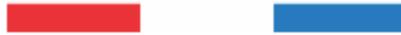


PROVINCIA
DE SANTA FE



GOBIERNO DE LA PROVINCIA
DE SANTA FE

CONSEJO FEDERAL DE INVERSIONES

TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

“CONSTRUYENDO LA CURVA: IDENTIFICACION DE
OPORTUNIDADES DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE
CAPITALES PARA LA PROVINCIA DE SANTA FE”

Septiembre 2020 a Junio 2021

Martín Manchado

ÍNDICE DE CONTENIDO

ÍNDICE DE CONTENIDO	2
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES.....	6
ÍNDICE DE TABLAS.....	6
RESUMEN EJECUTIVO.....	1
CAPITULO I.....	3
RESUMEN DEL CAPÍTULO	4
INTRODUCCIÓN	6
Finalidad del presente Trabajo	7
SECCIÓN I – ANÁLISIS DE LA NORMATIVA NACIONAL.....	9
El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal - Antecedentes	9
El Régimen vigente: Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno	11
Reglas Fiscales.....	12
Autorización de Endeudamiento	14
Disposiciones del Banco Central de la República Argentina	24
Limitaciones al financiamiento del SPNF	24
Excepciones.....	26
Oferta Pública bajo la normativa de la Comisión Nacional de Valores (CNV)	28

Autorizaciones en bolsas y mercados para el listado y negociación de títulos públicos	28
SECCIÓN II - ANÁLISIS DE LA NORMATIVA PROVINCIAL	34
Constitución Provincial	34
Ley de Administración, Eficiencia y Control del Estado.....	35
Generalidades.....	35
Financiamiento de corto plazo	36
Deuda Pública.....	38
Otras Disposiciones.....	42
Municipios y Comunas	42
El Régimen de Transparencia Fiscal para Municipios y Comunas de la Provincia de Santa Fe.....	43
SECCIÓN III – ANÁLISIS DE COYUNTURA DEL MERCADO DE FINANCIAMIENTO SUB SOBERANO	46
Antecedentes.....	46
Mercado doméstico	48
Operaciones del Tesoro Nacional	48
Emisiones sub soberanas	50
BIBLIOGRAFÍA.....	Iviii
CAPITULO II.....	60
RESUMEN DEL CAPÍTULO	61
INTRODUCCIÓN	64
Finalidad del presente trabajo	64
SECCIÓN I - INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	66
Cheques de Pago Diferido	66

Letras del Tesoro.....	69
Características principales de un Programa de Letras.....	70
SECCIÓN II – INSTRUMENTOS DE LARGO PLAZO.....	75
Títulos de Deuda Provinciales.....	75
Bonos de Pago a Proveedores	78
Bonos Verdes, Bonos Sociales y Bonos Sustentables.....	82
Financiamiento Estructurado y Project Finance	88
Aspectos clave del financiamiento estructurado	89
Régimen de Participación Pública Privada.....	90
Régimen Especial de Desarrollo de Proyectos de Infraestructura Pública	94
SECCIÓN III - APLICACIONES A NIVEL MUNICIPAL.....	97
BIBLIOGRAFÍA.....	102
CAPITULO III.....	104
RESUMEN DEL CAPÍTULO	105
INTRODUCCIÓN.....	107
LAS POLÍTICAS DE INVERSIÓN DE LOS PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES DEL MERCADO LOCAL	109
Fondos Comunes de Inversión.....	109
Marco general	109
Tipos de Fondos y sus características	110
Bancos	118
Límites aplicables.....	118
Compañías de Seguros.....	121
Límites aplicables a su cartera.....	121

Patrimonio	125
SGRs	127
Límites a la política de inversión	127
Patrimonio	131
El Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSeS	133
Normativa general	133
Pautas de Inversión.....	134
Patrimonio del FGS	137
CONCLUSIONES	139
BIBLIOGRAFÍA.....	143
FUENTES DE DATOS CONSULTADAS.....	143
CAPÍTULO IV	145
RESUMEN DEL CAPÍTULO	146
INTRODUCCIÓN	149
SECCIÓN I - PROGRAMA DE LETRAS DE TESORERÍA.....	151
1. Generalidades	151
2. Diagrama de proceso - Letras	156
3. Ficha técnica - Letras	158
4. Modelo de análisis financiero y proyecciones - Letras	161
SECCIÓN II - PROGRAMA DE EMISIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS ..	165
1. Generalidades	165
2. Diagramas de proceso - Títulos	171
3. Ficha técnica - Títulos	173
4. Modelo de análisis financiero y proyecciones – Títulos.....	178
SECCIÓN III - FINANCIAMIENTO MUNICIPAL	183

BIBLIOGRAFÍA.....	186
CAPITULO V	187
CONCLUSIONES FINALES	188

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Participación por Emisor en las colocaciones de instrumentos subsoberanos en pesos	51
Ilustración 2. Plazos promedio de colocación de Letras del Tesoro de emisores subsoberanos.	53
Ilustración 3. Participación porcentual por tipo de instrumento emitido.	54
Ilustración 4. Participación porcentual por plazo de emisión.	54
Ilustración 5. Deuda Pública Provincial en Bonos.....	78
Ilustración 6. Esquema tradicional vs PPP	90
Ilustración 7.- Composición porcentual de la industria FCI	111
Ilustración 8.- Bancos: Títulos públicos como % del activo.....	120
Ilustración 9. Proceso de Emisión de Letras.....	156
Ilustración 10. Proceso de Emisión de Letras (cont.).....	157
Ilustración 11. Proceso de emisión Títulos	171
Ilustración 12. Proceso de emisión Títulos (cont.)	172

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Jurisdicciones adheridas al RFRFyBPG	11
Tabla 2. Valores efectivamente colocados de instrumentos denominados en pesos del Tesoro Nacional.....	49
Tabla 3. Valores efectivamente colocados de instrumentos denominados en dólares y pagaderos en pesos del Tesoro Nacional.....	49
Tabla 4.- Patrimonio bajo administración de la industria FCI.....	111

Tabla 5.- Principales Tenencias por Clase de Activos desde 2018 – Total	
Industria FCI.....	112
Tabla 6.- Composición de la cartera de Títulos Públicos por Emisor - Total de	
Industria FCI.....	112
Tabla 7.- Composición de cartera de FCIs Money Market.....	113
Tabla 8.- Composición de cartera de FCIs Renta Fija	114
Tabla 9.-Composición de cartera de FCIs Renta Mixta	115
Tabla 10.-Composición de cartera de FCIs Retorno Total.....	115
Tabla 11.-Composición de cartera de FCIs PyMEs	116
Tabla 12.-Composición de cartera de FCIs Infraestructura	117
Tabla 13.-Composición de cartera de FCIs Renta Variable.....	117
Tabla 14.- Composición de la cartera de las compañías de seguros	125
Tabla 15.- Evolución de las inversiones en títulos públicos de las compañías	
de seguros.....	126
Tabla 16.- Composición de la cartera de los Fondos de Riesgo SGR	132
Tabla 17.- Composición del patrimonio del FGS al IV Trimestre 2020	137
Tabla 18.- Evolución de la cartera del FGS en títulos provinciales, municipales	
y otros entes estatales	138
Tabla 19.- Cuadro resumen sobre pautas de inversión relevantes para	
subsoberanos.....	142
Tabla 20. Características Principales de las emisiones de Letras	160
Tabla 21. Supuestos Proyección Programa Letras.....	161
Tabla 22. Proyecciones de Emisiones Serie I, II y III – en millones de pesos	
.....	162
Tabla 23. Proyecciones de Emisiones Serie IV, V, VI y VII – en millones de	
pesos.....	163
Tabla 24. Resumen Proyecciones Letras – en millones de pesos.....	164
Tabla 25. Características Principales de las emisiones de Títulos en ARS	
.....	176
Tabla 26. Características Principales de las emisiones de títulos en Moneda	
Extranjera.....	177

Tabla 27. Supuestos IPC para proyección CER	179
Tabla 28. Proyección Bono CER 18 meses	179
Tabla 29. Supuestos BADLAR para Proyección Bono Tasa Variable	180
Tabla 30. Proyección Bono BADLAR 24 meses	181
Tabla 31. Supuestos Tipo de Cambio para Bono Dollar Linked	182
Tabla 32. Proyección Bono Dollar Linked 18 meses	182

RESUMEN EJECUTIVO

- Para los gobiernos subnacionales, desarrollar capacidades como emisores de instrumentos en el mercado de capitales local constituye una condición indispensable para que éste se transforme en una fuente de financiamiento estratégica, disponible cuando se necesite.
- Existe un marco normativo a nivel nacional y provincial que delimita y regula el acceso al financiamiento de parte de los gobiernos subnacionales, y que modela y condiciona las operaciones de endeudamiento de cualquier tipo, ya sea a través del mercado de capitales, o con entidades financieras u organismos multilaterales de crédito o entidades del propio sector público, el cual se analiza en el CAPÍTULO 1.
- En dicho Capítulo también se brinda un panorama de la coyuntura de mercado de instrumentos financieros de emisores sub nacionales.
- En el Capítulo 2 se relevan los instrumentos de financiamiento de mercado más relevantes utilizados por las jurisdicciones subnacionales, tanto instrumentos de financiamiento de corto plazo como de largo plazo.
- El Capítulo 3 se encuentra enfocado en relevar los actores más importantes del mercado de financiamiento subsoberano desde el punto de vista de la demanda de instrumentos, la normativa que los regula y las políticas de inversión que aplican.
- El Capítulo 4 desarrolla en detalle las alternativas más tradicionales de financiamiento de corto plazo y de largo plazo a través del mercado de capitales, particularmente en el mercado doméstico, a saber, la emisión de letras de tesorería, y la emisión de títulos de deuda. Se releva también su posible aplicación a nivel municipal.

CAPITULO I

Noviemrbe de 2020

RESUMEN DEL CAPÍTULO

- Existe un marco normativo a nivel nacional y provincial que delimita y regula el acceso al financiamiento de parte de los gobiernos subnacionales, y que modela y condiciona las operaciones de endeudamiento de cualquier tipo, ya sea a través del mercado de capitales, o con entidades financieras u organismos multilaterales de crédito, o entidades del propio sector público.
- El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno establece un conjunto de reglas sobre el gasto público, sobre la ejecución presupuestaria, sobre la transparencia y sobre los procedimientos relacionados. En dicho marco, las operaciones de endeudamiento de las jurisdicciones deben ser autorizadas previamente por el Gobierno Nacional en consonancia con las pautas contenidas en el marco macro fiscal y siendo condición necesaria para la autorización que la jurisdicción solicitante haya cumplido con los principios y parámetros del régimen. A tal fin los Gobiernos Provinciales y de la CABA, así como los Municipios, deben efectuar las solicitudes y presentar la documentación pertinente.
- El alcance del requisito de autorización queda a su vez establecido por la definición amplia respecto de lo que se entiende por endeudamiento público, tal como se expresa en el Decreto Reglamentario del régimen, N° 1731/2004.
- A su vez, existen disposiciones del Banco Central de la República Argentina en relación a la limitación al financiamiento al Sector Público No Financiero por parte de las entidades financieras. Las entidades financieras se encuentran por defecto limitadas para otorgar financiamiento al Sector Público No financiero, quedando para las jurisdicciones pertenecientes al Sector Público No Financiero la posibilidad de solicitar al BCRA una excepción sujeta a los límites dispuestos en la propia norma.
- La solicitud que puedan cursar las jurisdicciones interesadas puede estar relacionada no sólo a financiamientos directos que pueda gestionar ante las propias entidades, sino también a instrumentos del mercado de capitales que éstas pueden adquirir. El sentido de esto último es ampliar la demanda por los instrumentos a partir de la incorporación de entidades financieras como

potenciales inversores, propendiendo a la profundización de su mercado y, por tanto, a su mayor liquidez.

- Cuando el financiamiento se instrumenta a través de la emisión de títulos, el emisor puede solicitar el listado y negociación de los Títulos Públicos en cualquier Bolsa y/o Mercado de la República Argentina y/o del exterior para que éstos cuenten con mayor posibilidad de ser negociados en forma secundaria.
- Al mismo tiempo, las disposiciones provinciales en la materia, desde la propia Constitución provincial hasta la legislación en materia de administración financiera y su reglamentación, establecen una serie de condicionamientos y requisitos a cumplimentar para la instrumentación de cualquier operación de financiamiento. La Ley de Administración, Eficiencia y Control del Estado N° 12.510 del año 2005, conjuntamente con su reglamentación, constituyen el núcleo de la normativa referida a la deuda pública y a las operaciones de financiamiento de la Provincia, tanto de corto como de largo plazo.
- Por otro lado, a lo largo de 2020 el mercado doméstico ha sido dominado por las necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional, singularmente agravadas tras la declaración por parte de la Organización Mundial de la Salud al brote del nuevo coronavirus COVID-19 como una pandemia, y en el marco de un complejo proceso de reestructuración de deuda, tanto interna como externa.
- Mientras tanto, salvo contadas excepciones, han sido los emisores subnacionales que ya contaban con cierta presencia previa en el mercado los que han logrado acceder a financiamiento en su mayor parte de corto plazo y para refinanciar vencimientos.

INTRODUCCIÓN

Desde el punto de vista económico de largo plazo, las cuentas públicas deben cumplir por definición con un principio de solvencia inter temporal. Asimismo, desde un punto de vista práctico, una sana regla de política fiscal indica que el ahorro corriente, salvo excepciones, no debería ser negativo, y que el endeudamiento de largo plazo debería estar principalmente destinado a la atención de la inversión en infraestructura, maquinaria o equipos, a la atención de las amortizaciones de la propia deuda en la medida que resulte conveniente, y a atender situaciones de necesidad extraordinaria cuando la situación lo amerita.

Asimismo, independientemente de que la ejecución del Presupuesto Anual cumpla con lo antedicho, la programación de la ejecución presupuestaria dentro de cada período se encuentra sujeta a estacionalidades tanto en la recaudación de impuestos como en la ejecución de los gastos.

Para la atención de inversión en infraestructura y capital, para la amortización de la propia deuda, y para enfrentar las estacionalidades del presupuesto, resulta sumamente útil contar con el desarrollo de todas las herramientas posibles que permitan enfrentar las coyunturas de la manera más eficiente, sujeto a la realidad de cada momento.

Típicamente, los inversores individuales -empresas, entes e individuos con excedentes de fondos- y los inversores institucionales -fondos de pensión públicos y privados, compañías de seguros, fondos de inversión, entidades financieras, y demás entes que suelen invertir fondos de terceros- demandan oportunidades de inversión de corto y largo plazo. En forma concurrente, los gobiernos sub-nacionales requieren de financiamiento tanto para cubrir sus necesidades de corto plazo, como para financiar proyectos de infraestructura que resultan intensivos en capital.

La emisión de instrumentos financieros en el mercado requiere que el emisor incorpore dentro de sus premisas la gestión activa de las relaciones con los

inversores del sector privado. Necesariamente, en forma explícita o implícita, esto conlleva a que los emisores incorporen un cierto nivel estándar de información, transparencia y planificación a futuro, y obliga a demostrar capacidad de gestión financiera y de rendición de cuentas.

Así, el desarrollo del mercado de capitales doméstico se presenta como un elemento crucial para incentivar el ahorro en instrumentos locales, y a la vez presenta oportunidades para que los gobiernos subnacionales puedan canalizar el ahorro hacia el financiamiento de sus operaciones y proyectos.

Finalidad del presente Trabajo

Para los gobiernos subnacionales, desarrollar capacidades como emisores de instrumentos en el mercado de capitales local constituye una condición indispensable para que éste se transforme en una fuente de financiamiento estratégica, disponible cuando se necesite.

El presente estudio propone analizar las alternativas de financiamiento a través del mercado de capitales, particularmente en el mercado doméstico para la Provincia de Santa Fe.

Estructuramos el primer informe de la siguiente manera: en un primer apartado realizamos un relevamiento del marco normativo vigente a nivel nacional en relación al crédito público de las Provincias y Municipios, y un relevamiento de las normas que afectan el proceso de emisión y/o instrumentación de operaciones de crédito público a nivel subnacional.

En un segundo apartado realizaremos un relevamiento del marco normativo vigente a nivel provincial en relación al uso del crédito de corto y largo plazo, particularmente en relación a las normas que afectan el proceso de emisión y/o instrumentación de operaciones de crédito público correspondientes a deuda de corto y largo plazo. En estos dos primeros apartados se dará cuenta de los condicionamientos y restricciones legales existentes, y los requisitos que se exigen a nivel interjurisdiccional e intrajurisdiccional para instrumentar operaciones de crédito público.

Finalmente, en un tercer apartado realizaremos un estudio preliminar de coyuntura respecto de la evolución reciente y el estado actual del mercado de deuda subsoberana en la Argentina.

SECCIÓN I – ANÁLISIS DE LA NORMATIVA NACIONAL

El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal - Antecedentes

Durante los años posteriores a la crisis del año 2001, la Argentina transitó un sostenido proceso de reordenamiento de las finanzas del Sector Público. Los principales hitos de dicho proceso fueron¹:

- El Régimen de Conversión de la Deuda Pública Provincial dispuesto por Decreto 1579/2002 y reglamentado por la Resolución del Ministerio de Economía 539/2002, que implicó un canje de los Títulos Públicos, Bonos y Letras del Tesoro emitidos por las Provincias y de los préstamos otorgados por entidades bancarias y financieras a los gobiernos subnacionales por Bonos Garantizados por el Estado Nacional. Esto conllevó un importante cambio cualitativo en el stock de la deuda provincial en su conjunto;
- Los Programas de Financiamiento Ordenado (PFO) que consistieron en préstamos otorgados por el Estado Nacional a las Provincias con destino a cancelar los servicios de deuda del ejercicio, atender déficit de caja y deuda flotante;
- El Programa de Unificación Monetaria (PUM), creado en virtud del artículo 12 de la Ley 25.561 por Decreto 743/2003 cuyo objetivo fue efectuar el canje de los títulos nacionales y provinciales que hubiesen sido emitidos como sustitutos de la moneda nacional de curso legal en todo el territorio del país.

