacional, deja sin ponderación a provincias como Salta, Jujuy, Tucumán, Chaco, Corrientes y Formosa.
- Respecto del *Ingreso* coloca en la misma categoría a provincias con 80% y 60% de su ingreso como proporción del promedio nacional. Si el porcentaje de 80 previsto por la ley se bajara a 60% el ranking de índices, y la consiguiente distribución de cupos, cambiaría radicalmente.
- En la situación actual, los indicadores seleccionados permiten incluir en este beneficio adicional a provincias con alto desarrollo como Santa Fe, Entre Ríos, Tucumán y Mendoza, dejando con menos cupo fiscal a las provincias patagónicas y del norte y noroeste argentino. Como puede observarse en el siguiente cuadro, sólo quedan excluidas la Capital Federal y las provincias de Buenos Aires y Córdoba:

Provincia	Criterio de Elegibilidad				s/Total	Cupo Adicional	
	Ingreso	Desempleo	Densidad	Total		NBI	Desempleo
	80%	110%	50%			> 120 %	> 120 %
Catamarca	45	45	10	100	10,9%	SI	SI
Entre Ríos	45	45	0	90	9,8%	NO	NO
Jujuy	45	45	0	90	9,8%	SI	SI
Tucumán	45	45	0	90	9,8%	SI	SI
Neuquén	0	45	10	55	6,0%	NO	NO
San Juan	45	0	10	55	6,0%	NO	NO
Santiago Estero	45	0	10	55	6,0%	SI	NO
Corrientes	45	0	0	45	4,9%	SI	NO
Chaco	45	0	0	45	4,9%	SI	NO
Formosa	45	0	0	45	4,9%	SI	NO
Mendoza	45	0	0	45	4,9%	NO	NO
Misiones	45	0	0	45	4,9%	SI	NO
Salta	45	0	0	45	4,9%	SI	NO
Santa Fe	0	45	0	45	4,9%	NO	NO
Chubut	0	0	10	10	1,1%	NO	NO
La Pampa	0	0	10	10	1,1%	SI	NO
La Rioja	0	0	10	10	1,1%	SI	NO
Río Negro	0	0	10	10	1,1%	NO	NO
San Luis	0	0	10	10	1,1%	NO	NO
Santa Cruz	0	0	10	10	1,1%	NO	NO
Tierra del Fuego	0	0	10	10	1,1%	NO	NO
Buenos Aires	0	0	0	0	0,0%	0	NO
Ciudad de Bs As	0	0	0	0	0,0%	0	NO
Córdoba	0	0	0	0	0,0%	0	NO

Sobre las Actividades promovidas:

- Se promueven actividades (agrícolas, tecnológicas, investigación científica, turismo, entre otras) con baja inversión en activos fijos, lo que facilita al inversor, una vez finalizado el beneficio fiscal, abandonar la actividad.

Sobre los Beneficios fiscales:

- Los incentivos propuestos y su forma de aplicación son inviables, con garantías duras y sin tener en cuenta el mayor/menor grado de desarrollo en las distintas provincias.
- Si el bono es intransferible, recién puede ser aplicado cuando el proyecto entre en etapa de producción. Asimismo no fija plazo para dichos beneficios.
- La exención al impuesto a las Ganancias y los beneficios otorgados sobre la contratación de la mano de obra, puede establecer ventajas comparativas a favor de las empresas promovidas sobre las instaladas en la misma actividad.
- Los beneficios sobre el IVA y los impuestos a la importación de bienes son exiguos para inversiones en zonas marginales.
- No se aclara cómo funciona el sistema de diferimiento, si es por reintegro u algún otro mecanismo.
- No exime del impuesto a la Ganancia Mínima Presunta en la etapa de inversión.
- El diferimiento de impuestos nacionales (IVA y Ganancias) para La Rioja y Catamarca, constituyen una desigualdad total con las demás provincias que, en muchos casos, están en peores condiciones económicas.

Sobre la Autoridad de Aplicación:

- La Autoridad de Aplicación recae en la Nación y los cupos que se otorgan si no son utilizados se pierden. Con las demoras en los trámites en la Nación en muchos casos las empresas dejan de tener interés en el proyecto por los cambios en determinadas condiciones. Puede encontrarse como ejemplo los cupos del año 1999, que fueron imputados y no aprobados por el Poder Ejecutivo Nacional.

De las observaciones precedentes, surge sintéticamente que:

- Esta propuesta no atrae a ningún inversor nacional a áreas marginales, que es el objeto del proyecto en cuestión.
- Promueve la inversión en áreas centrales de desarrollo, desvirtuando el objeto de la Ley.
- Otorga beneficios a Provincias desarrolladas, los disminuye en las de bajo desarrollo y los minimiza en la Patagonia.
- Desconoce a las provincias como autoridad de aplicación y control.
- El 40% del cupo fiscal total, equivalente al cupo adicional, queda en manos del Poder Ejecutivo Nacional.
- Este cupo adicional, beneficia claramente a los grandes centros urbanos, incluida la Ciudad de Buenos Aires y el Gran Buenos Aires, en materia de proyectos tecnológicos, con marcado sesgo hacia el sector telefónico e Internet.
- Le permite sólo a dos provincias, La Rioja y Catamarca, mantener el régimen de diferimiento de Impuestos Nacionales de la Ley Nº 22.021, imponiendo una clara desigualdad a las restantes provincias.
- La Autoridad de control está en manos de la Nación, con controles bimestrales, lo que impone un altísimo costo de administración.