En este contexto de reordenamiento fiscal posterior a la crisis, en el año 2004 el Congreso de la Nación sancionó el Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal por Ley N° 25.917, con el objeto de establecer reglas generales de

¹ Álvarez y otros, 2011.

comportamiento fiscal y dotar de una mayor transparencia a la gestión pública. Dicho Régimen tendría vigencia a partir del año 2005. Por Decreto 1731/2004 se dispuso su reglamentación.

Este Régimen, que recibió adhesión de la mayoría de las Provincias Argentinas e inicialmente también por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, estableció una serie de reglas referidas a la transparencia de la información fiscal, y una serie de reglas fiscales referidos tanto a la administración presupuestaria como al control del endeudamiento de las jurisdicciones subnacionales.

El Régimen, en los términos en los que fue inicialmente concebido, fue aplicado con plenitud hasta el año 2009. Desde ese año, por Ley N° 26.530 sancionada en octubre de 2009, se dispuso, inicialmente para los ejercicios 2009 y 2010 y luego prorrogado durante sucesivos períodos hasta el año 2016 inclusive, un importante relajamiento de las reglas fiscales a cumplir por parte de las provincias y por la Nación².

² En particular, la norma dispuso las siguientes excepciones:

- excluir las erogaciones que se hayan destinado a promover la actividad económica, a sostener el nivel de empleo y dar cobertura a la emergencia sanitaria y a la asistencia social, de la contabilización para verificar el cumplimiento de:
 - la regla que dispone que el incremento del gasto primario no financiado por uso del crédito no puede incrementarse en términos del producto (artículo 10)
 - la regla que dispone la ejecución de presupuestos con equilibrio financiero (artículo 19)
- dejar sin efecto la limitación respecto de la posibilidad de destinar a gasto corriente el producido de la venta de activos y endeudamiento. (artículo 12)
- dejar sin efecto la limitación respecto del límite de servicios de deuda no superen el 15% de los recursos corrientes netos (primer párrafo del artículo 21)
- dejar sin efecto la limitación respecto de que no se puedan aprobar modificaciones presupuestarias que impliquen incrementos en los gastos corrientes en detrimento de los gastos de capital o de las aplicaciones financieras (último párrafo del artículo 15)
- dejar sin efecto la limitación respecto de que no se puedan incluir en presupuestos como aplicación financiera (amortización de deuda) gastos corrientes y de capital no devengados (artículo 24)
- dejar sin efecto las reglas establecidas en los artículos 2º y 3º de la Ley 25.152 a las que está sujeta la Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional, en línea con las exenciones dispuestas a las Provincias y CABA.

Como se observa, la exención implicó prácticamente la suspensión de buena parte de las reglas cuantitativas.

La Ley de Presupuesto Nacional para el ejercicio 2017³ incluyó un capítulo específico respecto del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal⁴, con disposiciones que resultaron aplicables a ese año fiscal y que permitieron una transición hacia el que sería el Régimen actualmente vigente. En paralelo, durante el año 2017 y en el seno del Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal, las Provincias integrantes y la Nación fueron consensuando las bases para el restablecimiento de principios básicos para la elaboración de un nuevo Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno. El Proyecto de Ley consensuado fue tratado en el Congreso ese mismo año, y la Ley N° 27.428 “Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno”, modificatoria de la Ley N° 25.917, fue sancionada en diciembre de 2017.

El Régimen vigente: Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno

El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno cuenta actualmente con la adhesión de 21 Provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. A continuación, en la Tabla 1 se enumeran las jurisdicciones adheridas, con la norma que dispone su adhesión:

Tabla 1 Jurisdicciones adheridas al RFRFyBPG

JURISDICCIÓN	NORMA QUE DISPONE LA ADHESIÓN
BUENOS AIRES	Ley N° 15.036
CATAMARCA	Decreto Acuerdo N° 399
CHACO	Ley N° 2.768-F
CHUBUT	Ley II N° 203
CIUDAD AUTÓNOMA DE BUENOS AIRES	Ley N° 5.955
CÓRDOBA	Ley N° 10.538

³ Ley 27.341.

⁴ En el Capítulo IX “Del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal”, en sus artículos 48 a 55 la Ley 27.341 establece una serie de reglas fiscales conducentes a la recuperación del equilibrio fiscal, aplicable al Gobierno Nacional y a las Provincias y CABA en la medida que adhirieran.

CORRIENTES	Ley N° 6.434
ENTRE RÍOS	Ley N° 10.599
FORMOSA	Ley N° 1.670
JUJUY	Ley N° 6.063
LA RIOJA	Ley N° 10.071
MENDOZA	Ley N° 9.075
MISIONES	Ley VII – N° 85
NEUQUÉN	Ley N° 3.113
RÍO NEGRO	Decreto Ley N° 1/18
SALTA	Ley N° 8.091
SAN JUAN	Ley N° 1.754-I
SANTA CRUZ	Ley N° 3.587
SANTA FE	Ley N° 13.871 – Art. 51 y Ley 12.402
SANTIAGO DEL ESTERO	Ley N° 7.261
TIERRA DEL FUEGO	Ley N° 1.230
TUCUMÁN	Ley N° 9.095

Fuente: Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal

Reglas Fiscales

El régimen actualmente vigente establece un conjunto de reglas sobre el gasto público, sobre la ejecución presupuestaria, sobre la transparencia y sobre los procedimientos relacionados, que se basan en los inicialmente comprendidos en la Ley 25.917 en su redacción original, con algunos cambios.

Siguiendo la clasificación propuesta por el Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal, las reglas actualmente vigentes son:

- Reglas Numéricas:
 - Art. 10 - Regla del Gasto Corriente: la tasa nominal de incremento del gasto público corriente primario neto no podrá superar la tasa de aumento del Índice de Precios al Consumidor promedio de cobertura nacional (IPC).
 - Art 10 bis - Regla del Gasto Primario: en aquellas jurisdicciones que en el año previo hayan presentado ejecuciones presupuestarias -base devengado- con resultado corriente primario deficitario o no hayan cumplido con el indicador sobre servicios de

la deuda (artículo 21), deberán presentar una ejecución del gasto primario que no podrá superar la tasa de aumento del IPC.

- Art 10 ter - Regla del Equilibrio Subyacente: A partir del ejercicio fiscal 2020, estarán exceptuadas del cumplimiento de lo dispuesto en los dos artículos anteriores aquellas Jurisdicciones que ejecuten el presupuesto (base devengado) con resultado financiero equilibrado o superavitario en el año previo
- Art 10 quáter - Regla del Empleo: no incrementar la relación de cargos ocupados en el Sector Público existente a diciembre de 2017, respecto a la población proyectada por el INDEC para cada jurisdicción.
- Art 21 - Regla de Servicios de la Deuda: el nivel de endeudamiento sea tal que en ningún ejercicio fiscal los servicios de la deuda instrumentada superen el quince por ciento (15%) de los recursos corrientes netos de transferencias por coparticipación a municipios.
- Reglas de Transparencia
 - Art. 2 - Pautas Macro fiscales: El Gobierno nacional, antes del 31 de agosto de cada año, presentará ante el Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal el marco macro fiscal para el siguiente ejercicio, el cual deberá incluir los resultados previstos —resultado primario y financiero— base devengado para el sector público de cada nivel de Gobierno, las proyecciones de recursos de origen nacional detallando su distribución por régimen y por provincia y Ciudad Autónoma de Buenos Aires, La política salarial e impositiva que espera implementar y las proyecciones de las principales variables macroeconómicas. Estas pautas sirven de base para la evaluación del cumplimiento de las reglas numéricas, y eventualmente para evaluar el otorgamiento de autorizaciones de endeudamiento en el marco del artículo 25 de la misma Ley.
 - Arts. 5 y 6 - Proyecciones Presupuestarias Plurianuales: El Gobierno Nacional deberá incorporar en su formulación del Presupuesto, las estimaciones de los recursos de origen nacional

distribuidas por Régimen y por provincia, el perfil de vencimientos de la deuda pública nacional. A su vez, las Provincias y CABA deberán presentar ante sus Legislaturas, con carácter no vinculante, las proyecciones de los Presupuestos Plurianuales para el trienio siguiente, dentro de los 90 días de presentado su proyecto de Presupuesto.

- Art. 7 - Difusión de la Información: Cada provincia, CABA y el Gobierno nacional publicará en su página web el Presupuesto Anual, y difundirá información periódica de la ejecución presupuestaria y la deuda pública, nivel de ocupación del sector público, etc. bajo estándares uniformes.
- Art. 15 bis - Regla de Fin de Mandato: durante los 2 últimos trimestres del año de fin de mandato, no se podrán realizar incrementos del gasto corriente de carácter permanente.
- Art. 18 bis - Presión Tributaria Legal: compromiso de arribar a acuerdos entre Provincias, la CABA y la Nación sobre la adopción de políticas tributarias, tendientes a armonizar y no aumentar la presión impositiva legal sobre la producción.
- Reglas de Procedimiento
 - Art. 4 - Conversores Presupuestarios: Las Provincias y la CABA utilizarán conversores uniformes para obtener clasificadores presupuestarios homogéneos con los aplicados en el ámbito del Gobierno Nacional.
 - Art. 18 - Gasto Tributario: Las Provincias y la CABA y el Gobierno Nacional incluirán estimaciones del gasto tributario incurrido por la aplicación de las políticas impositivas vigentes en sus Presupuestos.

Autorización de Endeudamiento

El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno mantiene en espíritu el requisito de que las operaciones de endeudamiento de

las jurisdicciones sean autorizadas previamente por el Gobierno Nacional que se encontraba vigente en la redacción original de la Ley 25.917, pero con algunos cambios sustanciales de forma⁵.

La norma vigente establece, en su artículo 25, que las Provincias, la CABA y los Municipios, para acceder a operaciones de endeudamiento con organismos que no pertenezcan al Sector Público No Financiero, elevarán los antecedentes y la documentación correspondiente al Gobierno Nacional, que efectuará un análisis a fin de autorizar tales operaciones en consonancia con las pautas contenidas en el marco macro fiscal y siendo condición necesaria para la autorización que la jurisdicción solicitante haya cumplido con los principios y parámetros del régimen.

De este modo, el cumplimiento del régimen en su totalidad -no sólo de las reglas relacionadas con el endeudamiento- tiene el carácter de condición necesaria para que el Gobierno Nacional autorice cualquier endeudamiento. La excepción constituye las operaciones con organismos del sector público no financiero, las operaciones con organismos multilaterales y a través de programas nacionales, siempre que el Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal no informe incumplimiento de los principios y parámetros del régimen. Sin embargo, en la

⁵ Los cambios en la redacción del artículo 25 son:

- El nuevo artículo circunscribe la autorización a operaciones de endeudamiento con organismos que no pertenezcan al SPNF, cuando en la redacción anterior se hablaba de operaciones de endeudamiento y otorgar garantías y avales en forma genérica.
- El nuevo artículo manda a remitir antecedentes al Gobierno Nacional, mientras que la redacción anterior se especificaba el Ministerio de Economía.
- El nuevo artículo precisa que la evaluación previa será consonancia con las pautas contenidas en el marco macro fiscal al que hace referencia el artículo 2° y siendo condición necesaria para la autorización que la jurisdicción solicitante haya cumplido con los principios y parámetros de la presente ley.
- El nuevo artículo dispone que el CFRF pondrá a disposición del Gobierno Nacional la situación de cumplimiento de las jurisdicciones.
- Las operaciones con Organismos Multilaterales de Crédito y de programas nacionales se podrán efectuar siempre que el Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal no informe incumplimiento. Es decir, no media autorización.
- Se agrega la disposición de que el Gobierno Nacional implementará un tratamiento diferenciado para el análisis de las operaciones de reestructuración y amortización de la deuda del presupuesto en ejecución
- El Gobierno Nacional establecerá normativamente los procedimientos y los plazos para la autorización de las operaciones de endeudamiento.

reglamentación queda establecido que, sin perjuicio del procedimiento previsto, cuando se trate de operaciones de endeudamiento provenientes de programas con financiamiento de Organismos Multilaterales de Crédito y de programas nacionales, la dependencia u organismo nacional que se encuentre evaluando la asignación de los recursos y/o elegibilidad de las jurisdicciones intervinientes en el programa de que se trate, deberá contar con un informe favorable de la Secretaría de Hacienda respecto de la sustentabilidad financiera de la Jurisdicción involucrada.

Por último, cabe detenerse en el alcance del requisito de autorización: el Decreto Reglamentario 1731/2004 define a la Deuda pública como el endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público que se originen en⁶:

- a) La emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito;
- b) La emisión y colocación de Letras del Tesoro cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero;
- c) La contratación de préstamos;
- d) La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de un ejercicio financiero posterior al vigente; siempre y cuando los conceptos que se financien se hayan devengado anteriormente;
- e) El otorgamiento de avales, fianzas y garantías, cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero;
- f) La consolidación, conversión y renegociación de deudas.

Sobre el Procedimiento de Autorización de Endeudamiento

El Decreto Reglamentario 1731/2004 establece, en particular al procedimiento para solicitar y obtener autorización de endeudamiento en el marco del Artículo 25 del Régimen, que el Ministerio de Economía a través de la Secretaría de Hacienda, será la autoridad que analizará y autorizará, si correspondiere, con

⁶ Decreto 1731/04, artículo 2°.

carácter previo a la generación de obligaciones para las partes, el endeudamiento del Sector Público No Financiero correspondiente a los Gobiernos Provinciales, de la CABA y de los Gobiernos Municipales.

Provincias y CABA

Para iniciar una solicitud de autorización, los Gobiernos Provinciales y de la CABA deberán adjuntar la siguiente documentación⁷:

A) COMUN PARA TODO TIPO DE OPERACIONES:

- 1) Nota de solicitud de autorización de la operación de financiamiento, estableciendo el destino de los ingresos, indicando en su caso si se trata de refinanciación de una deuda;
- 2) Copia Certificada de la Ley, que autorice:
 - Uso del Crédito y su destino;
 - Cesión de recursos en garantía y/o pago;
 - La moneda del financiamiento.
- 3) Norma donde se aprueben las condiciones de la operatoria;
- 4) Modelo de Contrato de Mutuo y Cesión de Derechos y/o Fideicomiso en su caso, especificando claramente:
 - a) Moneda de pago del préstamo.
 - b) Plazo del préstamo
 - c) Amortización e Intereses: método de amortización del capital del préstamo y la frecuencia del pago de intereses y del capital.
 - d) Tasa de Interés: tipo (fijo o variable) y su conformación, indicándose los valores que asumen cada una de las variables que participan a la fecha de la concertación del préstamo. Asimismo, deberá especificarse la fuente de información de los datos necesarios para su recálculo. Debe indicarse la tasa resultante en términos nominales anuales, y el costo financiero total del préstamo (considerando comisiones y gastos) al momento de la concertación de la operación crediticia.

⁷ Anexo V del Decreto 1731/2004

- e) Garantía: recursos que se otorguen en garantía, así como su porcentaje de afectación si correspondiese.
- f) Comisiones de estructuración, de instrumentación, de liquidación y/o cualquier otra que estén a cargo del prestatario, y todos los gastos inherentes a la operación, cualquiera sea su especie.
- 5) Dictámenes de Contaduría y Fiscalía sobre la viabilidad de la operación cuya autorización se solicita;
- 6) Programación de los servicios de capital e interés de la operación de endeudamiento para el período de duración del mismo.
- 7) Informe del stock de la deuda a la fecha de la solicitud y perfil de vencimientos de capital e intereses para el período de duración del financiamiento que se solicita autorización, de acuerdo al Anexo II.
- 8) Afectaciones (importe o porcentaje comprometido) de la Coparticipación Federal de Impuestos.
- 9) Otras garantías (importe y porcentaje comprometido).
- 10) Ejecución Presupuestaria (Esquema Ahorro-Inversión-Financiamiento) al cierre del trimestre inmediato anterior a la fecha de la solicitud de autorización y Proyección Financiera (Esquema Ahorro- Inversión-Financiamiento) para el período de duración del financiamiento que se solicita autorización, de acuerdo al Anexo I del mismo Decreto 1731/2004.
- 11) Para el caso de que las solicitudes de endeudamiento correspondan a empresas o fondos fiduciarios provinciales, además de la información detallada en los apartados 1) a 7) y 9) del punto A, deberá presentarse la siguiente documentación:
 - a) El estado patrimonial de la empresa o sociedad del Estado a la fecha de la solicitud.
 - b) El estado de origen y aplicación de fondos proyectado para el período de duración del endeudamiento.

B) EMISION Y COLOCACION DE TITULOS PUBLICOS:

- i) Prospecto de emisión: deberá incluir como mínimo:
 - 1) Valor nominal y moneda de la emisión;

- 2) Monto máximo de emisión;
 - 3) Fecha de emisión y de vencimiento;
 - 4) Precio de emisión.
 - 5) Fecha de pago de amortización de capital e intereses.
 - 6) Tasa de interés: fija o variable, conformación y recálculo y base anual de cálculo de los intereses.
 - 7) Garantía: bienes cedidos y tipo de cesión. Instrumentación de la garantía.
 - 8) Cláusula de Rescate: a opción del emisor o del tenedor. Penalidades y condicionamientos;
 - 9) Cláusula de subordinación y/o preferencia si la hubiera;
 - 10) Modalidad de los Títulos y su denominación;
 - 11) Bolsa de Cotización, Sistema de Compensación y Agente de pago y de registro;
 - 12) Método de distribución y/o colocación;
 - 13) Agente colocador y Agente fiduciario;
 - 14) Calificación de Riesgo Crediticio (si la hubiere);
 - 15) Gastos y honorarios legales, por calificación de riesgo, por consultoría financiera y por cualquier otro concepto;
 - 16) Legislación, jurisdicción y competencia aplicable.
- ii) Contrato de Colocación, de Organización y/o Distribución, deberá detallar:
- 1) Tipo de colocación;
 - 2) Comisión de cada uno de los participantes;
 - 3) Compromisos de las partes intervinientes;
 - 4) Gastos de escrituración, organización y demás;
 - 5) Legislación, jurisdicción y competencia aplicable.