4.1. -PROYECTO DE LEY DE INCENTIVO A LA INVERSIÓN Y DESARROLLO REGIONAL

PROYECTO DE LEY

EL SENADO Y CÁMARA DE DIPUTADOS DE LA NACIÓN ARGENTINA...
SANCIONAN CON FUERZA DE LEY

LEY DE ESTIMULO PARA LA INVERSION Y EL DESARROLLO REGIONAL

CAPITULO I

ACTIVIDADES PROMOCIONABLES

Artículo 1°.- Las franquicias establecidas por la presente ley, comprenderán las inversiones efectuadas en explotaciones de la naturaleza que se indica:

a) Las sumas que se inviertan en la realización de proyectos agrícola ganaderos, tanto en cultivos perennes como anuales, así como de cría, engorde o tambo de hacienda vacuna, ovina, caprina y porcina:

1. El cien por ciento (100%) de los montos invertidos en maquinaria agrícola, entendiéndose también como tal la utilizada en la ganadería y aquella que complete el ciclo productivo agrario; en tractores y acoplados de uso agrícola; en elementos de tracción y transporte, excluidos automóviles; en equipos de lucha contra incendios; en instalaciones y equipos de refrigeración, electrificación o inseminación artificial; en el tendido de líneas de conducción de energía eléctrica; en galpones, silos, secadores y elevadores de campaña; en alambrados, cercas, mangas, bañaderos, corrales y básculas; en aguadas, molinos, tanques, bebederos, represas, pozos y elementos para riego; en perforaciones, bombas y motores para extracción de agua o para desagües, y las destinadas a la provisión de agua y canalización y sistematización para riego. Estos beneficios sólo serán procedentes cuando se efectúen en bienes nuevos.

3. El cien por ciento (100%) de los montos invertidos en praderas permanentes comprendidos los trabajos culturales de la tierra que se realicen en el ejercicio de implantación; en alfalfares y plantaciones perennes; en cortinas vegetales contra vientos; en reproductores machos bovinos, porcinos, caprinos y ovinos.

4. El cien por ciento (100%) de los montos invertidos en la vivienda única construida en el establecimiento para el productor y para el personal de trabajos y su familia y en las ampliaciones de la misma; en trabajos de desmontes, rozaduras, nivelación y fijación de médanos.

Los beneficios que acuerda este inciso incluyen a todas las erogaciones que constituyan costos de implantación o de mantenimiento durante el período que determine la reglamentación para cada actividad y hasta un máximo de ocho (8) años a partir de la aprobación del proyecto.

Quedarán excluidos de los beneficios que acuerda el régimen instituido por la presente Ley, las sumas invertidas en superficies de tierra, forestación, excepto en su utilización como cortinas vegetales contra vientos y para fijación de médanos.

Dichos proyectos podrán formularse por hasta un monto de inversión total de dos millones quinientos mil pesos (\$2.500.000).

b) Las sumas que se inviertan en la realización de proyectos turísticos, en equipamientos e instalaciones, en tanto se trate de bienes nuevos, y en la construcción de inmuebles destinados a hotelería.

Dichos proyectos podrán formularse por hasta un monto de inversión total de cinco millones de pesos (\$5.000.000).

Artículo 2°.- Los proyectos de inversión comprendidos en el inciso a) del artículo anterior, podrán prever hasta un 25% del monto de inversión total en maquinarias, equipos, instalaciones, en tanto se trate de bienes nuevos, y en la construcción de obras civiles. Los mismos deberán ser utilizados en procesos directamente vinculados a la transformación, y/o clasificación, y/o empaquetado y/o conservación del tipo de producción primaria que en dicho proyecto se prevea.

Artículo 3°.- En el caso de las empresas promovidas cuyos proyectos estén destinados enteramente a producción primaria, previa aprobación de su factibilidad por parte de la autoridad de aplicación, tendrán la opción de acceder a franquicias por un 25% adicionales al monto de inversión original, a fin de desarrollar las inversiones detalladas en el Artículo anterior.

Dichas empresas o explotaciones promovidas podrán asociarse en forma de unión transitoria de empresas o mediante acuerdos de cooperación empresarial, a fin de desarrollar inversiones conjuntas.

Las empresas promovidas que opten por acceder a los beneficios establecidos en este artículo, deberán presentar el respectivo proyecto en un período no superior a los ocho (8) años a partir de la aprobación del proyecto original.

CAPITULO II

BENEFICIOS

Artículo 4°.- Los emprendimientos comprendidos en el presente régimen gozarán de estabilidad fiscal por el término de hasta veinte (20) años, contados a partir de la fecha de aprobación del proyecto respectivo.

Se entenderá por estabilidad fiscal que las personas físicas o jurídicas sujetas al marco del presente régimen de inversiones, no podrán ver incrementada la carga tributaria total, determinada al momento de la aprobación, como consecuencia de aumentos en los impuestos y tasas, cualquiera fuera su denominación en el ámbito nacional y en los ámbitos provinciales y municipales, o la creación de otras nuevas que los alcancen como sujetos de derecho de los mismos.

Las disposiciones de este Artículo no serán aplicables al impuesto al Valor Agregado, el que a los fines de las actividades incluidas en el presente régimen se ajustará al tratamiento impositivo general.

Artículo 5°.- A los efectos de lo establecido por el artículo anterior, la Autoridad de Aplicación, emitirá un certificado con los impuestos, contribuciones y tasas aplicables a cada emprendimiento, tanto en orden nacional como provincial y municipal, vigentes al momento de la aprobación del mismo, que se remitirá a las autoridades impositivas respectivas. Dicho certificado se considerará firme, si tales autoridades no lo observan dentro de los veinte (20) días hábiles de recibido.

Artículo 6°.- Los emprendimientos comprendidos por el presente régimen estarán exentos del pago de las sumas que deban abonar en concepto de impuesto a la renta mínima presunta durante el período que determine la reglamentación para cada actividad y hasta un máximo de ocho (8) años contados a partir de la aprobación del proyecto.

Artículo 7°.- Las personas físicas o jurídicas titulares de las inversiones en empresas comprendidas en el Artículo 1°, tendrán a su opción, algunas de las siguientes franquicias, respecto de los montos de inversión que en cada caso apruebe la Autoridad de Aplicación:

- a) Exención por hasta el sesenta por ciento (60%) en el pago de las sumas que deban abonar en concepto de impuesto al valor agregado, o en su caso del que lo sustituya o complementa, correspondiente a ejercicios con vencimiento general posterior a la fecha de la inversión.
- b) Deducción del monto imponible, a los efectos del cálculo de impuesto a las ganancias, impuesto a la renta mínima presunta e impuesto a los bienes personales o de aquellos que los sustituyan o complementen, por hasta el ciento cincuenta por ciento (150%) de las sumas efectivamente invertidas en el ejercicio fiscal, como aportaciones directas de capital o integraciones por suscripción de acciones.

Se considerará configurada la inversión a medida que se integre el capital o se efectivice la aportación directa.

En los casos de suscripción de capital sólo gozará de la franquicia el suscriptor original.

Artículo 8°.- La aprobación de estatutos y celebración de contratos sociales, reglamentos de gestión y demás instrumentos constitutivos y su inscripción, cualquiera fuere la forma jurídica adoptada para la organización del emprendimiento, así como su modificación o las ampliaciones de capital y/o emisión y liberalización de acciones, cuotas partes, certificados de participación, operaciones de compraventa de inmuebles, escrituras traslativas de dominio, constituciones de garantías hipotecarias y todo otro título de deuda o capital a que diere lugar la organización del proyecto aprobado en el marco de esta ley, estarán exentos de todo impuesto nacional que grave estos actos.

CAPITULO III

ADHESION PROVINCIAL

Artículo 9°.- El presente régimen será de aplicación en las jurisdicciones que adhieran expresamente, mediante del dictado de una norma provincial análoga. A fin de acogerse a los beneficios establecidos en la presente ley, las respectivas provincias deberán:

- a) Declarar exentos del pago de todo impuesto provincial que grave los actos a que se refiere el artículo 8º, incluido el impuesto de sellos, tanto para el otorgante como para el receptor, a los emprendimientos comprendidos por la presente ley.
- b) Declarar exentos del pago del impuesto sobre los ingresos brutos u otro que lo reemplace o complemente en el futuro, la actividad lucrativa desarrollada por los emprendimientos comprendidos por la presente ley. Esta franquicia deberá regir por el término de quince (15) años contados a partir del momento de su aprobación.

Será facultativo de cada jurisdicción la extensión de los beneficios provinciales señalados en este artículo, a las explotaciones preexistentes cuya actividad tenga el mismo objeto que las promovidas.

CAPITULO IV

DISTRIBUCION Y REGIONALIZACION

Artículo 10º.- El régimen instituido por la presente Ley será de aplicación en las provincias donde se cumpla al menos uno de los siguientes criterios.

- i) Ingreso per cápita inferior al sesenta y cinco por ciento (65%) del ingreso per cápita nacional, según últimas mediciones oficiales del Ministerio de Economía de la Nación.

- ii) Densidad de población provincial (habitantes/superficie) inferior al cuarenta por ciento (40%) de la densidad de población nacional.

Artículo 11°.- Los criterios mencionados en el artículo anterior tendrán la siguiente ponderación a fin de establecer los índices de las provincias elegibles: inciso i) ochenta y cinco por ciento (85%); inciso ii) quince por ciento (15%).

En el caso de las provincias de Catamarca, La Rioja, San Juan y San Luis, integrantes del Acta de Reparación Histórica, se adicionarán veinticinco (25) puntos a sus respectivos índices provinciales.

Artículo 12°.- Independientemente de las ponderaciones mencionadas en el artículo precedente, los coeficientes provinciales serán actualizados cada tres años y al momento de confeccionarse el Proyecto de Ley de Presupuesto por el Poder Ejecutivo Nacional, tomando en cuenta las variaciones provinciales y nacional del ingreso per capita. Los coeficientes referidos a la densidad de población se actualizarán cuando se dispongan de los resultados del próximo Censo de Población.

Artículo 13°.- A los efectos de la aplicación del presente régimen se contemplará el siguiente sistema de regionalización:

- i) Región 1: Chaco, Corrientes, Formosa y Misiones.
- ii) Región 2: Jujuy, Santiago del Estero, Salta y Tucumán.
- iii) Región 3: Catamarca, La Rioja, Mendoza, San Juan y San Luis.