C) FIDEICOMISOS FINANCIEROS:

1. Contrato de Fideicomiso y de Administración Fiduciaria, si lo hubiere;
2. Definición de roles y de bienes fideicomitidos, y detalle de los porcentajes cedidos;
3. Duración del Fideicomiso;

4. Objeto del Fideicomiso;
5. Obligaciones y deberes del Fiduciario;
6. Retribución del Fiduciario, comisiones, gastos de administración del fideicomiso y demás cargos;
7. Mecanismo de pago y devolución;
8. Emisión de Certificados de Participación, si hubiere y rescate de los mismos;
9. Causales de extinción y renuncia;
10. Legislación, jurisdicción y competencia aplicable.

Cesiones de Recursos Pro Solvendo

La reglamentación para la autorización de endeudamiento establece que las cesiones de recursos "pro solvendo" a otorgar no podrán superar la cuota de amortización, intereses y gastos que origine la operación de que se trate.

Otras disposiciones

La Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía analizará las condiciones financieras en el marco de los parámetros que utilice el Gobierno Nacional para su propio endeudamiento y de acuerdo a la evolución del mercado financiero.

Los endeudamientos que tengan como objeto el otorgamiento de garantías, avales y/o fianzas por montos inferiores a \$ 100.000 serán autorizados directamente por la Provincia mediante la norma que corresponda e informados a la Secretaría de Hacienda.

La Secretaría de Hacienda, con carácter previo a cada autorización deberá constatar:

- i. Si la Jurisdicción se encuentra dentro del indicador de endeudamiento previsto por el Artículo 21 del Régimen y, en este supuesto, si con el endeudamiento requerido se respeta dicho indicador.
- ii. Si la Jurisdicción se encuentra incurso en las sanciones previstas en el Régimen.

- iii. Que no se supere el límite de endeudamiento para el conjunto de las Provincias y la CABA establecido durante cada ejercicio fiscal conforme a lo dispuesto en el Artículo 2º inciso b) de la Ley N.º 25.917.

La reglamentación⁸ dispone que, en forma previa a la autorización de oferta pública de Títulos Públicos, la Comisión Nacional de Valores deberá contar con la autorización de endeudamiento. Es de notar que el artículo 83 de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 establece que “La oferta pública de valores negociables emitidos por la Nación, las provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los municipios, los entes autárquicos, así como por los organismos multilaterales de crédito de los que la República Argentina fuere miembro no está comprendida en esta ley”, por tanto, la emisión de los Títulos estuvo exenta de obtener autorización de oferta pública de la CNV.

Sin perjuicio de ello, la reglamentación dispone que la Comisión Nacional de Valores deberá proveer a la Secretaría de Hacienda un detalle trimestral de las autorizaciones de cotización otorgadas a las Provincias, a la CABA y a los Municipios⁹.

Las Sociedades de Estado Provinciales

Por Decreto 1120/2006 se exceptúa a las Sociedades de Estados Provinciales de las disposiciones contenidas en la reglamentación del artículo 25 -esto es, quedan dispensadas de solicitar autorización- siempre que se cumplan los siguientes requisitos que se establecen a continuación:

- a) Que no requieran para desarrollar su actividad recursos provenientes del Presupuesto Estatal, tanto Nacional, Municipal, Provincial o de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, en concepto de transferencias, aportes de capital — excepto los correspondientes a la constitución como sociedad— o asistencia financiera reintegrable destinados a atender gastos y/o inversiones de su giro

⁸ Decreto 1731/04, artículo 25 inciso h)

⁹ Ibid.

normal y habitual, con la única excepción de los que pudieron haberse contemplado en los presupuestos correspondientes a los Ejercicios 2001 y 2002.

- b) Que tengan independencia técnica y profesional de sus cuadros gerenciales para la implementación de las políticas societarias.
- c) Que comercialicen sus bienes y/o servicios a precio de mercado.
- d) Que cuenten con activos fijos, cuya utilización en la actividad no se encuentre sujeta a condicionamiento alguno.
- e) Que no distribuyan dividendos entre sus accionistas.
- f) Que el cumplimiento de todas las condiciones anteriores se verifique de manera ininterrumpida, durante, al menos, los diez años inmediatos anteriores a la fecha de entrada en vigencia del Decreto 1120/2006.

Municipios

El Decreto 1731/2004¹⁰ estipula que las jurisdicciones provinciales deberán dictar una normativa específica para las autorizaciones de endeudamiento de sus Municipios, de contenido análogo a la norma nacional, que contemple, como requisito previo al tratamiento de un pedido de autorización, la adhesión y cumplimiento por parte del Municipio del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal que la Provincia dicte, el cual incluya pautas fijadas en el marco de lo establecido en el Artículo 33 de la Ley N.º 25.917. A su vez, se estipula que en tanto no exista en vigencia una normativa provincial, la autorización seguirá el mismo procedimiento y tendrá las mismas condiciones que las establecidas con respecto al endeudamiento provincial.

La autorización de endeudamiento de los Municipios por parte de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía de la Nación se efectuará con arreglo al siguiente procedimiento:

- i) Se deberá presentar autorización expedida por la Provincia mediante la norma que corresponda.
- ii) Se deberá presentar comunicación de la Provincia que deberá contener:

¹⁰ Decreto 1731/04, artículo 25 inciso f) y Anexo VI.

- a. Copia certificada del marco legal Provincial y Municipal relativo a la autorización de la operación de financiamiento.
- b. Informe Técnico de sustentabilidad emitido por la Provincia que contenga como mínimo:
 - i. Condiciones financieras de la operación de endeudamiento (moneda, plazo de amortización, tasa de interés, garantías y comisiones).
 - ii. Programación de los servicios de capital e interés de la operación de endeudamiento para el período de duración del mismo.
 - iii. Informe del stock de la deuda al cierre del año inmediato anterior y al trimestre inmediato anterior a la fecha de la solicitud y perfil de vencimientos de capital e intereses para el período de duración del financiamiento que se solicita autorización.
 - iv. Garantías (concepto, importe y porcentaje comprometido con anterioridad por otras operaciones).
 - v. Ejecución Presupuestaria (Esquema Ahorro-Inversión-Financiamiento) al cierre del año inmediato anterior y al trimestre inmediato anterior a la fecha de la solicitud de autorización y Proyección Financiera (Esquema Ahorro-Inversión-Financiamiento) para el período de duración del financiamiento que se solicita autorización.

A su vez, la Secretaría de Hacienda podrá solicitar la información adicional que considere necesaria.

Por otro lado, se establece que cuando el endeudamiento del Municipio acumulado durante el ejercicio fiscal supere el 20% de los recursos corrientes del mismo, o cuando el monto de la operación supere los \$ 100.000 o el 1% de los recursos corrientes, el que resulte mayor, la Secretaria de Hacienda, en el plazo de treinta días contados a partir de la

recepción de la comunicación, podrá formular a la Provincia su objeción fundada a la aprobación de la operación de endeudamiento. Transcurrido dicho plazo la operación se considerará aprobada.

Disposiciones del Banco Central de la República Argentina

Limitaciones al financiamiento del SPNF

Según establece la normativa emitida por parte del Banco Central de la República Argentina respecto del Financiamiento al Sector Público No Financiero¹¹, las entidades financieras, comprendidas sus sucursales y sus subsidiarias del país y del exterior, no podrán refinanciar u otorgar asistencia financiera al sector público no financiero, salvo que se trate de los casos previstos en dichas normas.

Se encuentran alcanzadas por la limitación prevista las siguientes operaciones¹²:

¹¹ La normativa se encuentra recogida y ordenada en el Texto Ordenado FINANCIAMIENTO AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO disponible en <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Textord/t-finsec.pdf>. Última actualización consultada: Texto ordenado al 27/08/2020.

¹² Se encuentran excluidos ciertos conceptos, a saber:

- La tenencia de títulos públicos nacionales
- La apertura de créditos documentarios de importación
- Los instrumentos de deuda emitidos por fideicomisos o fondos fiduciarios de obras de infraestructura del Mercado Eléctrico Mayorista bajo ciertos requisitos
- Adelantos transitorios al sector público no financiero por hasta 15 días con destino al pago de haberes, bajo ciertos requisitos
- Financiaciones a entes y/o empresas del sector público no financiero nacional, provincial o municipal, en tanto:
 - Cuenten con presupuesto propio y sus ingresos corrientes provengan de la comercialización de los bienes y/o servicios derivados del giro habitual de su actividad.
 - El destino del financiamiento sea a adquisición de bienes de capital, la realización de proyectos de inversión, y/o la financiación de capital de trabajo
 - La operación se encuentre garantizada, sea mediante avales, órdenes de pago o instrumentos representativos de deuda emitidos por el Tesoro Nacional, o la cesión de ingresos provenientes de la venta de bienes o de la prestación de servicios que formen parte de la actividad principal
- Financiaciones al sector público no financiero instrumentadas a través de tarjetas de compra corporativas
- Financiaciones indirectas al sector público no financiero originadas en subsidios a la tasa de interés derivados de programas de promoción del crédito, bajo ciertos requisitos

- Títulos públicos y privados
- Préstamos
- Otros créditos por intermediación financiera
- Créditos por arrendamientos financieros
- Redescuentos de documentos, Adelantos en cuenta corriente, créditos documentarios
- Avales otorgados
- Responsabilidades por operaciones de comercio exterior
- Compras y ventas a término, permutas, opciones y otros derivados, aceptaciones, pases.
- Financiaciones otorgadas por y/o a través de bancos del exterior sobre los que la entidad local ejerce el control, o financiaciones otorgadas por la casa matriz o banco del exterior que ejerza el control de la entidad financiera local.

Es interesante notar que se podrá acordar a las Sociedades del Estado el tratamiento general previsto para las personas del sector privado no financiero, siempre que cumplan con requisitos que resultan sustancialmente idénticos a los que se establecen por Decreto 1120/2006 para exceptuar de requerir autorización bajo Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal a las Sociedades de los Estados Provinciales¹³. De este modo, una Sociedad del Estado que se encuentre exenta de ser autorizada por la Secretaría de Hacienda, será tratada a los efectos de la reglamentación BCRA sobre financiamiento al Sector Público No Financiero, como una entidad del sector privado.

-
- Tenencia de instrumentos de deuda creados en el marco de la Ley 27.328 de Contratos de Participación Público – Privada, en los cuales el tenedor posea el derecho de cobro sobre un flujo de fondos a cargo del sector público nacional.

¹³ Esto es, serán tratadas como entidades del sector privado, en tanto se verifique que producen bienes y/o prestan servicios y, con el resultado de tales actividades, financian totalmente su funcionamiento, sin recibir, gestionar, ni erogar recursos públicos; que cuentan con independencia técnica y profesional de sus cuadros gerenciales; que cuentan con activos fijos, cuya utilización en la actividad no se encuentra sujeta a condicionamiento alguno de sus accionistas, no distribuyendo los dividendos entre los mismos, y que dichas condiciones se verifiquen en al menos los últimos 10 años inmediatamente anteriores, en forma ininterrumpida. Texto Ordenado FINANCIAMIENTO AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO, punto 1.2.

Excepciones

Las propias normas establecen que el Banco Central de la República Argentina considerará pedidos de excepción¹⁴ a la limitación de otorgamiento de asistencia financiera al Sector Público No financiero, siempre que se reúnan los siguientes requisitos.

1. Exista autorización expresa por parte de la autoridad competente en la materia para contraer el endeudamiento y afectar en garantía por un monto que, como mínimo, cubra el capital, intereses y accesorios de la financiación.
2. Exista aprobación expresa de la financiación o intervención en su análisis por parte del Ministerio de Hacienda de la Nación, según corresponda, de acuerdo con las normas legales, reglamentarias o de procedimiento que deba observar esa dependencia de Estado en la materia.
3. Se verifique el cumplimiento del régimen informativo sobre préstamos al sector público no financiero vigente.
4. Los servicios anuales de la deuda instrumentada –capital, intereses y accesorios– no deberán superar el 15 % de los recursos corrientes de ese período de la jurisdicción provincial o municipal o de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), computados de acuerdo con el criterio previsto en la Ley de Responsabilidad Fiscal (Ley 25.917 y modificatorias), independientemente de que la jurisdicción de que se trate se encuentre o no adherida al citado régimen.

Un punto importante es el relativo a las garantías que tengan las operaciones de que se trate: en tanto se cuente con alguna de las garantías elegibles previstas por las normas¹⁵, los límites al otorgamiento de asistencia resultarán más

¹⁴ Texto Ordenado FINANCIAMIENTO AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO, Sección 4.

¹⁵ Según lo estipulado en el Texto Ordenado FINANCIAMIENTO AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO, sección 4.1, la garantía deberá tener características que varían en función del acreedor y del instrumento que se trate, a saber:

amplios de aprobarse la excepción. Si por el contrario no se cuenta con alguna de las garantías previstas, las entidades financieras adquirentes deberán cumplir además las disposiciones aplicables establecidas en las normas sobre “Capitales mínimos de las entidades financieras” que establece un mayor ponderador de riesgo, y sobre “Financiamiento al sector público no financiero” hasta un límite global del 5 % de la responsabilidad patrimonial computable de la entidad.

En suma, las entidades financieras se encuentran por defecto limitadas para otorgar financiamiento al Sector Público No financiero, quedando para las jurisdicciones pertenecientes al Sector Público No Financiero la posibilidad de solicitar al BCRA una excepción a esta disposición a efectos de que las entidades puedan adquirir los títulos que se emitan o puedan otorgar las financiaciones de que se trate, sujetos a los límites dispuestos en la propia norma.

Para ello, la jurisdicción interesada debe llevar a cabo una presentación ante el BCRA, a la cual deberá presentar toda la información que respalde el cumplimiento de lo requerido por las normas para otorgar las excepciones.

La solicitud que puedan cursar las jurisdicciones interesadas puede estar relacionada no sólo a financiamientos directos que pueda gestionar ante entidades. En efecto, cursar la excepción relativa a instrumentos del mercado de capitales permite ampliar la demanda por los mismos a partir de la incorporación

a. El sector público no financiero nacional: recursos provenientes de impuestos, tasas o contribuciones que le correspondan, o derechos de cobro sobre facturas de servicios públicos, sujeto a límites.

b. El sector público no financiero provincial: cesión de recursos provenientes de la coparticipación federal de impuestos nacionales, fondos de regalías y/u otros de similares características y/o de la recaudación de sus propios tributos, o derechos de cobro sobre facturas de servicios públicos, sujeto a límites

c. El sector público no financiero municipal: cesión de fondos provenientes de la coparticipación federal de impuestos nacionales y/o provinciales o de impuestos, tasas o contribuciones que correspondan a la jurisdicción,

d. Derechos de cobro sobre facturas de servicios públicos, sujeto a límites.

e. Cauciones de certificados de depósito a plazo fijo, títulos públicos nacionales o instrumentos de regulación monetaria del BCRA.

En todos los casos, se deberá contar con la correspondiente afectación presupuestaria de la garantía mediante ley general de presupuesto o ley específica o norma equivalente o bien, para los entes o sociedades del sector público no financiero, autorización de su directorio o autoridad equivalente con facultades suficientes.

de entidades financieras como potenciales inversores, y es éste su principal sentido. Para el caso de financiamiento instrumentado mediante valores negociables, el objeto de esta excepción es dotar a los instrumentos que se emitan de un mayor número de potenciales demandantes, propendiendo a la profundización de su mercado y, por tanto, a su mayor liquidez.

Oferta Pública bajo la normativa de la Comisión Nacional de Valores (CNV)

El artículo 83 de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 establece que “La oferta pública de valores negociables emitidos por la Nación, las provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los municipios, los entes autárquicos, (...) no está comprendida en esta ley”. Por tanto, las operaciones que impliquen la emisión de títulos se encuentran exenta de obtener autorización de oferta pública por ante la CNV.

Autorizaciones en bolsas y mercados para el listado y negociación de títulos públicos

Cuando el financiamiento se instrumenta a través de la emisión de títulos, el emisor puede solicitar el listado y negociación de los Títulos Públicos en cualquier Bolsa y/o Mercado de la República Argentina y/o del exterior para que éstos cuenten con mayor posibilidad de ser negociados en forma secundaria. En el presente apartado se hace foco en los requisitos exigidos por los dos ámbitos de listado y negociación de mayor importancia del mercado local: Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA) y Mercado Abierto Electrónico (MAE), que constituyen los mercados de colocación primaria y ámbitos de listado y negociación secundaria de mayor volumen, que cuentan con participación directa o indirecta de prácticamente la totalidad de los inversores institucionales del mercado doméstico.

ByMA

El Reglamento de Listado y Negociación de Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA) en su artículo 210 establece que:

El Estado Nacional, los Estados provinciales, el Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los municipios, las entidades autárquicas y las sociedades o empresas del Estado, al solicitar el listado de sus valores deben acompañar la siguiente documentación:

- a) Copia de la ley, decreto, ordenanza u otra disposición que autoriza la emisión y establece las condiciones del empréstito;
- b) Copia de la ley, decreto, ordenanza u otra disposición que autoriza el pedido de listado.
- c) Conformidad de los organismos y/o autoridades de control pertinentes a los efectos de proceder a la emisión de los valores, en caso de corresponder;
- d) Copia del convenio celebrado con una entidad que represente a o gestione los intereses de los inversores, en caso de corresponder;
- e) Si se hubiere otorgado garantía a la emisión, copia de los instrumentos respectivos;
- f) En su caso, copia del prospecto de emisión, firmado por autoridad competente;
- g) Mención de si se emitirán láminas definitivas, certificados globales o valores escriturales; y;
- h) En caso de emitir láminas, se deberá indicar su numeración y los valores respectivos, acompañando los facsímiles, por duplicado. Al proceder a la impresión de láminas, el emisor deberá cumplir lo prescripto en particular en el Reglamento.