- iv) Región 4: La Pampa, Neuquén y Río Negro.
- v) Región 5: Chubut, Santa Cruz y Tierra del Fuego.
- vi) Región 6: Buenos Aires, Ciudad de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos.

Artículo 14°.- El índice de cada región será igual a la suma de los índices de las provincias elegibles que la componen.

El cupo fiscal total será distribuido proporcionalmente de acuerdo a los índices de cada región, correspondiéndole partes iguales a cada una de las provincias elegibles que la componen.

Artículo 15°.- Las provincias beneficiarias no sufrirán descuentos de sus recursos coparticipables en concepto de los beneficios que se fijan en la presente ley.

Artículo 16°.- En caso de quedar subutilizados, los cupos fiscales provinciales no podrán acumularse en ejercicios fiscales posteriores.

Artículo 17°.- Los porcentajes de distribución del cupo fiscal entre las provincias elegibles, según los criterios establecidos en los artículos 10°, 11°, 13° y 14° que serán de aplicación por la presente ley, se fijarán de la siguiente forma:

- i) Para el primer ejercicio fiscal, de acuerdo a lo estipulado en la planilla que como Anexo I se incorpora a la presente ley.

- ii) Para los ejercicios fiscales sucesivos se fijarán anualmente por decreto reglamentario según los últimos datos disponibles y siguiendo la misma metodología descrita en el Anexo II de la presente ley.

Artículo 18°.- Las provincias elegibles integrantes de cada una de las regiones a que se refiere el artículo 13° designarán un representante a fin de conformar un Consejo Regional de Promoción.

Dicho consejo tendrá las siguientes funciones:

- a) Delinear planes de desarrollo regional definiendo las actividades y locaciones estratégicas a ser promovidas, sobre la base de los siguientes criterios:
- Promover actividades generadoras de empleo estable y de mayor valor agregado.
 - Promover proyectos de producción sustentable con conservación de los recursos provinciales.
 - Analizar los impactos ambientales de las actividades a promover.
- b) Determinar para cada actividad, los períodos que deberá dictar la reglamentación a fin de dar cumplimiento a lo establecido en los artículos 1°, inciso a) y 6°.

- c) Establecer los parámetros vinculados a la correcta formulación de los proyectos de inversión y a una adecuada evaluación de su viabilidad: insumos necesarios, costos, bienes de activo necesarios, precios, cantidades a producir, mano de obra requerida y precios de venta posibles.
- d) Fomentar formas asociativas entre productores y/o empresarios, incentivando proyectos de inversión coordinados que propendan a la generación de polos, áreas y corredores de crecimiento, a fin de lograr economías de escala, tanto desde el punto de vista productivo como de comercialización, y de la especialización de procesos.
- e) Promover la integración de la comunidad científico tecnológica a la economía real.
- f) Incentivar la innovación e incorporación tecnológica.
- g) Homogeneizar instrumentos y procedimientos administrativos referentes a la aplicación del presente régimen entre las provincias integrantes de la región,
- h) Centralizar la evaluación y calificación de los proyectos presentados en las respectivas jurisdicciones que conformen el bloque.
- i) Delinear proyectos de infraestructura de apoyo a fin de promover la generación de polos, áreas y corredores de crecimiento.

CAPITULO V

AUTORIDAD DE APLICACION Y CONTROL

Artículo 19°.- Actuarán como Autoridad de Aplicación de la presente ley los Poderes Ejecutivos de las Provincias elegibles comprendidas por los criterios a que se refiere el artículo 10°.

Artículo 20°.- Las Autoridades de Aplicación respectivas deberá remitir anualmente al Congreso de la Nación un informe conteniendo información descriptiva y análisis/evaluación del impacto económico de todas las actividades promovidas.

Artículo 21°.- Las empresas beneficiarias del régimen de la presente Ley, en los casos en que la misma lo requiera, deberán cumplir los proyectos que sirvan de base para la concesión de las respectivas franquicias, a cuyo efecto, la Autoridad de Aplicación verificará el cumplimiento del plan de inversiones y de producción o explotación.

A los efectos del cumplimiento de lo señalado en el párrafo anterior, los beneficiarios deberán presentar ante la autoridad de aplicación, informes semestrales con carácter de declaración jurada, con carácter previo al otorgamiento por parte de la autoridad de aplicación, de la correspondiente autorización para hacer uso de los beneficios otorgados por el presente régimen.

Los informes semestrales a que se refiere el párrafo anterior deberán presentarse certificados por Contador Público Nacional y por Ingeniero Agrónomo, matriculados en la jurisdicción en que se lleva a cabo el proyecto promovido

Artículo 22°.- La Autoridad de Aplicación tendrá amplias facultades para verificar y evaluar el cumplimiento de las obligaciones de la beneficiaria, que deriven del régimen establecido por esta ley e imponer las sanciones que se establecen en el artículo siguiente.

CAPITULO VI

BENEFICIARIOS Y ALCANCES

Artículo 23°.- No podrán ser beneficiarias del régimen de la presente ley:

- a) Las personas físicas y las jurídicas cuyos representantes o directores hubiesen sido condenados por cualquier tipo de delito no culposo, con penas privativas de libertad o inhabilitación, mientras no haya transcurrido un tiempo igual al doble de la condena;
- b) Las personas físicas y jurídicas que al tiempo de concederle los beneficios tuviesen deudas exigibles o impagas con carácter fiscal o previsional, o cuando se encuentre firme una decisión judicial o administrativa declarando tal incumplimiento en materia

aduanera, cambiaría, impositiva, previsional e imponiendo a dicha persona el pago de impuestos, derechos, multas o recargos y siempre que no se haya hecho efectivo dicho pago;

- c) Las personas que hubieran incurrido en incumplimiento injustificado de sus obligaciones que no fueran meramente formales respecto de otros regímenes de promoción o contratos de promoción industrial.

Los procesos o sumarios pendientes por los delitos o infracciones a que se refieren los incisos precedentes, paralizarán el trámite administrativo de los proyectos hasta su resolución o sentencia firme, cuando así lo dispusiera la autoridad de aplicación, teniendo en cuenta la gravedad del delito o infracción imputados.

Artículo 24°.- Los beneficiarios del régimen de esta ley no podrán usufructuar las ventajas impositivas de otros regímenes de promoción generales o especiales.

CAPITULO VII

INCUMPLIMIENTOS Y SANCIONES

Artículo 25°.- El incumplimiento por parte de los beneficiarios de lo dispuesto por esta ley, de su decreto reglamentario y de las obligaciones emergentes del acto que otorgue

los beneficios de carácter promocional, dará lugar a la aplicación de las siguientes sanciones, sin perjuicio de las que puedan corresponder en virtud de la legislación vigente:

- a) Caducidad total o parcial de los beneficios acordados en el régimen instituido por la presente ley.
- b) Restitución del monto de las franquicias otorgadas en virtud de lo dispuesto por el artículo 7° de la presente ley.
- c) Restitución -según corresponda- de todo o parte de los tributos no abonados con motivo de los beneficios acordados por la presente ley y por las administraciones provinciales con motivo de su adhesión a la misma.
- d) Multas por hasta el veinte por ciento (20%) de las sumas invertidas.

Las restituciones de los montos a que se refieren los incisos b) y c) se efectuarán con más los intereses respectivos y la actualización de la Ley n. 11.683 (t.o. 1978) y sus modificatorias.

La Autoridad de Aplicación impondrá las sanciones y determinará los procedimientos para su aplicación, garantizando el derecho de defensa. Las sanciones aplicadas podrán ser apeladas dentro de un plazo de hasta diez (10) días hábiles ante las autoridades judiciales competentes.

Las sanciones previstas en este artículo, no excluyen las que pudieran corresponder de conformidad con las disposiciones de la ley 11.683 (t.o. 1978) y sus modificaciones.

Artículo 26°.- Las sanciones establecidas por el artículo anterior serán impuestas conforme a un procedimiento que asegure el derecho de defensa que determinará la reglamentación y podrán apelarse por ante el juez competente, dentro de los diez (10) días hábiles de la notificación de las mismas.

Artículo 27°.- Prescribirán a los diez (10) años las acciones para exigir el cumplimiento de las obligaciones emergentes de la presente ley o para aplicar las sanciones derivadas de su incumplimiento. El término se contará a partir del momento en que el cumplimiento debió hacerse efectivo. La suspensión e interrupción de la prescripción se regirán por las disposiciones de la Ley 11.683 (t.o. 1978).

CAPITULO VIII

DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS

Artículo 28°.- El cupo que en definitiva fije el Congreso de la Nación constituirá el límite dentro del cual las autoridades de aplicación en su conjunto podrán otorgar los beneficios establecidos en la presente ley.

Los cupos anuales a que se refiere el párrafo anterior serán prorrogados automáticamente hasta tanto se fijen los cupos fiscales para el ejercicio fiscal siguiente.

El cupo fiscal total, respecto del total de las inversiones aprobadas en cada ejercicio, no podrá ser inferior al medio por ciento (0,5%) de la suma de la recaudación tributaria de la Nación y las Contribuciones Sociales.

Artículo 29°.- El costo fiscal teórico de los beneficios del régimen de la presente ley deberá ser considerado a los efectos de la fijación del cupo que preverá anualmente el Presupuesto Nacional, para su distribución entre aquellas provincias elegibles.

A tal fin la Autoridad de Aplicación deberá suministrar a la Secretaría de Hacienda la información pertinente.

Artículo 30°.- La aprobación definitiva de los proyectos, sólo podrá hacerse una vez imputado el respectivo costo fiscal teórico por la Secretaría de Hacienda, a cuyos efectos contará con un plazo de hasta treinta (30) días, vencido el cual la Autoridad de Aplicación procederá a la aprobación del respectivo proyecto.

Artículo 31°.- A los efectos de la imputación del costo fiscal de los beneficios a que se refiere el artículo 7° de la presente ley, en todos los casos se deberá imputar el costo fiscal correspondiente al establecido en el inciso a) del mismo, respecto del total de la inversión comprometida por cada proyecto promovido.

Artículo 32°.- A los efectos de las disposiciones impositivas nacionales, será de aplicación la ley 11.683, (t.o. 1978) y sus modificaciones.

Artículo 33°.- La presente Ley tendrá una vigencia de 5 años, prorrogable por igual período.

Artículo 34°.- La presente Ley entrará en vigencia a partir de su publicación en el Boletín Oficial.