Constatado el cumplimiento de los requisitos mencionados, el mercado considerará el listado, informará al emisor y efectuará la publicación correspondiente.

Asimismo, el artículo 211 establece que el Estado Nacional, los Estados provinciales, el Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los municipios, las entidades autárquicas y las sociedades o empresas del estado

que han obtenido la autorización para listar una determinada emisión de valores negociables públicos, deben remitir con al menos un (1) día 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 en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires;
- b) Horario durante el cual se atenderá la suscripción, que no será inferior a cuatro (4) horas diarias, entre las 9 y las 18;
- c) Plazo de suscripción (indicar iniciación y finalización del período);
- d) Montos nominales que se ofrecen;
- e) Forma y precio de colocación;
- f) Forma y plazo de integración;
- g) Fecha desde la cual gozan de intereses;
- h) Plazo;
- i) Régimen de amortización; y
- j) Forma del ajuste del capital, en su caso. Podrá omitirse la información indicada en los incisos e) a j) si se hubiera publicado un prospecto de la emisión.

Por artículo 212 se establecen las obligaciones y/o deberes de información que debe cumplir el emisor, luego de admitidos al listado los valores públicos en ByMA:

- a) Remitir para su publicación:
 - 1. Todo anuncio relativo a los valores. Si se tratara del rescate, indicar su valor, condiciones y posteriormente su resultado. Si los valores estuvieran documentados en láminas individuales, deberá indicarse la numeración de las canceladas;
 - 2. Avisos sobre pagos de intereses, amortización y otros conceptos, con cinco (5) días de anticipación a la fecha de pago o, de ser anterior, a la fecha en la cual se consideran registrados los inversores con derecho al cobro según las condiciones de emisión;

3. Inmediatamente de producirse, o de haberse tomado conocimiento, cualquier hecho no habitual que por su importancia pueda incidir en el curso de la negociación de los valores.
- b) Cuando la renta de los valores sea variable o su precio de rescate esté condicionado a distintos factores, suministrar periódicamente los valores técnicos de los mismos con el fin de orientar al inversor en tal sentido;
 - c) Dar a conocer las variaciones que por cualquier concepto se produzcan en los montos autorizados a ser listados, con mención del detalle de la numeración de los valores, en caso de corresponder.

Por artículos 156 y 174 respectivamente, ByMA prevé la solicitud de autorización para listar cheques y pagarés que el Estado Nacional, las Provincias, la CABA, los municipios, los entes autárquicos y las empresas y sociedades del estado libren a favor de terceros.

MAE

El Mercado Abierto Electrónico (MAE), también regula los requisitos a cumplir para el listado y negociación de títulos públicos en su ámbito:

El artículo 4 del Texto Ordenado (TO) de las Normas de Negociación Secundaria establece que el Estado Nacional, Provincial o Municipal, los Entes Autárquicos y las empresas del Estado Nacional, Provincial o Municipal podrán solicitar la negociación de los títulos Públicos emitidos o a emitirse en los términos previstos por el artículo 83 de la ley 26.831, y conforme los requisitos establecidos por la Guía para Negociación de Títulos Públicos, y deberá dar cumplimiento con lo previsto por el citado Reglamento respecto al régimen informativo periódico a cumplir una vez que los títulos son autorizados a negociar en el MAE.

Paralelamente, La Guía para Negociación establece los pasos a seguir para la “Solicitud de Negociación”, a saber:

- 1.1. La Emisora deberá acompañar la nota de solicitud suscripta por el representante legal o por apoderado con mandato suficiente para efectuar la presentación, informando todos los datos exigidos por el formulario e indicando un Responsable de Relaciones con el MAE (al menos una

persona humana) así como también Autorizados a actuar en nombre del emisor en el trámite de autorización de negociación.

1.2. Al mismo tiempo se deberá acompañar:

- Ley, Decreto, Ordenanza, Resolución o norma de donde resulten las condiciones de emisión de los títulos, derechos económicos, garantías, fecha de emisión, fecha de vencimiento y fechas de pago de servicios.
- En su caso, Prospecto o documento que se haya elaborado a los efectos de informar al público (descripción de los factores de riesgo que puedan afectar a los títulos, descripción de las garantías con que cuentan (de corresponder), datos económicos de la Nación o de la Provincia que permitan evaluar al inversor sobre la conveniencia o no de invertir, etc.).
- En su caso, Aviso de colocación por la cual se hayan ofrecido oportunamente los valores negociables al público, de donde resultan los términos y condiciones de los Títulos Públicos.
- Aviso de Resultados de la Colocación y/o el acto administrativo que determine el resultado de la colocación de los Títulos Públicos, donde se indique al menos: i) Monto Colocado y Valor Nominal emitido, en caso de emitirse en UVA, UVI, etc.; el Valor inicial aplicable; ii) Fecha de Emisión, iii) Fecha de vencimiento, iv) Tasa de interés aplicable o margen determinado a los efectos de calcular la tasa de interés.
- En el caso de tratarse de colocaciones adicionales de Títulos Públicos ya autorizados a negociar en este Mercado, corresponderá indicar: i) monto de Valor Nominal emitido, ii) monto de Valor Nominal total en circulación luego de la emisión objeto de la presente solicitud, iii) en caso de existir diferencias entre el monto actualmente autorizado a negociar en el MAE y el monto máximo en circulación conforme lo informado en ii) precedente, corresponderá informar qué otras emisiones se efectuaron no registradas en este Mercado a fin de incluirlas en la solicitud.
- Archivo electrónico de los documentos citados en a) b) c) y d) precedentes, según resulte aplicable, para su publicación en la página WEB y conocimiento de todos los inversores.

- Informe completo de la o las calificaciones de riesgo, en caso de existir.

Por último, MAE establece un régimen periódico de información para los emisores cuyos valores estén listados y sean negociados en dicho mercado:

- Con anterioridad a la fecha de pago de servicios y con no menos de tres días hábiles de anticipación a esa fecha, deberá remitirse aviso por el cual se informe el pago de los Servicios a los Tenedores, en donde deberá detallarse: a) Identificación del Título Público, serie y datos que permitan su clara y precisa individualización, b) Concepto y monto a pagar, c) Porcentual de amortización que representa, en su caso, d) Tasa de interés que se paga por el período vencido, en su caso; e) lugar y fecha de inicio del pago y horario de atención.
- En el supuesto de producirse situaciones o adoptarse decisiones relativas al emisor o a los títulos negociables de que se trate, que puedan influir en la formación de los precios o en los montos de negociación, deberá remitirse nota para su publicación en el ámbito de este Mercado, informando y/o aclarando todo aquello que pueda ser de utilidad para los tenedores de esos títulos y/o los inversores y operadores en general, a fin de que puedan tomar conocimiento.

SECCIÓN II - ANÁLISIS DE LA NORMATIVA PROVINCIAL

Constitución Provincial

Por artículo 5 de la Constitución Provincial se reconoce a las operaciones de crédito como fuente de financiamiento, al establecer que el Gobierno de la Provincia provee a los gastos públicos con los fondos provenientes de las contribuciones que establezca la ley; de las rentas producidas por sus bienes y servicios; de la enajenación de bienes de su pertenencia; de la propia actividad económica que realice; y de las operaciones de crédito que concierte.

Según establece la Constitución Provincial en su artículo 55, corresponde a la Legislatura fijar anualmente el presupuesto de gastos y cálculo de recursos, arreglar el pago de la deuda interna y externa de la Provincia; y autorizar al Poder Ejecutivo para celebrar contratos y aprobar o desechar los concluidos “ad-referéndum” de la Legislatura. El mismo artículo define el límite de endeudamiento, de tal modo que el servicio de la totalidad de las deudas provenientes de empréstitos no puede comprometer más de la cuarta parte de la renta provincial.

La Ley 12.510 de Administración, Eficiencia y Control del Estado, en la Sección III “Reglamentación del Precepto Constitucional del Artículo 55° inciso 12)” del Capítulo III “Subsistema de Crédito Público, artículo 70, establece que se entiende como “servicio de la totalidad de las deudas provenientes de empréstitos” a la sumatoria de la amortización del capital, interés, eventuales actualizaciones del capital, comisiones y todo otro cargo proveniente del endeudamiento contraído.

De este modo, para el cálculo del límite al que se hace referencia en la Constitución, queda definido que el mismo refiere a la relación existente al cierre del ejercicio financiero anterior, entre:

- i. la sumatoria de la amortización del capital, interés, eventuales actualizaciones del capital, comisiones y todo otro cargo proveniente del endeudamiento contraído, y;
- ii. el conjunto de los recursos recaudados, excluidos los de afectación específica, los de capital y los obtenidos del financiamiento, de la totalidad de la Administración Provincial.

Por lo normado en artículo 69 inciso e) de la Ley 12.510, no se considerarán a los efectos del cálculo de este cómputo, los avales, fianzas y garantías cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero.

Ley de Administración, Eficiencia y Control del Estado

Generalidades

La Ley de Administración, Eficiencia y Control del Estado N° 12.510, conjuntamente con su reglamentación, constituyen el núcleo de la normativa referida a la deuda pública y a las operaciones de financiamiento de la Provincia.

En la Provincia de Santa Fe la Administración de la Hacienda del Sector Público Provincial No Financiero está compuesta por los siguientes sistemas:

- A. Sistemas de Administración Financiera
- B. Sistemas de Administración de Bienes y Servicios
- C. Sistemas de Administración de Información

Dentro del Sistema de Administración Financiera, se reconocen cinco Subsistemas:

- I. Presupuesto
- II. Tesorería y Gestión Financiera
- III. Crédito Público
- IV. Contabilidad
- V. Ingresos Públicos

Los subsistemas están a cargo de Unidades Rectoras Centrales que dependen del órgano que ejerza la fijación de políticas, la coordinación y supervisión de los

mismos. El Ministerio de Economía es el responsable de la coordinación, supervisión y mantenimiento de los sistemas y subsistemas, funciones que ejercerá con la asistencia de los Secretarios de Hacienda y Finanzas Públicas.

Financiamiento de corto plazo

Bajo el apartado referido a las normas técnicas comunes al Subsistema de Tesorería y Gestión Financiera, por artículo 48° de la Ley N° 12.510 se faculta al Poder Ejecutivo a emitir letras, pagarés o medios sucedáneos de pago cuyo reembolso se produzca dentro del ejercicio, hasta el monto que para operaciones de corto plazo fije anualmente la Ley de Presupuesto. Las operaciones que superen el ejercicio financiero, sin ser reembolsadas, se consideran operaciones de crédito público y debe cumplirse con los requisitos previstos para tales operaciones.

Por Decreto 1663/2012 se aprueba la reglamentación del artículo 48° de la Ley N° 12.510. Dicho Decreto establece que el Poder Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía, determinará los mecanismos y/o instrumentos financieros que juzgue más apropiados, a los efectos de llevar adelante las operaciones de financiamiento de corto plazo autorizadas por el citado artículo, entendiéndose como tales, entre otros, la:

1. emisión de letras,
2. emisión de pagarés,
3. emisión de cheques de pago diferido.
4. operaciones de financiamiento de corto plazo con entidades financieras.

De este modo, la reglamentación específica -sin ser una enumeración taxativa- algunas de las operaciones de corto plazo que pueden ser consideradas alcanzadas por esta autorización.

Respecto del monto autorizado, la reglamentación establece que el monto que para operaciones de corto plazo se fije anualmente la Ley de Presupuesto, o mediante ley específica, según sea el caso, se afectará por el valor nominal en circulación. Así, queda obligado el Ministerio de Economía a través de la

Secretaría de Finanzas, a llevar un registro que permita conocer en todo momento el monto nominal en circulación generado a través de las operaciones a corto plazo efectuadas en el marco de estas autorizaciones. Consecuentemente, se debe contar en forma previa a la realización de cualquier operación a corto plazo encuadrada en la misma, con la expresa autorización de la Secretaría de Finanzas.

Letras del Tesoro

Para el caso específico en que se emitan Letras del Tesoro en el marco del Artículo 48 de la Ley N° 12.510, la reglamentación establece que se deberá tener en cuenta las siguientes pautas:

- A los fines de su contabilización y registración se deberá distinguir entre Letras en Moneda Nacional y Letras en Moneda Extranjera.
- El producido de la colocación se contabilizará como Ingresos Financieros y su reembolso debe operar durante el ejercicio.
- Los registros contables de la utilización y devolución de las Letras del Tesoro no afectarán la ejecución del cálculo de recursos y del presupuesto de gastos, respectivamente, a excepción de los intereses y gastos que irroguen.
- El Ministerio de Economía podrá solicitar la negociación y cotización de dichas Letras en mercados locales o internacionales y disponer su liquidación y registro a través de las entidades que sean contratadas a tal efecto.
- El Ministerio de Economía podrá celebrar los acuerdos y/o contratos que resulten necesarios para la implementación y seguimiento de las operaciones, todo ello de acuerdo a lo establecido en la Ley de Presupuesto de cada año o en la ley específica, según corresponda.
- El Ministerio de Economía podrá contratar instituciones financieras para que actúen como organizadores, agentes colocadores, suscriptores y/o estructuradores, como agentes fiduciarios, de pago, de registro, de proceso, de información y/o de canje, firmas de asesores legales, firmas

calificadoras de riesgo y casas de registro y compensación, así como de cualquier otro agente o firma que resulte necesario.

- El Ministerio de Economía está plenamente autorizado a tramitar todo tipo de aprobación y autorización ante las distintas bolsas de comercio y mercados locales e internacionales necesarios para lograr la cotización de las Letras del Tesoro.
- También será competencia del Ministerio de Economía requerir las autorizaciones y aprobaciones ante autoridades regulatorias de los mercados de capitales y bancos centrales donde se pretenda ofrecer públicamente las Letras del Tesoro.

Deuda Pública

Generalidades

El Capítulo III de la Ley 12.510 norma el Subsistema de Crédito Público. Se entiende como tal al conjunto de principios, órganos, normas y procedimientos que regulan las acciones y operaciones tendientes a la obtención y cancelación de financiamiento interno y externo, incluido el proceso previo de evaluación y dictamen de factibilidad para la concreción y aplicación de la toma de créditos internos y externos en el marco expresado en la Constitución Provincial.

La Dirección General de Crédito Público es la Unidad Rectora Central del Subsistema de “Crédito Público” de la hacienda del Sector Público Provincial No Financiero, y está a cargo de un Director General y un Subdirector General, con las competencias que se enumeran en el artículo 71 de la misma Ley 12.510.

Destinos

Por artículo 59 de dicha Ley, se enumera taxativamente el conjunto de destinos para los cuales se puede incurrir en operaciones de crédito público:

- Contrataciones de obras, bienes y servicios vinculadas a inversiones en infraestructura económica-social reproductivas,

- Atención de casos excepcionales de evidente necesidad o gravedad o emergencia financiera extraordinaria;
- Refinanciación de pasivos del sector público provincial;
- Ejecución de programas de transformación de su administración;
- Realización de gastos directamente relacionados con la ejecución y administración de las citadas operaciones.

Paralelamente, por artículo 32 se establece dentro de las excepciones sobre el producto de recursos que el Poder Ejecutivo puede destinar con el fin de atender específicamente el pago de determinados gastos, a los provenientes de operaciones de crédito público.

Definición de Deuda Pública Provincial

Por artículo 60 se establece que el endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público se denomina deuda pública provincial y puede originarse en:

- a) La emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito;
- b) La emisión y colocación de Letras de Tesorería y la emisión de pagarés u otros medios sucedáneos de pago, cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero;
- c) La contratación de préstamos con instituciones financieras nacionales, extranjeras o internacionales; u otras instituciones u organismos que tengan facultad para realizar estas operaciones;
- d) La contratación de obras, servicios o bienes cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de un ejercicio financiero posterior al vigente; siempre y cuando los conceptos que se financien se hayan devengado anteriormente y documentado a través de los medios de pago o financiamiento que se establecen en los incisos a), b), o c);

e) El otorgamiento de avales, fianzas y garantías, cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero; la que no se considerará a los efectos del cómputo del Artículo 70°;

f) La consolidación, conversión y renegociación de deudas.

Se excluye explícitamente de la definición de deuda pública, a la deuda del Tesoro (obligaciones devengadas y no pagadas durante el ejercicio, o “deuda flotante”) y a la emisión de letras, pagarés u otros medios sucedáneos de pago cuando se cancelen dentro del ejercicio.

Clasificación de la Deuda Pública Provincial

Asimismo, la Ley 12.510 clasifica a la Deuda Pública en:

- Directa o Indirecta:
 - directa es aquella asumida por la administración provincial en calidad de deudor principal
 - indirecta es la constituida por cualquier persona jurídica pública, distinta de la administración provincial, pero que cuenta con su aval, fianza o garantía
- Interna o Externa:
 - interna es aquella contraída con personas físicas o jurídicas residentes o domiciliadas en la República Argentina y cuyo pago es exigible dentro del territorio nacional
 - externa, aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia ni domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio

Autorizaciones requeridas

El Ministerio de Economía deberá otorgar la autorización para realizar operaciones de crédito público, así como para dar inicio a trámites o gestiones en tal sentido. A su vez, las Jurisdicciones y Entidades de la Administración

Provincial no pueden formalizar ninguna operación de crédito público que no esté contemplada en la Ley de Presupuesto del año respectivo o en una ley específica, salvo que se trate de operaciones de crédito público que el Poder Ejecutivo realice para reestructurar la deuda pública mediante su consolidación, conversión o renegociación, en la medida que ello genere un mejoramiento de los montos, plazos o intereses de las operaciones originales y no implique un incremento del monto adeudado, tal como se dispone por artículo 66. A su vez, por artículo 46 se prohíbe a las entidades del Sector Público Provincial no financiero realizar operaciones de crédito público que no se encuentren aprobados en los términos de esta ley.

En tal sentido, La Ley Anual de Presupuesto o la ley específica en su caso, debe indicar como mínimo, para las operaciones que autorice:

- Tipo de deuda, discriminando en directa o indirecta, interna o externa;
- Monto máximo autorizado para la operación;
- Plazo mínimo de amortización;
- Destino del financiamiento.