ANEXO I. Distribución del Cupo Fiscal a Nivel Provincial (*)

DATOS PBI 1993/POBLACION 1991

Provincias/Regiones	Desvío Provincia/Nación		Asignación de Puntos		Coeficientes		Índice por Provincia	Índice Por Región	Cupo Por Región	Cupo Por Provincia
	Ingreso Per Capita	Densidad Población	Ingreso Per Capita	Densidad Población	Ingreso Per Capita	Densidad Población				
CORRIENTES	54,0	76,9	46,0	0,0	39,1	0,0	39,1			6,9
CHACO	49,1	71,8	50,9	0,0	43,3	0,0	43,3	162,8	27,6	6,9
FORMOSA	48,9	47,1	51,1	0,0	43,4	0,0	43,4			6,9
MISIONES	56,5	225,6	43,5	0,0	37,0	0,0	37,0			6,9
JUJUY	55,8	82,1	44,2	0,0	37,6	0,0	37,6			6,7
SALTA	57,8	47,5	42,2	0,0	35,9	0,0	35,9	158,9	27,0	6,7
SGO. DEL ESTERO	39,9	42,0	60,1	0,0	51,1	0,0	51,1			6,7
TUCUMAN	59,6	432,2	40,4	0,0	34,3	0,0	34,3			6,7
CATAMARCA	63,5	22,0	36,5	78,0	31,0	11,7	67,7			8,3
LA RIOJA	79,2	21,0	0,0	79,0	0,0	11,9	36,9			8,3
MENDOZA	92,9	80,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	195,0	33,1	0,0
SAN JUAN	64,5	50,3	35,5	0,0	30,2	0,0	55,2	(**)		8,3
SAN LUIS	115,1	31,8	0,0	68,2	0,0	10,2	35,2			8,3
LA PAMPA	109,4	15,5	0,0	84,5	0,0	12,7	12,7			1,9
NEUQUEN	159,4	35,2	0,0	64,8	0,0	9,7	9,7	34,2	5,8	1,9
RIO NEGRO	97,0	21,3	0,0	78,7	0,0	11,8	11,8			1,9
CHUBUT	121,4	13,8	0,0	86,2	0,0	12,9	12,9			2,1
SANTA CRUZ	188,0	5,6	0,0	94,4	0,0	14,2	14,2	37,9	6,4	2,1
TIERRA DEL FUEGO	355,4	27,8	0,0	72,2	0,0	10,8	10,8			2,1
Bs As Ciudad	277,1	126.382,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			0,0
BUENOS AIRES	84,4	349,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			0,0
CORDOBA	94,0	142,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ENTRE RIOS	69,8	110,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			0,0
SANTA FE	90,0	179,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			0,0

(*) La presente distribución de cupos fiscales a nivel provincial corresponde a la aplicación de los artículos 10°, 11°, 13° y 14°.

(**) Se adicionan 25 puntos en las Provincias beneficiarias del Acta de Reparación Histórica

ANEXO II. Metodología Correspondiente a la Distribución del Cupo Fiscal entre las Provincias.

De acuerdo a lo estipulado en el artículo 12° se deberán obtener indicadores actualizados de ingreso per capita y densidad de población a nivel provincial.

Según lo establecido por el artículo 10°, deberá calcularse un cociente entre cada indicador provincial de las respectivas variables con respecto al indicador nacional (columnas 1 y 2 de la planilla adjunta), a efectos del cumplimiento de los criterios del mismo artículo, a saber:

Criterios de Elegibilidad:

- a) Ingreso Per Capita inferior al 65% del promedio nacional.
- b) Densidad de Población inferior al 40% del promedio nacional.

Las provincias que cumplan al menos uno de los respectivos criterios serán elegibles a los efectos de determinar el cupo fiscal provincial correspondiente.

El puntaje que se obtiene para cada Provincia para cada variable se determina asignando un punto por cada punto de desvío de la variable de la Provincia en relación a la media nacional. Respecto de la planilla adjunta, la asignación de puntos para cada

variable por Provincia se calculará de la siguiente forma: columna (3) = 100 – columna (1); y columna (4) = 100 – columna (2).

Según lo estipulado en el artículo 11º, las ponderaciones que se deberán aplicar serán las siguientes:

a) Ponderación Ingreso Per Capita 85%.

b) Ponderación Densidad de Población 15%.

Respecto de la planilla adjunta, los coeficientes por Provincia elegible se calcularán de la siguiente manera: columna (5) = 0,85 * columna (3); y columna (6) = 0,85 * columna (4).

Los índices por Provincia elegible surgirán de la suma de los coeficientes de cada variable para cada Provincia. De esta forma: columna (7) = columna (5) + columna (6).

Asimismo, a fin de dar cumplimiento a lo establecido en el artículo 11º, en el caso de las provincias de Catamarca, La Rioja, San Juan y San Luis, se adicionarán veinticinco (25) puntos a sus respectivos índices provinciales.

Según lo estipulado por los artículos 13º y 14º, las Provincias se agruparán en regiones (11, 12, 13, 14, 15 y 16 de la planilla adjunta), donde el índice de cada región será igual a la suma de los índices de las Provincias elegibles que la componen. El cupo fiscal será distribuido proporcionalmente de acuerdo a los índices de cada región, correspondiéndole partes iguales a cada una de las provincias elegibles que la componen.

Provincias/Regiones	<u>Desvío Prov./Nación</u>		<u>Asignación de Puntos</u>		<u>Coefficientes</u>		Índice por Provincia (7)	Índice Por Región (8)	Cupo Por Región (9)	Cupo Por Provincia (10)	
	<i>Ingreso Per Capita</i> (1)	Densidad Población (2)	<i>Ingreso Per Capita</i> (3)	Densidad Población (4)	<i>Ingreso Per Capita</i> (5)	Densidad Población (6)					
CORRIENTES CHACO FORMOSA MISIONES											(11)
JUJUY SALTA SGO. DEL ESTERO TUCUMAN											(12)
CATAMARCA LA RIOJA MENDOZA SAN JUAN SAN LUIS											(13)
LA PAMPA NEUQUEN RIO NEGRO											(14)
CHUBUT SANTA CRUZ TIERRA DEL FUEGO											(15)
Bs As Ciudad BUENOS AIRES CORDOBA ENTRE RIOS SANTA FE											(16)

4.2- VENTAJAS DEL MECANISMO PROPUESTO CON RELACIÓN AL SISTEMA DE PROMOCIÓN REGIONAL ACTUAL.

Este apartado tiene por objeto describir las principales ventajas del proyecto de Ley propuesto, fundamentalmente desde su comparación con el actual régimen regulado por la ley N°22.021, así como los otros proyectos presentados sobre promoción regional.

En cuanto a los criterios de distribución del cupo:

Los criterios están en un todo de acuerdo con los establecidos por la Organización Mundial de Comercio (OMC) y propenden a una distribución equilibrada de los beneficios en todas las provincias elegibles con un criterio de regionalización que se trata en el punto siguiente.

Regionalización:

Este proyecto de ley procura evitar las disputas entre provincias de una misma Región, con limitaciones y aptitudes similares. A tal fin, se distribuye el cupo ponderando cada región según los indicadores económicos y dando a cada provincia una proporción similar dentro de cada región. Este sistema, reforzado por los Consejos Regionales a crearse, que se tratan en el punto siguiente, propende a:

- Evitar disputas en torno a los beneficios fiscales.
- Evitar “robos” entre empresas y/o actividades entre provincias.

- Establecer políticas económicas, fiscales y de desarrollo comunes para toda la región.
- Analizar medidas regionales en relación con la utilización de los recursos naturales y el impacto ambiental.
- Optimizar la utilización y/o instrumentación de la infraestructura necesaria y de los recursos humanos.

Consejos Regionales

Su creación refuerza la intención de integración regional vista en el punto anterior. Además, su objetivo técnico y principal es priorizar las actividades y locaciones a promover, previendo su impacto económico y ambiental y parametrizando las distintas actividades a fin de eliminar la posibilidad de manipulación de resultados, rentabilidades, cronogramas, etc., en los proyectos, así como evitar las sobre facturaciones en los costos e inversiones.

Además mediante esta institución se promueve:

- Fomentar formas asociativas entre productores y/o empresarios, incentivando proyectos de inversión coordinados que propendan a la generación de polos, áreas y corredores de crecimiento, a fin de lograr economías de escala, tanto desde el punto de vista productivo como de comercialización, y de la especialización de procesos.
- Promover la integración de la comunidad científico tecnológica a la economía real.
- Incentivar la innovación e incorporación tecnológica.

- Homogeneizar instrumentos y procedimientos administrativos referentes a la aplicación del presente régimen entre las provincias integrantes de la región.
- Centralizar la evaluación y calificación de los proyectos presentados en las respectivas jurisdicciones que conformen el bloque.
- Delinear proyectos de infraestructura de apoyo a fin de promover la generación de polos, áreas y corredores de crecimiento.

Beneficios

- Se mantienen constantes los beneficios para los inversores, ya que el Valor Actual Neto (VAN) de la exención propuesta es similar al actual diferimiento.
- Se disminuyen los beneficios fiscales nacionales a la empresa promovida, eliminando la exención de ganancias a la misma y evitando subsidios que otorgan ventajas competitivas a la operación respecto de las existentes y que ocasionan cuestionamientos en las Organizaciones del Comercio Internacional.
- Se minimizan las diferencias entre las empresas ya establecidas y las nuevas promovidas, ya que lo que se busca incentivar con este proyecto son nuevas inversiones.
- Se facilita la incorporación de valor agregado a la producción primaria, beneficiando también las inversiones en agroindustrias.
- Se aumenta la proporción de capital propio del inversor, aumentando el efecto multiplicador del beneficio.

- Se elimina la superposición con el régimen forestal, disminuyendo también de este modo el costo fiscal.
- Se elimina el beneficio para la compra de tierra agregando otro factor multiplicador a la inversión, que tiene así una mayor aplicación en activos incorporados que aumentan las riquezas provinciales.

Adhesión Provincial

Al proponer la adhesión provincial (en forma similar a la Ley N° 25.080) se involucra la responsabilidad y sacrificio provincial, al mismo tiempo que se estimula la eliminación de impuestos provinciales distorsivos.