Para el caso de las operaciones autorizadas por Ley de Presupuesto -pero no para las autorizadas por ley específica- el Poder Ejecutivo tiene facultad de efectuar modificaciones en sus características a los efectos de adecuarlas a las condiciones imperantes en los mercados o mejorar las condiciones de la deuda pública. Estas modificaciones deben ser realizadas ad referendum del Poder Legislativo y comunicadas a tal efecto en el término de 5 días de instrumentadas.

Se debe contar asimismo con autorización legislativa para el otorgamiento de avales, fianzas o garantías de cualquier naturaleza que el Poder Ejecutivo disponga, y para la cesión en garantía de recursos propios o provenientes del Régimen de Coparticipación Federal cuando el Estado se garantice a sí mismo.

Otras Disposiciones

Ley 13.501 – Autorización de Endeudamiento de Corto Plazo

La Ley 13.501, sancionada en noviembre de 2015, autoriza al Poder Ejecutivo y/o a las Empresas, Sociedades del Estado y otros Entes Públicos a emitir letras, pagarés o medios sucedáneos de pago y/o a realizar operaciones de financiamiento por un valor nominal en circulación de hasta pesos \$2.000 millones o su equivalente en moneda extranjera.

Dichas operaciones deberán:

1. Constituir deuda directa, interna y/o externa¹⁶;
2. Tener un plazo mínimo de amortización de 30 días desde la fecha de emisión;
3. Tener un plazo máximo de amortización de 365 días desde la fecha de emisión;
4. Tener por destino la atención de necesidades de financiamiento de corto plazo.

A su vez, el Poder Ejecutivo y/o las Empresas, Sociedades del Estado y otros Entes Públicos quedan autorizados a ceder en garantía recursos de propia jurisdicción o provenientes del Régimen de coparticipación Federal, por hasta el mismo monto.

Municipios y Comunas

La Constitución Provincial establece el régimen municipal en sus artículos 106 a 108. En virtud del mismo, en lo que respecta a la gestión de recursos financieros, los municipios pueden crear, recaudar y disponer libremente de recursos propios

¹⁶ Se encuentra en el artículo 61 de la Ley 12.510 la definición de deuda pública directa e indirecta, y de deuda pública externa e interna. En virtud de estas definiciones, la autorización conferida por Ley 13.501 excluye explícitamente el otorgamiento de avales, fianzas o garantías, pero permite la realización de operaciones con acreedores nacionales y/o extranjeros, y exigibles tanto localmente como en el exterior.

provenientes de las tasas y demás contribuciones que establezcan en su jurisdicción¹⁷.

Por artículo 9 de la Ley 2.756 Orgánica de las Municipalidades, las Municipalidades no podrán contraer empréstitos dentro o fuera de la República (...) sin autorización especial de las Honorables Cámaras Legislativas. Las ordenanzas pertinentes, deberán autorizarse por las dos terceras partes de votos de la totalidad de miembros electos del respectivo Concejo Municipal y siempre con sujeción estricta a las condiciones fijadas por la Constitución de la Provincia.

Por artículo 39 de la misma Ley, se establece que forma parte de las atribuciones y deberes de los Concejos Municipales autorizar con dos tercios de votos de la totalidad de sus miembros al Departamento Ejecutivo para contraer empréstito de dinero, no pudiendo en ningún caso los servicios que requiera por amortización e intereses exceder de la cuarta parte de la renta municipal. Los Concejos Municipales podrán disponer la consolidación de las deudas municipales y resolver su conversión con un interés corriente, determinando la afectación de recursos a los servicios, de acuerdo con el límite mencionado.

A su vez, por artículo 11 de la misma Ley 2.756 se dispone que cuando se trate de la contratación de empréstitos u operaciones similares de carácter financiero, podrá prescindirse de la formalidad de la licitación pública exigida para los contratos en general.

El Régimen de Transparencia Fiscal para Municipios y Comunas de la Provincia de Santa Fe

La Provincia de Santa Fe tiene instituido desde 2005 por medio de la Ley N° 12.397 en su capítulo III un Régimen de Transparencia Fiscal para Municipios y

¹⁷ Tienen, asimismo, participación en gravámenes directos o indirectos que recaude la Provincia, con un mínimo del cincuenta por ciento del producido del impuesto inmobiliario, de acuerdo con un régimen especial que asegure entre todos ellos una distribución proporcional, simultánea e inmediata.

Comunas. Dicho régimen se encuentra reglamentado mediante Decreto N°1975/2005.

Por este régimen se establecen los siguientes lineamientos que deben ser cumplidos por los Municipios y Comunas de la Provincia en materia de presupuesto, transparencia y presentación de información:

- Presupuestos Municipales: los presupuestos de los Municipios y Comunas deberán contener la autorización de la totalidad de las erogaciones y la previsión de la totalidad de los recursos, por sus montos íntegros sin compensaciones entre sí, mostrando los resultados económicos y financieros esperados y los recursos humanos a utilizar en el ejercicio.
- Clasificadores Presupuestarios: La Provincia establecerá clasificadores Presupuestarios homogéneos para ser utilizados por la totalidad de las Municipalidades y Comunas de la Provincia, compatibles con los existentes en el orden nacional y provincial, y los Municipios y Comunas deberán elaborar los propios.
- Uniformidad de la Información: utilización de un sistema uniforme de administración financiera y de control, en un todo de acuerdo con lo establecido en las leyes N.º 12.194 y 12.195.
- Presupuestos Plurianuales: incorporarán en el mensaje anual de elevación de sus presupuestos proyecciones plurianuales que contendrán como mínimo proyecciones de recursos por rubros, proyecciones de erogaciones por objeto y finalidad, programa de inversiones, programación de operaciones de crédito, programación de vencimiento de la deuda pública, y resultados económicos y financieros esperados, por el próximo trienio.
- Remisión de información a la Provincia: Los Municipios y Comunas de la Provincia remitirán al Poder Ejecutivo información respecto de:
 - Ejecución presupuestaria de recursos y erogaciones de la administración central, organismos descentralizados y cuentas o fondos especiales
 - Planta del personal

- Deuda Pública
- Relación emisión-recaudación de las tasas y contribuciones
- Equilibrio Financiero: Se dispone que los Municipios y Comunas deberán ejecutar sus presupuestos preservando el equilibrio financiero, con criterios análogos a los exigidos a nivel provincial.

SECCIÓN III – ANÁLISIS DE COYUNTURA DEL MERCADO DE FINANCIAMIENTO SUB SOBERANO

Antecedentes

En diciembre de 2019, el Congreso de la Nación declaró la emergencia pública por medio de la Ley N° 27.541. En febrero, la sanción de la Ley N° 27.544 declaró prioritario para el interés de la República Argentina la restauración de la sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo ley extranjera y a tal fin autorizó al Poder Ejecutivo Nacional a efectuar una serie de operaciones para lograr dicho objetivo. El universo de los títulos alcanzados totalizó USD66.496 millones, cerca de 21% del stock de deuda total¹⁸. Así, en ese marco y por Decreto 391/2020 se dispuso la reestructuración de los Títulos Públicos nacionales emitidos bajo ley extranjera.

En marzo, por Decreto 346/2020 el Estado Nacional postergó hasta fin de año los pagos de intereses y amortizaciones de los títulos en moneda extranjera con legislación argentina. Esto implicó la postergación de vencimientos por USD18.388 millones, de los cuales USD9.018 millones corresponden a títulos en manos del sector privado¹⁹.

Tras un proceso largo de negociaciones con los tenedores de deuda bajo jurisdicción extranjera, que se extendió por varios meses e implicó diversas presentaciones sucesivas de propuestas mientras se entraba progresivamente en default con algunas de las series de bonos elegibles²⁰, en agosto la República Argentina obtuvo los consentimientos requeridos para canjear y/o modificar más

¹⁸ Oficina de Presupuesto del Congreso. Informe sobre Operaciones de Deuda Pública del mes de Enero 2020.

¹⁹ Oficina de Presupuesto del Congreso. Informe sobre Operaciones de Deuda Pública del mes de Marzo 2020

²⁰ Según datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso, en abril se incumplió el pago de los cupones de interés de los bonos BIRAD 2021, 2026 y 2046 por un total de USD503 millones, que vencían el 22 de dicho mes, con período de gracia o “cura” hasta el 22 de mayo. Tras esa fecha, el incumplimiento constituyó un evento de default de acuerdo a los prospectos de emisión de los títulos. En junio se incumplió el pago de los cupones de interés de los bonos BIRAD 2117 y Discount en Dólares con legislación extranjera, por un total de USD328 millones. En julio se incumplieron los cupones de interés de varios bonos con legislación extranjera BIRAD por un total de USD 584 millones.

del 99% del monto total de capital pendiente de todas las series de bonos elegibles con legislación extranjera. El nivel de aceptación de la propuesta entre los acreedores resultó suficiente para la aplicación de las Cláusulas de Acción Colectiva en la mayoría de las series de bonos elegibles, a excepción de las series de bonos Par en euros y dólares emitidos en 2010. Se emitieron nuevos bonos en dólares por USD63.207 millones y bonos en euros por EUR4.185 millones²¹.

Por su parte, de conformidad a lo dispuesto por la Ley 27.556, Decreto 676/2020 y Resolución 381/2020, la República Argentina dispuso para los títulos en moneda extranjera emitidos bajo legislación local un canje bajo similares condiciones a las que fueran aceptadas en el canje bajo legislación extranjera. Este proceso culminó con aceptación de la oferta del 99,41% de los tenedores, respecto de los USD 41.715 millones en circulación de los títulos elegibles. Se emitieron nuevos bonos en dólares por USD 41.724 millones y nuevos bonos ajustables por inflación (BONCER) por \$57.683 millones²².

Como resultado de ambos canjes, la carga de vencimientos de deuda se redujo en USD 55.500 millones para el período 2020-2024²³.

En paralelo a este proceso, diversas provincias han iniciado gestiones -con distinto grado de avance a la fecha- para dar impulso a operaciones de administración de pasivos y rediseño de sus perfiles de endeudamiento²⁴. A la fecha la Provincia de Mendoza es la única jurisdicción que ha logrado un acuerdo con sus bonistas respecto del canje de sus bonos Ley Extranjera con vencimiento en 2024²⁵.

²¹ Oficina de Presupuesto del Congreso. Informe sobre Operaciones de Deuda Pública del mes de Agosto 2020.

²² Fuente: MECON.

²³ Oficina de Presupuesto del Congreso. Informe sobre Operaciones de Deuda Pública del mes de Agosto 2020.

²⁴ Ministerio de Economía. Secretaría de Finanzas. Deuda en Pesos del Sector Público Provincial y del Sector Corporativo. Junio 2020.

²⁵ Informe de Prensa oficial de la Provincia de Mendoza:

Mercado doméstico

Inicialmente, el empeoramiento de las condiciones financieras²⁶ en la segunda mitad del año 2019 había implicado el cierre del mercado y la búsqueda de financiamiento para el Tesoro Nacional en entes del sector público, situación que se extendió durante enero y febrero de 2020²⁷.

Operaciones del Tesoro Nacional

A lo largo de 2020 el mercado doméstico ha sido dominado por las necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional, singularmente agravadas tras la declaración por parte de la Organización Mundial de la Salud al brote del nuevo coronavirus COVID-19 como una pandemia, lo que motivó que el Gobierno Nacional, mediante el Decreto de Necesidad y Urgencia N° 260/2020 de fecha 12 de marzo de 2020, dispusiera ampliar la emergencia pública en materia sanitaria establecida por la Ley N° 27.541 en relación al coronavirus. Esto demandó un esfuerzo fiscal extraordinario en materia de acciones y medidas tomadas por el Gobierno Nacional para atender la emergencia sanitaria y económica nacional²⁸, en un contexto de marcada dificultad de acceso al financiamiento genuino.

En este contexto y en paralelo con el proceso de reestructuración de la deuda en títulos denominada en moneda extranjera, el Estado Nacional encaró desde febrero una estrategia de incremento relativo del financiamiento en pesos. En un primer momento se orientó a la recomposición de una significativa porción de pasivos domésticos en situación de diferimiento (denominados y pagaderos en pesos, denominados y pagaderos en dólares, y denominados en dólares y pagaderos en pesos al tipo de cambio oficial), situación que se acarrea desde

²⁶ Frente a los episodios de extrema volatilidad en los mercados financieros, como hecho destacable que marca la gravedad de la crisis, el Poder Ejecutivo anunció en agosto del 2019 una reprogramación de los vencimientos de las letras del Tesoro en poder de los tenedores institucionales, dispuesto por Decreto 596/2019.

²⁷ Al respecto, véase Informe “Operaciones de Deuda Pública” correspondientes a los meses Diciembre 2019, Enero y Febrero 2020, de la Oficina de Presupuesto del Congreso.

²⁸ Según el Boletín Fiscal para el Segundo Trimestre de 2020 (Ministerio de Economía de la Nación, Secretaría de Hacienda, Noviembre 2020), más del 81% de las modificaciones presupuestarias incorporadas durante el primer semestre tuvieron lugar por este motivo.

la reestructuración de deudas dispuesta en agosto de 2019. Paulatinamente, los esfuerzos fueron orientándose hacia un proceso de normalización del mercado de deuda en pesos como fuente de financiamiento genuina. Tanto para el canje de los instrumentos en situación de diferimiento como para obtener financiamiento neto y renovar los vencimientos que iban operando, el Tesoro Nacional fue ofreciendo a lo largo del año instrumentos a descuento, a tasa fija, variable, ajustables por inflación, y finalmente denominados en dólares y pagaderos en pesos al tipo de cambio oficial, tanto mediante anuncios de cronogramas mensuales de licitación como en operaciones especiales de canje de instrumentos. En la Tabla 2 y 3 se enumeran los valores efectivos de colocación de instrumentos tanto denominados en pesos, como denominados en dólares y pagaderos en pesos.

Tabla 2. Valores efectivamente colocados de instrumentos denominados en pesos del Tesoro Nacional

en miles de millones de pesos de Valor Efectivo Colocado

Plazo en Días	Mes de Emisión					
	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
31-60	38.543,00	53.253,00				83.341,00
61-90	29.360,00	120.633,00	42.213,00	36.925,00		48.473,00
91-120	15.229,00	39.664,00	12.355,00	32.092,00	38.246,00	7.041,00
121-150	3.033,00	9.993,00	50.321,00	41.881,00	80.974,00	6.003,00
151-180	2.541,00		16.581,00	56.316,00	63.846,00	8.827,00
181-210		7.676,00	6.469,00	20.509,00		
211-240		23.042,00				
241-270			20.444,00			
271-300		8.006,00				1.009,00
301-330					51.601,00	
391-420		12.417,00				
631-660			31.231,00			
721-750	34.050,00				3.182,00	
751-780				20.144,00		
811-840		10.302,00				
841-870	8.051,00					
1081-1110				12.823,00		
Total general	130.807,00	284.986,00	179.614,00	220.690,00	237.849,00	154.694,00

Fuente: Elaboración propia en base a Oficina de Presupuesto del Congreso

Tabla 3. Valores efectivamente colocados de instrumentos denominados en dólares y pagaderos en pesos del Tesoro Nacional

en miles de millones de pesos de Valor Efectivo Colocado

Plazo en Días	Octubre
391-420	136.105,00
541-570	129.804,00
Total general	265.909,00

Fuente: Elaboración propia en base a Oficina de Presupuesto del Congreso

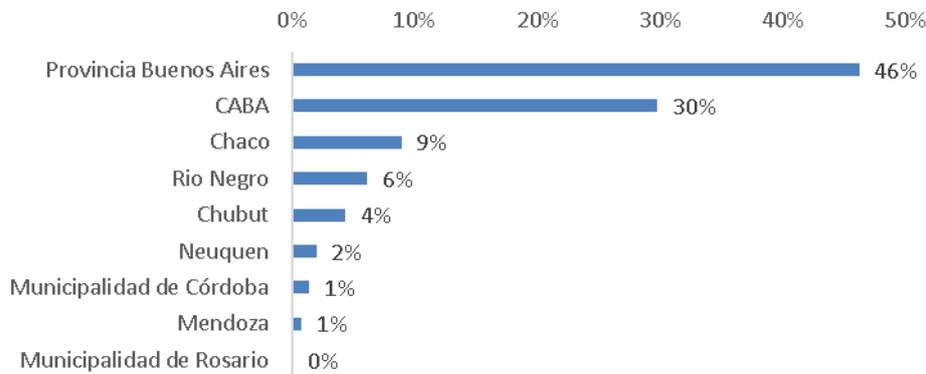
Emisiones sub soberanas

Mientras tanto, los emisores subnacionales que ya contaban con cierta presencia en el mercado han logrado acceder a financiamiento, en su mayor parte de corto plazo y para refinanciar vencimientos tanto de corto como de largo plazo.

Durante el último trimestre de 2019 se fue retomando volumen de colocaciones en el mercado en pesos, luego del episodio de fuerte inestabilidad y empeoramiento de las condiciones financieras que se vivió a mediados de año, especialmente en el tercer trimestre. El primer bimestre de 2020, previos a la cuarentena, se observó una renovada presencia de los principales emisores - Provincia de Buenos Aires y CABA- y con emisiones de menor cuantía por parte de Chubut y Neuquén. En marzo, con motivo del establecimiento de la cuarentena, el volumen de colocaciones cae fuertemente. Sin embargo, en un contexto de exceso de liquidez en pesos, y cierta baja en las tasas de interés, el mercado volvió a recuperar volumen, aunque se observó una importante reducción en los plazos de colocación, mientras continuaban siendo los emisores subnacionales que ya contaban con cierta presencia en el mercado los que lograron acceder a financiamiento. De cualquier modo, el volumen del mercado de colocaciones primarias subsoberanas continúa siendo sustancialmente menor al volumen de las colocaciones soberanas, alcanzando en los últimos seis meses una relación de 10 a 1 en términos de volumen colocado.