Transparencia de procedimientos

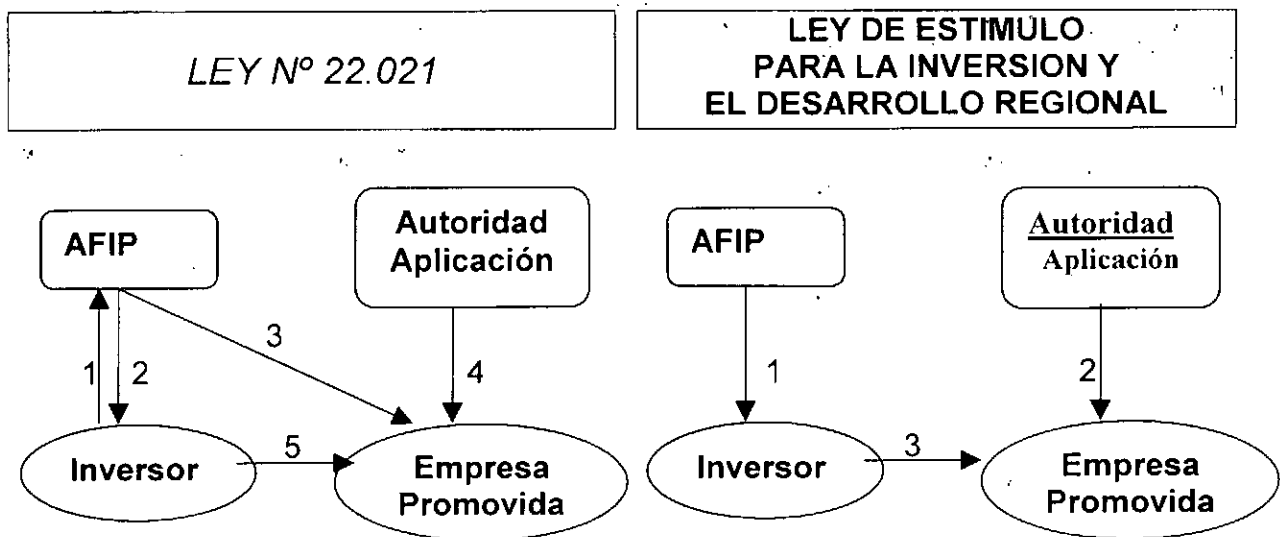
- Este proyecto, elimina algunas figuras que tienen costos para el fisco y para el inversor, no solamente en sí mismos (garantías) sino por el incremento de trámites administrativos, necesidad de controles y, en definitiva, menores inversiones por dificultades burocráticas.
- Se elimina la necesidad de garantizar la devolución al fisco, al eliminar el diferimiento por una exención de similar valor actual neto (VAN).
- Se elimina, por tanto, la figura de Certificado de Inicio de Ejecución de Inversiones, Ejecución de Inversiones, Año de Puesta en Marcha, Período de Gracia, y Devolución.
- Al eliminar la exención de ganancias de la empresa promovida cesan todos los controles administrativos necesarios sobre este beneficio.

- Si se opta por la alternativa de imputar el total de los beneficios en el año del ejercicio correspondiente, se simplifican los cálculos de costo fiscal teórico, costo fiscal promedio, costo mínimo a imputar en el primer año, etc.

4.3- SINTESIS

Del análisis propuesto en el punto 4.2 precedente, a continuación se presenta una breve síntesis comparativa sobre el objeto, mecanismos de funcionamiento y costo fiscal de la Ley N°22.021 y nuestra propuesta de Ley de Estímulo para la Inversión y el Desarrollo Regional.

Esquema comparativo:



Referencias:

- 1- Garantías
- 2- Diferimiento/Deducción
- 3- Exención Ganancias
- 4- Aprobación/Control
- 5- Aporte de Capital

Referencias:

- 1- Exención/Deducción
- 2- Aprobación/Control
- 3- Aporte de Capital

Objeto del régimen: Incentivo a la Inversión/Producción	Objeto del régimen: Incentivo a la Inversión
Beneficios: a) Diferimiento impuestos IVA, Ganancias, Capitales, Patrimonio Neto/Deducción en Ganancias 100%. b) Exención en Ganancias para la empresa promovida.	Beneficios: a) Exención 60% en IVA/Deducción en Ganancias, Bienes Personales y Renta Mínima Presunta 150%. b) Estabilidad Fiscal por 20 años c) Exención Renta Mínima Presunta (hasta puesta en marcha) d) Exención Ingresos Brutos
Actividades promovidas: Proyectos Agropecuarios y de Turismo.	Actividades promovidas: Proyectos Agropecuarios/Agroindustriales y de Turismo.
Costo Fiscal: 64% (VAN con tasa desc. 13%; período promedio 15,5 años) + 38% sobre el total de las inversiones por Exención en Ganancias de la Promovida.	Costo Fiscal: 60% sobre el total de la inversiones.
Relación Inversiones/Costo Fiscal: 1,3	Relación Inversiones/Costo Fiscal: 1,7
Autoridad de Aplicación: Gobiernos Provinciales/Nación	Autoridad de Aplicación: Gobiernos Provinciales
Distribución de Cupo: Anualmente por Presupuesto	Distribución de Cupo: Automática por regiones
Organismo Técnico de Aplicación: (Evaluación/Calificación) Autoridad de Aplicación	Organismo Técnico de Aplicación: (Plan Estratégico/Evaluación/Calificación) Consejos por Regiones
Vigencia del Régimen: Anual	Vigencia del Régimen: Cinco (5) ejercicios, prorrogable.