En este marco de situación, el financiamiento obtenido por lo emisores subnacionales en el mercado local se ha visto limitado a la colocación de Letras de Tesorería por parte de aquellas jurisdicciones que ya cuentan con programas de financiamiento vigentes y con cierta trayectoria en el mercado local. El financiamiento a nivel subsoberano tal como se observa en la Ilustración 1, se repartió principalmente entre la Provincia de Bs As, concentrando el 46% del monto emitido y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, el 30%.

Participación por Emisor en emisiones en pesos - Nov 2019 a Oct 2020



Fuente: Elaboración propia en base a ByMA, MAE y MAV:

Ilustración 1. Participación por Emisor en las colocaciones de instrumentos subsoberanos en pesos

Las jurisdicciones que han colocado instrumentos de deuda locales a la fecha han sido:

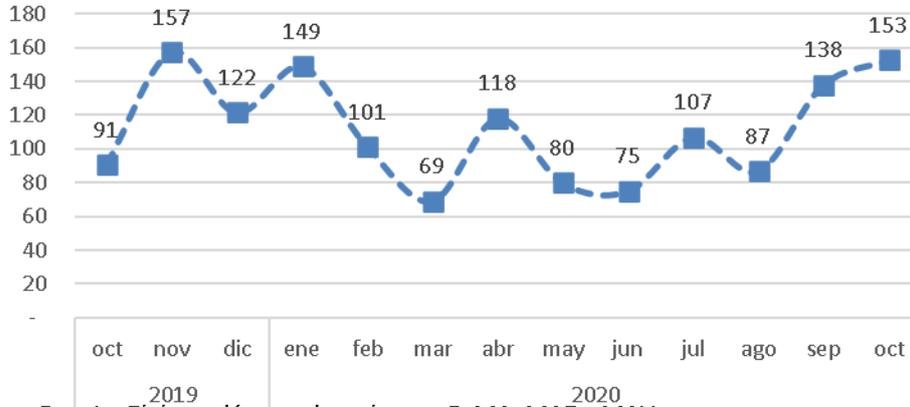
- Provincia de Buenos Aires: Colocó letras de tesorería con regularidad durante todo el año, con excepción del mes de marzo 2020, a plazos de entre 30 a 180 días.
- CABA: Colocó letras de tesorería con regularidad desde febrero hasta julio, a plazos de entre 30 y 90 días. Para las últimas colocaciones realizadas, ha implementado la modalidad de Letras Duales, garantizando un piso de rendimiento ajustado por CER. A su vez, en noviembre 2019, enero 2020 y agosto 2020 ha realizado la reapertura de bonos en circulación a tasa variable.
- Chaco: Colocó letras de tesorería con regularidad durante todo el período, pero a plazos que en la mayor parte no logran superar los 60 días. Las emisiones que anuncia a plazo mayor suelen quedar desiertas o resultan colocaciones de montos inferiores.
- Río Negro: Desde noviembre 2019 realiza emisiones de letras aproximadamente con periodicidad semestral, por montos que implican renovación sucesiva de vencimientos. En Julio 2020 logró una colocación

de un bono en pesos a tasa variable a un año de plazo, con garantía de regalías petroleras.

- Chubut: Colocó letras de tesorería con suma regularidad durante todo el período, en septiembre logrando una colocación a 1 año de plazo. Desde abril ha implementado la modalidad de Letras Duales \$ o Dollar Linked, esto es, que licitan un rendimiento en pesos, pero garantizan un piso de rendimiento en dólares a tipo de cambio oficial.
- Neuquén: Colocó letras de tesorería en enero 2020 (\$1.500 M a 180 días), abril 2020 (\$1.000 M a 90 días) y julio 2020 (\$1.500 M a 275 días). En Julio colocó a su vez bonos garantizados por regalías petroleras bajo modalidad “dollar linked” a 15 y 30 meses de plazo, por un total de USD 48M, a tasas de 3% y 4% respectivamente.
- Municipalidad de Córdoba: Colocó con cierta regularidad letras del tesoro, siempre a BADLAR + margen, a plazos y montos marginalmente crecientes, llegando a colocar a 180 días en septiembre y octubre.
- Mendoza: Colocó por primera vez en el año letras del tesoro en septiembre, a 180 días, a BADLAR + margen con piso de rendimiento CER + 2%.
- Municipalidad de Rosario: Realizó una única salida al mercado por \$200 millones a 100 y 160 días en el mes de agosto.

Tal como se observa en la Ilustración 2, los plazos promedio fueron disminuyendo a partir de los primeros días de marzo, ubicándose entre los 60 y 90 días hasta bien entrado el mes de septiembre. Solo a partir de octubre vemos una duración un poco mayor de las emisiones de Letras.

Plazos Promedio en días ponderados por monto de colocación - Letras del Tesoro



Fuente: Elaboración propia en base a ByMA, MAE y MAV:

Ilustración 2. Plazos promedio de colocación de Letras del Tesoro de emisores subsoberanos.

Los emisores públicos subnacionales obtuvieron en los últimos doce meses un monto de financiamiento que asciende a los \$198 mil millones. En términos comparativos con 2019, el año 2020 presenta un mayor volumen de colocaciones subnacionales, en línea con las condiciones de mayor liquidez del mercado. En el segmento de deuda pública provincial se observaron colocaciones durante el año con tasas significativamente inferiores a las observadas durante 2019. Durante el último trimestre de aquel año las colocaciones de corto plazo (inferiores a 90 días) se realizaban a tasas del orden del 48/50% TNA. A medida que las tasas de la economía se iban reduciendo nominalmente, el costo de financiamiento acompañó dicha trayectoria. Durante octubre de 2020 las colocaciones del tramo más corto se realizaron a tasas del orden del 34%35% anual TNA.

No obstante, a pesar de existir una mayor liquidez, el financiamiento de mediano plazo para las provincias fue prácticamente inexistente durante 2020, en un contexto con múltiples factores adversos. Salvo contadas excepciones, prácticamente la totalidad de las operaciones de financiamiento fue efectuada bajo instrumentos de corto plazo. Respecto de las emisiones en pesos, como se observa en la Ilustración 3, el 49% fueron realizadas bajo la modalidad de Letras

en Pesos a tasa Fija o a Descuento, y el 26% en Letras en Pesos a tasa Variable. Un 10% correspondió a emisiones bajo modalidad dual.

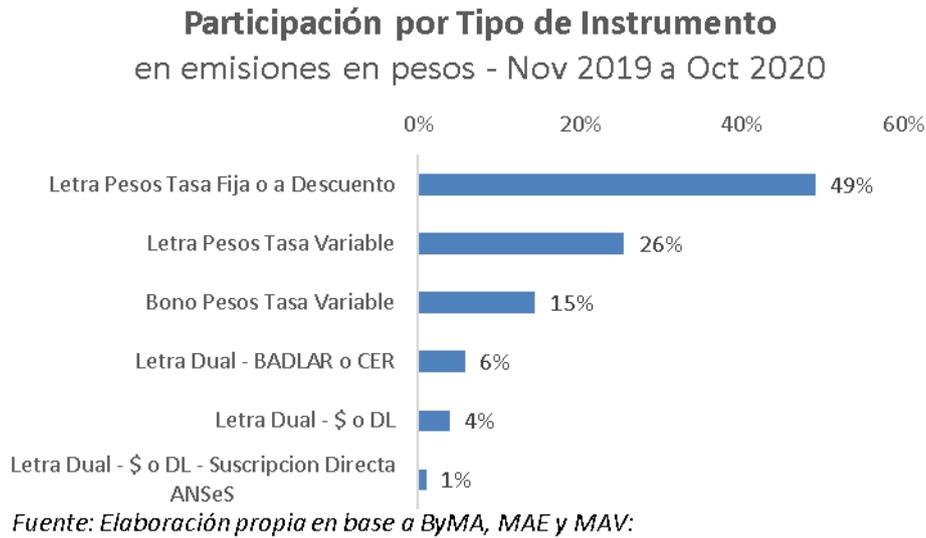


Ilustración 3. Participación porcentual por tipo de instrumento emitido.

Asimismo, según se observa en la Ilustración 4 a continuación, los plazos de colocación fueron preponderantemente cortos.

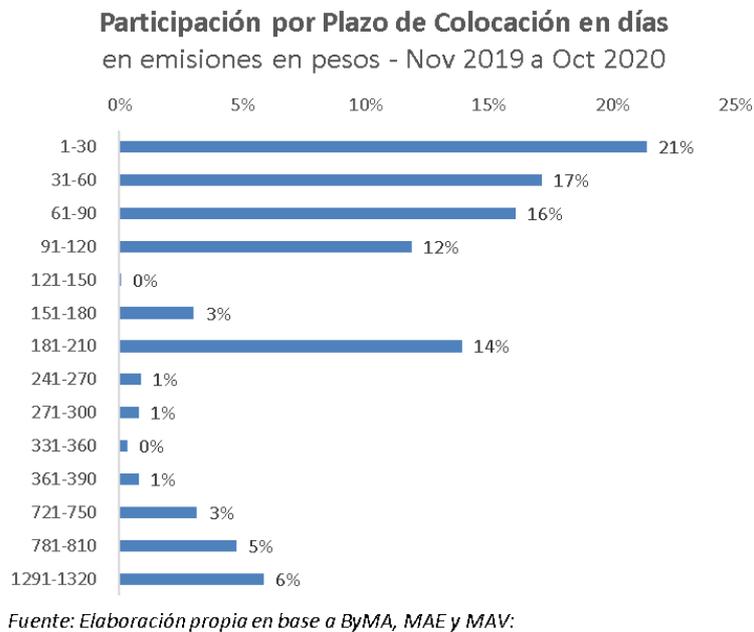


Ilustración 4. Participación porcentual por plazo de emisión.

Las Tablas 4 y 5 a continuación muestran una desagregación por emisor, tipo de instrumento y monto, y por emisor, tipo de instrumento y plazo, respecto del período abarcado por el IV trimestre de 2019 y lo que va del año 2020.

En suma, el financiamiento obtenido por los emisores subnacionales en el mercado local se ha limitado fundamentalmente a la colocación de Letras de Tesorería por parte de aquellas jurisdicciones que ya cuentan con programas de financiamiento vigentes y con cierta trayectoria en el mercado, siendo muy pocas las jurisdicciones que han incurrido en emisiones nuevas, y por montos menores, como en el caso de la Municipalidad de Rosario y la Provincia de Mendoza. La coyuntura financiera desfavorable ha sido parcialmente mitigada por la cuantiosa liquidez observada durante los meses de cuarentena, aunque la escena se ha visto dominada por las colocaciones del Tesoro Nacional.

Tabla 4. Valores Nominales de instrumentos emitidos por Subnacionales - IV Trim 2019 y Año 2020 a octubre - en millones

Jurisdicción	Tipo	2019			2020									
		oct	nov	dic	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct
Provincia Buenos Aires	Letra Dual - \$ o DL	515	100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provincia Buenos Aires	Letra Pesos Tasa Fija o a Descuento	931	300	4.131	4.991	4.372	-	11.482	8.488	5.556	10.856	9.082	8.060	6.748
Provincia Buenos Aires	Letra Pesos Tasa Variable	-	-	1.811	4.318	1.728	-	592	263	1.205	950	1.884	4.396	393
Total Provincia Buenos Aires		1.446	400	5.943	9.309	6.100	-	12.074	8.751	6.761	11.806	10.966	12.455	7.141
CABA	Bono Pesos Tasa Variable	-	6.250	-	9.414	-	-	-	-	-	-	11.588	-	-
CABA	Letra Dual - BADLAR o CER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.000	-	-	-
CABA	Letra Pesos Tasa Fija o a Descuento	-	-	-	-	-	513	2.643	5.527	-	-	-	-	-
CABA	Letra Pesos Tasa Variable	-	-	-	-	1.546	-	3.700	7.907	-	-	-	-	-
Total CABA		-	6.250	-	9.414	1.546	513	6.344	13.434	-	10.000	11.588	-	-
Chaco	Letra Dual - \$ o DL	257	329	1.075	942	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Chaco	Letra Pesos Tasa Fija o a Descuento	-	-	-	-	1.029	1.154	1.292	1.305	1.538	1.539	1.798	1.898	2.104
Chaco	Letra Pesos Tasa Variable	-	-	-	-	600	200	104	4	-	850	3	-	-
Total Chaco		257	329	1.075	942	1.629	1.354	1.396	1.309	1.538	2.390	1.800	1.898	2.104
Rio Negro	Bono Pesos Tasa Variable	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.554	-	-	-
Rio Negro	Letra Pesos Tasa Variable	-	3.000	-	-	-	-	3.808	-	-	-	-	-	3.800
Total Rio Negro		-	3.000	-	-	-	-	3.808	-	-	1.554	-	-	3.800
Chubut	Letra Dual - \$ o DL	-	-	1.717	-	-	-	343	452	583	783	175	1.202	-
Chubut	Letra Dual - \$ o DL - Suscripción Directa ANSeS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.127	-
Chubut	Letra Pesos Tasa Fija o a Descuento	500	-	113	-	403	363	-	-	-	-	-	-	-
Chubut	Letra Pesos Tasa Variable	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	393
Total Chubut		500	-	1.830	-	403	363	343	452	583	783	175	3.328	393
Neuquen	Letra Pesos Tasa Variable	-	-	-	1.500	-	-	938	-	-	1.570	-	-	-
Total Neuquen		-	-	-	1.500	-	-	938	-	-	1.570	-	-	-
Municipalidad de Córdoba	Letra Pesos Tasa Variable	-	195	-	-	-	-	466	-	600	400	-	600	600
Total Municipalidad de Córdoba		-	195	-	-	-	-	466	-	600	400	-	600	600
Mendoza	Letra Dual - BADLAR o CER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.550	-
Total Mendoza		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.550	-
Municipalidad de Rosario	Letra Pesos Tasa Variable	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	200	-	-
Total Municipalidad de Rosario		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	200	-	-
Total general		2.203	10.174	8.848	21.165	9.678	2.230	25.369	23.946	9.482	28.503	24.729	19.832	14.038

Fuente: Elaboración propia en base a ByMA, MAE y MAV

Tabla 5. Plazos promedio de instrumentos emitidos por Subnacionales - IV Trim 2019 y Año 2020 a octubre - días

Jurisdicción	Tipo	2019			2020															
		oct	nov	dic	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct						
CABA	Bono Pesos Tasa Variable			786		731														
CABA	Letra Dual - BADLAR o CER											91								
CABA	Letra Pesos Tasa Fija o a Descuento							63	30	43										
CABA	Letra Pesos Tasa Variable							98	86	91										
Total CABA				786		731	98	77	58	67		91		1.317						
Chaco	Letra Dual - \$ o DL	46	28	63	58															
Chaco	Letra Pesos Tasa Fija o a Descuento						46	63	42	46	53	49	42	42	42					
Chaco	Letra Pesos Tasa Variable						154	189	126	126	126	119	112	119	119					
Total Chaco		46	28	63	58	82	105	70	72	77	72	65	68	68						
Chubut	Letra Dual - \$ o DL			270					34	45	32	62	35	129						
Chubut	Letra Dual - \$ o DL - Suscripcion Directa ANSeS																			30
Chubut	Letra Pesos Tasa Fija o a Descuento	88		90			62	41												
Chubut	Letra Pesos Tasa Variable																			55
Total Chubut		88		180			62	41	34	45	32	62	35	109						55
Municipalidad de Córdoba	Letra Pesos Tasa Variable			90					91		91	91								180
Total Municipalidad de Córdoba				90					91		91	91								180
Neuquen	Letra Pesos Tasa Variable								182		92			274						
Total Neuquen									182		92			274						
Provincia Buenos Aires	Letra Dual - \$ o DL	106	77																	
Provincia Buenos Aires	Letra Pesos Tasa Fija o a Descuento	29	21	56	44	47			64	42	56	46	48	44	59					
Provincia Buenos Aires	Letra Pesos Tasa Variable			182	181	182			182	154	161	183	182	182	182					
Total Provincia Buenos Aires		80	58	98	90	92			84	79	91	91	93	90	100					
Rio Negro	Bono Pesos Tasa Variable												365							
Rio Negro	Letra Pesos Tasa Variable			160					189											203
Total Rio Negro				160					189					365						203
Municipalidad de Rosario	Letra Pesos Tasa Variable																			136
Total Municipalidad de Rosario																				136
Mendoza	Letra Dual - BADLAR o CER																			181
Total Mendoza																				181
Total general		70	177	111	170	81	85	89	66	73	115	210	106	109						

Fuente: Elaboración propia en base a ByMA, MAE y MAV

BIBLIOGRAFÍA

Álvarez, C., Manes, M., Paredes, P., & Ivani, G. (2011). El acceso al crédito de los gobiernos subnacionales. Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas, Córdoba, Argentina. Disponible en:

[http://www2.mecon.gov.ar/hacienda/dncfp/provincial/deuda/El acceso al credito o de los gobiernos subnacionales.pdf](http://www2.mecon.gov.ar/hacienda/dncfp/provincial/deuda/El_acceso_al_credito_o_de_los_gobiernos_subnacionales.pdf).

BYMA, Reglamento de Listado (2019). Disponible en:

https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/08/BYMA-Reglamento-de-Listado.pdf

CONSEJO FEDERAL DE RESPONSABILIDAD FISCAL (2018). Documento de Investigación N° 2. El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal en el Sector Municipal. Disponible en: http://www.responsabilidadfiscal.gob.ar/wp-content/uploads/2018/03/documentodeinvestigacion_num2.pdf

CONSEJO FEDERAL DE RESPONSABILIDAD FISCAL (2019). Serie de Cuadernos Metodológicos, Cuaderno N° 5, Deuda Pública, Definiciones y Normativa Vigente.

CONSEJO FEDERAL DE RESPONSABILIDAD FISCAL (2019-2). Informe de Evaluación de Cumplimiento Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno sobre la Ejecución Presupuestaria 2018.

Cosentino, A., Isasa, M., & Hang, G., (2018) El financiamiento de los gobiernos subnacionales. Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública. Disponible en <https://docs.asap.org.ar/public/doc/El%20financiamiento%20de%20los%20gobiernos%20sub-nacionales>

Ferullo, C., & Tapia, M., (2011). El financiamiento de los municipios santafesinos según la normativa vigente. Publicado en “Financiamiento local para el desarrollo de ciudades sustentables”. Rosario : Foja Cero, 2011.

AMERISO, Claudia C., coord..

MAE. NORMAS PARA LA NEGOCIACIÓN SECUNDARIA DE VALORES NEGOCIABLES. Disponible en:

<https://servicios.mae.com.ar/legales/Normativas/Guias.aspx#>

OFICINA DE PRESUPUESTO DEL CONGRESO (2020). Operaciones de Deuda Pública, desde marzo 2019 hasta octubre 2020. Disponibles en

<https://www.opc.gob.ar/categoria/operaciones-de-deuda-publica/>

CAPITULO II

Febrero de 2021

RESUMEN DEL CAPÍTULO

- Existe un amplio universo de instrumentos, adaptables a las necesidades de cada emisor y a las coyunturas de cada momento.
- Tradicionalmente, la solución a los desfases financieros de corto plazo consiste en administrar el stock de Deuda Flotante. Esto encuentra límites en los montos y plazos y termina generando la inclusión de cargos financieros implícitos.
- Los cheques de pago diferido pueden ser utilizados como instrumentos de deuda de corto plazo por los niveles de gobiernos subnacionales. El cheque de pago diferido, desde el punto de vista financiero, resulta análogo al simple hecho de mantener deuda flotante. La diferencia radica en que su emisión representa una instrumentación efectiva de la deuda, y brinda al acreedor certeza en cuanto al plazo de pago. El mercado de capitales permite la negociación de este tipo de instrumentos, a través de distintos segmentos y esquemas.
- La herramienta para el financiamiento de corto plazo que tradicionalmente ofrece el mercado de capitales son las Letras de Tesorería. Este instrumento se encuentra destinado a atender los desajustes estacionales y/o de carácter temporario entre recursos corrientes y gastos corrientes.
- Los gobiernos subnacionales se ven en la necesidad de financiar infraestructura de servicios públicos críticos, con el desafío de lograr desarrollo económico en un marco de equidad, con serias limitaciones financieras.
- Las provincias recurren tradicionalmente a la emisión de títulos tanto en el mercado local como internacional como una opción de financiamiento de mediano y largo plazo, usualmente destinado a financiar programas de inversión pública.
- Los Bono de Pago a Proveedores son un caso especial de emisión de títulos públicos, con experiencias y aplicaciones recientes por parte de ciertos emisores.

- Un valor negociable denominado Verde, Social o Sustentable es similar a cualquier valor negociable tradicional. La diferencia radica en el uso que se le dará al financiamiento obtenido. Dos provincias argentinas fueron precursoras en la utilización de este tipo de instrumentos, y existen desarrollos institucionales y normativos que permiten prever su desarrollo como fuente de financiamiento de proyectos.
- Se habla de financiamiento estructurado cuando se recurre a técnicas de ingeniería financiera para dar respuesta a requisitos específicos en términos de fondeo, liquidez y riesgo, que no pueden ser estricta o eficientemente suplidos por instrumentos tradicionales.
- La utilización de financiamiento estructurado con aplicación a proyectos de inversión se refiere a la estructuración de financiamiento de una unidad económica específica o “vehículo” en la que los flujos de efectivo y las ganancias de esa unidad económica y de ese proyecto como la fuente de fondos de la cual se reembolsará un préstamo, y se administrará el capital, el proyecto y los activos de la unidad económica como garantía de dicho préstamo, dentro de un marco de riesgo específico delimitado contractualmente.
- Las Participaciones Público-Privadas son acuerdos a largo plazo entre el Estado y un socio privado, mediante el cual el socio privado toma a su cargo la provisión de ciertos servicios públicos incluyendo el financiamiento y la construcción de la infraestructura que resulte necesaria. Bajo este tipo de arreglos contractuales, el socio privado provee el financiamiento, desarrolla la infraestructura y asume al menos parte de los riesgos operacionales asociados al proyecto.
- Existen diversas iniciativas respecto de esquemas de financiamiento que se han desarrollado recientemente, especialmente diseñados para dotar mecanismos de financiamiento de infraestructura pública y proyectos de interés social. Estos nuevos desarrollos buscan generar financiamiento para infraestructura pública en el mercado de capitales local bajo el esquema de “Project Finance”.

- Los gobiernos locales enfrentan mayores limitaciones que las provincias a la hora de gestionar su propio financiamiento. Los gobiernos locales encuentran mayor dificultad para acceder al mercado de capitales como emisores independientes. Al tratarse de emisores de menor tamaño, los costos de transacción pueden ser un factor limitante, y se hace necesario encontrar maneras de lograr economías de escala para hacer factible el financiamiento municipal a largo plazo.

INTRODUCCIÓN

Para la atención de inversión en infraestructura y capital, para la amortización de la propia deuda, y para enfrentar las estacionalidades del presupuesto, resulta sumamente útil contar con el desarrollo de todas las herramientas posibles que permitan al Estado enfrentar las coyunturas de la manera más eficiente, sujeto a la realidad de cada momento.

La emisión de instrumentos financieros en el mercado requiere que el emisor incorpore dentro de sus premisas la gestión activa de las relaciones con los inversores del sector privado, cumplir un cierto nivel estándar de información, transparencia y planificación a futuro, y generar capacidades específicas en relación a la estructuración y gestión del financiamiento.

Finalidad del presente trabajo

El presente estudio propone analizar las alternativas de financiamiento a través del mercado de capitales, particularmente en el mercado doméstico para la Provincia de Santa Fe.

Estructuramos el primer informe de la siguiente manera: Se realizará un análisis sobre los instrumentos de financiamiento de mercado más relevantes utilizados por las jurisdicciones subnacionales. Dicho universo se dividirá en dos grandes grupos, a saber, instrumentos de financiamiento de corto plazo, a los que dedicaremos la Sección I, e instrumentos de financiamiento de largo plazo, a los que dedicaremos la Sección II. Se elaborará un detalle de cada uno de los instrumentos que la normativa prevé y que las prácticas que el mercado propone. Se hará una descripción detallada de sus características, las posibilidades y alternativas que presenta cada uno, la identificación de sus principales limitaciones, el uso de garantías en cada uno de ellos, así como el destino de financiamiento para el que cada uno de ellos resulta más idóneo. Finalmente, en la Sección III se abordará específicamente la aplicación de los mismos a nivel municipal.

SECCIÓN I - INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO

Los gobiernos provinciales cuentan con herramientas de administración financiera de corto plazo para afrontar desfases temporales entre la ejecución de gastos y la recaudación de los recursos.

Tradicionalmente, la solución a los desfases financieros de corto plazo consiste en administrar el stock de Deuda Flotante. Esta solución naturalmente cuenta con la ventaja de la flexibilidad, al no requerir autorización normativa y no explicitar para la provincia los costos financieros asociados. Pero naturalmente encuentra límites en los montos y plazos, genera inconvenientes operativos por cuanto los proveedores están cada vez menos dispuestos a proveer al estado y termina generando la inclusión de cargos financieros implícitos en los precios ofrecidos para cubrirse del incumplimiento de los plazos acordados.

Cheques de Pago Diferido

En sentido estricto, el cheque de pago diferido es una orden de pago librada a una fecha determinada, posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto

Los cheques de pago diferido pueden ser utilizados como instrumentos de deuda de corto plazo por los niveles de gobiernos subnacionales. La normativa que reglamente los mismos es la Ley N° 24.452 y permite la emisión de cheques por hasta un plazo de 360 días.

Las normas provinciales relacionadas a la administración financiera generalmente prevén que los pasivos que no superen el año calendario no constituyen deuda pública. En el caso de la Provincia de Santa Fe, por Artículo 60 de la Ley 12.501 se excluye explícitamente de la definición de deuda pública a la deuda del Tesoro (obligaciones devengadas y no pagadas durante el ejercicio, o “deuda flotante”) y a la emisión de letras, pagarés u otros medios sucedáneos de pago cuando se cancelen dentro del ejercicio.

La utilización del cheque de pago diferido como medio de pago de bienes y/o servicios permite financiamiento de corto plazo, orientado al manejo de caja y a la administración de descalce de flujos de ingresos y egresos dentro del período fiscal.

El cheque de pago diferido, desde el punto de vista financiero, resulta análogo al simple hecho de mantener deuda flotante. La diferencia radica en que su emisión representa una instrumentación efectiva de la deuda, y brinda al acreedor certeza en cuanto al plazo de pago. Consecuencia directa de esta mayor certeza es la posibilidad cierta por parte de su beneficiario de hacerse de la liquidez en forma anticipada, mediante su negociación.

Las entidades financieras normalmente tienen líneas de crédito (factoring) que permiten el descuento de cheques, de acuerdo a la calificación crediticia del cliente y a las tasas de interés establecidas para cada línea.

Por su parte, el mercado de capitales también permite la negociación de este tipo de instrumentos. Por artículo 56 de la Ley 24.452, que fuera modificado por Decreto 386/2003, además de que cheque de pago diferido es libremente transferible por endoso con la sola firma del endosante, se establece que:

- Los cheques de pago diferido serán negociables en las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores conforme a sus respectivos reglamentos, los que a este efecto deberán prever un sistema de interferencia de ofertas con prioridad precio-tiempo.
- La oferta primaria y la negociación secundaria de los cheques de pago diferido no se considerarán oferta pública y no requerirán autorización previa.
- Los endosantes o cualquier otro firmante del documento, no quedarán sujetos al régimen de los emisores o intermediarios en la oferta pública.
- La transferencia de los títulos al agente de depósito colectivo para su negociación bursátil tendrá la modalidad y efectos jurídicos previstos en el Artículo 41 de la Ley N° 20.643: El depósito colectivo no transfiere al Agente Depositario Central de Valores la propiedad ni el uso de los valores negociables depositados, el que deberá

sólo conservar y custodiar los mismos y efectuar las operaciones y registraciones contables que deriven de su negociación.

- En ningún caso el agente de depósito colectivo queda obligado al pago, en tanto el endoso efectuado para el ingreso del cheque de pago diferido a la Caja haya sido efectuado exclusivamente para su negociación en los Mercados de Valores.
- La negociación bursátil no genera obligación cambiaria entre las partes intervinientes en la operación.

De este modo el cheque de pago diferido queda instituido como un instrumento idóneo para ser negociado en el mercado de capitales, lo que ha derivado en un desarrollo creciente del mercado para este tipo de instrumentos.

Los mercados autorizados en la República Argentina permiten al Estado Nacional, los Estados Provinciales, los Gobiernos Autónomos, los Municipios, los entes autárquicos y las empresas y sociedades del Estado solicitar la cotización de los cheques por ellas emitidos a favor de terceros, para que puedan ser negociados en los mercados de valores, aunque los mismos pueden ser admitidos en los distintos segmentos de negociación sin necesidad de que exista una solicitud de cotización expresa.

En caso de solicitar la cotización en forma expresa, la característica esencial de este esquema es que el librador del cheque es quien patrocina y fomenta el descuento de su propio cheque, facilitando de este modo el acceso al financiamiento para sus proveedores. El librador puede listar un programa de cheques de pago diferido, debiendo identificar el monto máximo de cheques que podrá encontrarse en todo momento depositado en el agente de depósito colectivo.

El Mercado Argentino de Valores (MAV) permite la negociación de cheques de pago diferido bajo el denominado “Segmento Patrocinado”, de acuerdo a las prescripciones establecidas en su Reglamento de Listado²⁹.

Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA) también prevé que tanto el Estado nacional, las provincias, el gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires,

²⁹ MAV, Reglamento de Listado (2017)

los municipios, las entidades autárquicas y las sociedades o empresas del Estado pueden solicitar autorización para listar cheques que libren a favor de terceros³⁰.

En cualquier caso, quien somete un Cheque de Pago Diferido a negociación es su beneficiario o endosatario. Éste deberá efectuar la negociación del instrumento mediante un agente del mercado, típicamente un agente de liquidación y compensación –ALyC- o un banco, lo negociará en el mercado de la misma forma que se negocian los cheques librados por sujetos privados.

Letras del Tesoro

La herramienta para el financiamiento de corto plazo que tradicionalmente ofrece el mercado de capitales son las letras de tesorería. Este instrumento se encuentra destinado a atender los desajustes estacionales y/o de carácter temporario entre recursos corrientes y gastos corrientes. Estos instrumentos pueden constituir deuda pública o no, según los criterios que prevé la norma provincial aplicable. En general, no será considerada deuda pública cuando el plazo de amortización no supere el ejercicio fiscal del año en que fueran emitidas.

En el caso de la Provincia de Santa Fe, la emisión de letras se encuentra contemplada por el citado Artículo 60 de la Ley 12.501, que las excluye explícitamente de la definición de deuda pública cuando se cancelen dentro del ejercicio.

Las letras de tesorería suelen ser el primer instrumento a partir del cual las Provincias se acercan al mercado de capitales. La creación de programas de letras de tesorería es una práctica difundida entre ciertos emisores subsoberanos provinciales, e incluso entre algunos municipios (tales como la Municipalidad de Córdoba y la Municipalidad de Rosario) los que en general realizan emisiones periódicas de estos instrumentos. Se tratan en general de instrumentos denominados en pesos, emitidos en series en el marco de un

³⁰ BYMA, Reglamento de Listado (2020).

programa y generalmente cuentan con garantía de los recursos provinciales provenientes de Régimen de Coparticipación, regalías o recursos específicos.

Características principales de un Programa de Letras

A continuación, se detallan los principales aspectos a considerar en la creación de un Programa de Letras de Tesorería:

Monto del Programa y de cada Serie: el tamaño del Programa deberá definirse para cada ejercicio fiscal. En el caso de la Provincia de Santa Fe, por Decreto 1663/2012 se reglamenta el artículo 48 de la Ley 12.510. En dicho instrumento se establece que el monto para operaciones de corto plazo que fije anualmente la Ley de Presupuesto, o mediante ley específica, según sea el caso, se afectará por el valor nominal en circulación. El Ministerio de Economía, a través de la Secretaría de Finanzas, deberá llevar un registro que permita conocer, en cada momento, el monto nominal en circulación, generado a través de las operaciones a corto plazo efectuadas en el marco del Artículo 48 de la Ley N.º 12510. En tal sentido, en forma previa a la realización de cualquier operación a corto plazo que se encuadre en el Artículo 48 de la Ley N.º 12.510, se deberá contar con la expresa autorización de la Secretaría de Finanzas.

Emisión en Series y/o Clases: Las Letras del Tesoro suelen ser emitidas en distintas series, y dentro de éstas en distintas clases. Las Letras del Tesoro de distintas clases pueden otorgar derechos diferentes a sus tenedores, mientras que las Letras del Tesoro de una misma clase siempre tendrán los mismos derechos entre sí. Asimismo, las Letras del Tesoro de una misma clase podrán ser emitidas en distintas series con los mismos derechos que las demás Letras del Tesoro de la misma clase, aunque podrán tener diferentes fechas de emisión y/o precio de emisión.

Moneda de emisión: si bien en general se emiten en pesos, las Letras del Tesoro pueden estar denominadas en dólares estadounidenses o en cualquier otra moneda. A los fines de su contabilización y registración serán consideradas Letras en Moneda Nacional aquéllas emitidas en moneda de curso legal y Letras en Moneda Extranjera aquéllas emitidas en otras monedas distintas de la de

curso legal. Un caso especial podría constituir la emisión de alguna clase denominada en moneda extranjera pero integrable y pagadera en pesos al tipo de cambio de referencia que se defina, lo que se conoce como “Dollar Linked”.

Precio: Las Letras se puede emitir a un precio igual a su valor nominal, con descuento o con prima sobre el mismo. Esto da lugar a la posibilidad de emitir estructuras sencillas usualmente utilizados para los tramos más cortos, en los que en la licitación se establece un precio por debajo de su valor nominal, quedando así implícitamente determinada la tasa de interés.

Plazo y frecuencia: Las Letras se pueden emitir a plazos distintos (tramos cortos de entre 30 y 90 días, tramos medios de entre 90 y 180 días y tramos más largos de más de 180 días). Usualmente, si las condiciones de mercado así lo permiten, los emisores buscan que los plazos más largos sean múltiplos del plazo más corto, permitiendo en su caso la cancelación de cada uno de los vencimientos con nuevas emisiones (roll-over).

Pagos de capital e interés: Cada emisión puede estructurarse bajo distintos formatos de pago de amortización e interés. Tal como se menciona más arriba, las emisiones más cortas generalmente se estructuran bajo un formato de “cerocupón”, o a descuento, y realizan un único pago de amortización al vencimiento. De este modo, la diferencia entre el precio de colocación y el pago al vencimiento determina la tasa de interés implícita para el inversor. Las emisiones de mediano plazo generalmente establecen el pago de capital e interés al vencimiento (tipo bullet) y las series más largas generalmente establecen el pago de uno o más cupones de interés en fechas intermedias, y luego el pago de capital e interés al vencimiento.

Cláusula de ajuste: El capital y/o los intereses que se devenguen en virtud de la emisión de Letras del Tesoro pueden tener o no cláusulas de ajuste, que puede estar vinculada a la evolución del CER para ofrecer protección contra la inflación de precios, o vinculada a la evolución del tipo de cambio.

Tasa de Interés: Cuando la estructura especifica que habrá pago de intereses, la determinación del tipo de interés aplicable depende en gran medida del plazo

de emisión de cada serie y de las condiciones de mercado en cada momento. Por lo general las series cortas suelen ser emitidas a tasa fija, mientras que las emisiones de mediano y/o largo plazo se suele adoptar alguna tasa de referencia de mercado (BADLAR bancos privados, por ejemplo) y agregarle un margen o spread respecto de la tasa de referencia, que suele ser la variable que se licita al momento de su colocación.

En ocasiones se observan estructuras más complejas que combinan varias alternativas. Tal es el caso de las denominadas estructuras “duales”, en las que el emisor se compromete a abonar el mayor monto que surja entre una tasa de referencia más un margen establecido, o una actualización de capital (por ejemplo, por aplicación del Coeficiente de estabilización de Referencia – CER o por aplicación del incremento en la cotización mayorista del Dólar Estadounidense) más un margen fijo.

Por lo general, a menor duración de la Letra y menor incertidumbre respecto de la volatilidad de la tasa de interés, el mercado está dispuesto a convalidar una tasa de interés fija, mientras que, a mayor duración de la Letras y mayor incertidumbre sobre la volatilidad de la tasa de interés, el mercado se inclina más por instrumentos vinculados con una tasa variable de interés.

Garantías: Las letras pueden emitirse con o sin garantía específica. A su vez, la garantía puede o no estar aplicada al pago. Al ser emisiones consideradas de corto plazo, una garantía sobre el Programa no suele ser un elemento determinante. Sin embargo, la posibilidad de contar con alguna garantía (por ejemplo, recursos de la coparticipación Federal de Impuestos, regalías sobre recursos naturales, o la recaudación de recursos tributarios específicos) puede disminuir el costo de financiamiento al mitigar el riesgo de emisor. Para determinar la incorporación de alguna garantía debe evaluarse el costo de su estructuración y la facilidad de ejecución de la misma, comparado con la reducción en la tasa que su incorporación implica. En la práctica, es inusual que hoy el mercado convalide una emisión de letras de tesorería de nivel subnacional que no cuente con garantía.

Autorizaciones: Para las jurisdicciones adheridas a la Ley de Responsabilidad Fiscal, la autorización previa del Ministerio de Economía de la Nación para operaciones de endeudamiento no es necesaria en tanto el vencimiento no supere el ejercicio fiscal en curso. No obstante, si se afecta algún tipo de garantía sobre el Programa, la autorización se torna necesaria.

Sin perjuicio de ello, si se pretende captar la demanda de las entidades financieras, deberá cumplirse además con lo dispuesto por el BCRA en esta materia. En este sentido, para que el BCRA autorice a los bancos del sistema a adquirir las letras emitidas por organismos subsoberanos, las mismas deben estar garantizadas en los términos de la Comunicación A 4798, según el cual el Banco Central considerará pedidos de excepción a la limitación de otorgamiento de asistencia financiera siempre que se reúnan determinados requisitos, entre los que se especifica la necesidad de contar una afectación en garantía de recursos de la jurisdicción y/o regalías por la explotación de recursos naturales por un monto que cubra capital, intereses y accesorios.

Régimen de colocación, adjudicación, integración y otros aspectos operativos:

Las Letras del Tesoro se pueden colocar mediante licitación pública, en la que se emite un llamado al público inversor para participar en la misma, o alternativamente mediante suscripción directa para colocaciones destinadas a inversores puntuales. Si bien la colocación directa no es usual para las letras subsoberanas, puede tener lugar cuando existe un inversor institucional o perteneciente al propio sector público, como puede ser el caso del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSeS, o alguna entidad similar a nivel nacional o provincial. que suscriba la emisión en forma íntegra El régimen de adjudicación de una clase o serie se suele especificar en el instrumento que dispone su emisión.

En general, se establece un mecanismo para priorizar las posturas que presenten los inversores, que depende de la estructura de la emisión en cuestión: si se trata de una letra a descuento, las posturas se ordenarán en función de su precio. Si se trata de una letra a tasa fija, las posturas se ordenarán en función de la tasa requerida. Si se trata de una letra a tasa variable más un

margen, las posturas se ordenarán en función de dicho margen. Con esta información el emisor suele reservarse el derecho de decidir el monto a colocar y por tanto las posturas que convalidará. Si los montos ofrecidos exceden al monto a colocar, las órdenes suelen adjudicarse en forma proporcional a las posturas realizadas.

Se puede prever que las órdenes adjudicadas sean integradas en pesos y/o en moneda extranjera, estableciendo en dicho caso un tipo de cambio de conversión.

SECCIÓN II – INSTRUMENTOS DE LARGO PLAZO

La demanda de infraestructura y otros servicios en nuestro país es significativa y creciente. Los gobiernos subnacionales se ven en la necesidad de financiar infraestructura de servicios públicos críticos, con el desafío de lograr desarrollo económico en un marco de equidad y con serias limitaciones financieras.

El desarrollo de mercados financieros eficientes y sostenibles a largo plazo depende de la estabilidad macroeconómica y de un marco institucional eficaz. Ambas condiciones han sido casi desde siempre un asunto pendiente. Por tanto, el financiamiento de largo plazo es escaso, se encuentra reservado a pocos instrumentos y emisores, y su disponibilidad es altamente dependiente de la coyuntura económica.

Títulos de Deuda Provinciales

Las provincias recurren tradicionalmente a la emisión de títulos tanto en el mercado local como internacional como una opción de financiamiento de mediano y largo plazo, usualmente destinado a financiar programas de inversión pública. Uno de los métodos para que los gobiernos sub nacionales financien proyectos de infraestructura de magnitud, cuyo repago sea razonable distribuir intertemporalmente, consiste en acudir a los mercados de capitales locales e internacionales para la obtención de financiamiento por parte del sector privado a través de la emisión de bonos.

Las emisiones de bonos subsoberanos suelen ser sustancialmente mayores en monto, requerir menos garantías y ser más flexibles que el financiamiento tradicional mediante préstamos bancarios o de organismos internacionales. Sin embargo, la posibilidad efectiva de recurrir a este tipo de endeudamiento suele estar determinado por las condiciones coyunturales del mercado, por la calificación crediticia del emisor subsoberano, y por la situación en la que se encuentre el soberano en relación al cumplimiento de sus propios compromisos.

Las provincias suelen emitir títulos públicos domésticos o de “Ley Local”, y bonos internacionales o de “Ley Extranjera”.

Los bonos domésticos son los que se emiten bajo legislación argentina, y suelen estar destinados principalmente a inversores locales. Los bonos provinciales destinados exclusivamente al mercado local típicamente se colocan por subasta a través de mercados autorizados y se solicita su listado y autorización de negociación en los mismos.

El mercado local ha brindado posibilidades de financiamiento en moneda local, y algunas provincias han realizado colocaciones denominadas en moneda extranjera y pagadera en pesos (Dollar Linked) y denominada y pagadera en moneda extranjera (Hard Dollar). El mercado doméstico, por su escasa profundidad, ofrece posibilidades limitadas de financiamiento a gran escala. Los emisores frecuentes son pocos, y el mercado secundario se limita a aún menos emisores. Actualmente se encuentran en circulación títulos bajo legislación local de las provincias de Buenos Aires, Chaco, Córdoba, Formosa, La Rioja, Mendoza, Misiones, Rio Negro, Salta, Santa Fe (Bono proveedores), Tucumán, Chubut, Neuquén, CABA, y la Municipalidad de Rio Cuarto, aunque muchas de estas emisiones no registran volúmenes de negociación significativos.

Como una forma de reducir los niveles de riesgos en estos instrumentos, los emisores suelen afectar garantías sobre los títulos emitidos. Aquellas provincias que reciben pagos provenientes de regalías hidrocarburíferas, de gas y mineras suelen afectarlas como garantía de estos instrumentos. En otras ocasiones las demás jurisdicciones afectan recursos de la Coparticipación Federal de Impuestos como garantía. Las garantías suelen estructurarse bajo Fideicomisos de Garantía, afectados o no al pago.

Los bonos internacionales por su parte son emitidos bajo jurisdicción extranjera, generalmente la Ley del Estado de Nueva York, EE. UU, para ser adquiridos por inversores institucionales del exterior³¹. Usualmente, en estas transacciones se

³¹ Los bonos colocados en el exterior suelen emitirse bajo las normas Regulation S y Rule 144A. La Regulación S proporciona una exclusión de la Sección 5 de la Ley de Títulos Valores de EEUU para las ofertas realizadas fuera de los Estados Unidos, que permite que las mismas no deban estar registradas bajo dicha Ley. La Regla 144A es una exención a los requisitos de registro de la Sección 5 de la Ley de Títulos Valores de EEUU, que aplica a determinadas transacciones de títulos valores con compradores institucionales calificados.

solicita la autorización de listado en algún mercado europeo y también en los mercados domésticos, aunque el volumen de negociación local suele ser menor.

El mercado internacional, por su profundidad, magnitud, diversidad de actores y disponibilidad de plazos, es potencialmente una fuente ideal para el financiamiento de proyectos y programas de inversión pública de mayor escala.

Existen antecedentes históricos de larga data respecto de emisiones de deuda provincial en los mercados internacionales, aunque visto en perspectiva, ésta no constituye una práctica recurrente sino más bien excepcional, relacionada con situaciones puntuales de coyuntura favorable. Por caso, el default de 2001 mantuvo a los emisores argentinos tanto públicos como privados al margen del mercado internacional hasta su resolución en abril de 2016, salvo contadas excepciones. En dicho año las provincias retomaron el acceso al crédito internacional y durante los posteriores dos años se efectuaron una importante cantidad de transacciones de emisión de títulos públicos provinciales en los mercados internacionales. Se abrió así un periodo durante el cual buena parte de las provincias incurrieron en la emisión de títulos de jurisdicción extranjera, denominada en dólares.

En el período que abarca los años 2016 a 2019 colocaron deuda en moneda extranjera, mediante la emisión de 26 nuevos instrumentos, por un total de USD 12.523 millones, representando para algunas de ellas su primera emisión internacional³².

Esta ventana se vio interrumpida a principios de 2018 como consecuencia de la situación de alta volatilidad en los mercados internacionales que derivó en un cambio repentino en la actitud de los mercados hacia la deuda argentina. Buena parte de esta deuda emitida en esos años ha estado en proceso de reestructuración durante el año 2020 e inicios de 2021.

³² SECRETARÍA DE FINANZAS (2020).

Los títulos emitidos en el mercado internacional no suelen contar con garantías específicas (emisiones “senior unsecured”). En algunas emisiones provinciales se han afectado regalías como garantía específica a través de fideicomisos.

Según datos del Ministerio de Economía de la Nación al II trimestre de 2020, consignados a continuación en la Ilustración 1, las jurisdicciones que más deuda instrumentada en títulos públicos poseen son la Provincia de Buenos Aires, con \$560 mil millones de pesos en valor residual, seguidas por Córdoba con \$144 mil millones, y CABA con \$ 140 mil millones.

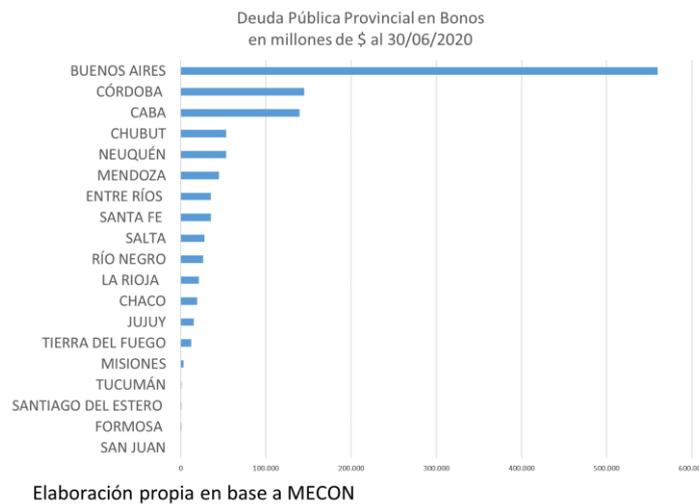


Ilustración 5. Deuda Pública Provincial en Bonos

Bonos de Pago a Proveedores

Los Bono de Pago a Proveedores son un caso especial de emisión de títulos públicos. La característica distintiva de este instrumento es que su emisión se encuentra destinada a cancelar acreencias de proveedores y/o contratistas del Estado, ya sea que estas deudas estén pendientes de pago, vencidas, consolidadas o que puedan generarse a futuro por venta de bienes y/o servicios o la realización de obras de infraestructura, siendo los propios títulos el medio cancelatorio de dicha acreencia.

Este tipo de instrumentos no son colocados en un mercado primario a través de subastas públicas en el ámbito de los mercados regulados, sino que son

adjudicados directamente a los acreedores que aceptan recibir estos títulos como forma de pago.

Estos bonos comparten características de varios instrumentos ya analizados. En primer lugar, los pagos efectuados a acreedores mediante la entrega de los títulos de deuda, importan la extinción irrevocable de las obligaciones por cuya causa se formalizó dicha entrega, y establecen dentro de sus términos la renuncia irrevocable y de pleno derecho a cualquier reclamo judicial o administrativo -presente o futuro- por el cobro de intereses u otros conceptos devengados al momento de la efectiva recepción.

Estos bonos pueden ser negociados en el mercado secundario, lo cual permite a su tenedor el acceso a liquidez anticipada.

Los gobiernos provinciales, a los efectos de la emisión de este tipo de instrumentos, deberán contar con autorización legislativa para contraer endeudamiento, ya que por su naturaleza el plazo de estos instrumentos suele superar el ejercicio financiero. Al mismo tiempo se debe contar, de corresponder, con la autorización previa del Ministerio de Economía de la Nación en el marco del Régimen Federal de responsabilidad Fiscal, siguiendo los mismos lineamientos que los requeridos para la realización de cualquier tipo de operación de crédito público.

Algunas características distintivas de estos instrumentos se resumen a continuación:

Moneda de emisión: Dado que su objetivo es la cancelación de acreencias con proveedores y/o contratistas del Estado, estos instrumentos se emiten en pesos.

Plazo: El plazo será determinado por el emisor a partir de las necesidades ciertas de financiamiento y de los flujos de caja proyectados para hacer frente al pago de amortizaciones al vencimiento. De todos modos, el emisor deberá contemplar la necesidad de que los títulos sean a fin de cuentas aceptados por los acreedores, y deberá contemplar la necesidad de que los mismos cuenten con aceptación por parte de inversores en un eventual mercado secundario.

Período de gracia: Al tratarse de instrumentos que suelen ser emitidos en el marco de una renegociación de deudas, los mismos podrán incluir período de gracia en el pago de amortizaciones, e incluso de intereses devengados, como una forma adicional de alivio financiero para el deudor.

Sistema de Amortización: el establecimiento del sistema de amortización, como así también de la/s fecha/s de pago del capital, pueden ser establecidas a criterio del emisor de acuerdo a la planificación financiera y a la disponibilidad de flujos de caja para el repago de los títulos en cuestión, pero con las restricciones fácticas mencionadas arriba.

Intereses: Generalmente este tipo de instrumentos devengan un interés a los efectos de compensar al proveedor y/o contratista por el plazo que transcurrirá hasta el pago del capital de los títulos. Puede tratarse de una tasa fija, de una tasa variable (la referencia típica es la tasa BADLAR Bancos Privados), o de una combinación de tasa variable más margen fijo (por ejemplo, BADLAR más un spread determinado).

Forma: Los títulos están representados por un Certificado Global Permanente registrados en un agente de depósito colectivo (Caja de Valores SA).

Transmisibilidad: Los títulos prevén su transmisibilidad conforme a la Ley N° 20.643 dentro del sistema de depósito colectivo.

Listado y Negociación: Por lo general resulta conveniente solicitar su listado en mercados autorizados del país, a los efectos de que los títulos puedan ser negociados fácilmente por sus tenedores en mercados organizados. De este modo, los adjudicatarios primarios de estos títulos, y eventualmente los inversores, podrán encontrar más fácilmente una contraparte para negociar estos títulos.

Garantía: estos instrumentos pueden contar con alguna garantía, tal como la cesión de recursos propios, proveniente de la recaudación tributaria general, específica de algún tributo, o de recursos coparticipables. La garantía mejora su aceptabilidad por parte de inversores, y facilita su negociación entre entidades financieras e inversores institucionales, toda vez que permite que el BCRA

otorgue eventualmente excepciones más amplias a las normas sobre Financiamiento al Sector Público No Financiero.

Cancelación de deuda tributaria y otras aplicaciones: Las jurisdicciones que emiten este tipo de instrumentos pueden disponer su uso para la cancelación de deudas tributarias, o bien permitir su utilización para ser presentados como garantías para licitaciones públicas o en procedimientos administrativos que requieran la presentación de garantías pecuniarias. Además, los bancos o entidades de garantía pueden aceptarlos como contragarantía para el otorgamiento de financiamiento o avales con destino al financiamiento. Algunos incluso pueden ser afectados en garantía por los mercados para la realización de operaciones a plazo con títulos valores. Los usos alternativos que se disponen para estos instrumentos tienen por objeto el sostenimiento de su demanda y buscan mejorar su cotización y liquidez en los mercados secundarios.

La implementación de su aplicación a la cancelación de deuda tributaria no resulta trivial en términos de costo, sino que impone un desafío adicional, toda vez que implica la necesidad de implementar sistemas, procedimientos, regulaciones y métodos que permitan a los interesados realizar de manera ágil y segura la emisión de los cedulones de pago, la capacitación al personal, la aplicación de los títulos para la cancelación de los mismos y su correcta imputación a las deudas efectivamente canceladas.

El proceso de emisión

En primer lugar, el monto máximo de títulos a ser emitidos debe estar establecido por ley de presupuesto o por ley específica dictada a tales efectos. En dicho marco deberá crearse un programa específico que establezca los términos y condiciones generales de los instrumentos a emitir, y eventualmente deberán delegarse las facultades necesarias a las correspondientes autoridades para realizar la efectiva emisión.

Hecha la emisión del monto total de títulos, los mismos se depositan en el agente de depósito colectivo al aguardo del momento de la adjudicación directa. Luego, serán las tesorerías jurisdiccionales o la autoridad que corresponda, quien

realizará la adjudicación de los montos individuales, solicitando la transferencia de la cantidad de títulos correspondiente a las cuentas abiertas a nombre de los beneficiarios de los mismos.

Como consecuencia de este proceso de adjudicación primaria, una vez que los títulos están emitidos y depositados, la carga operativa más importante se encuentra a cargo de la tesorerías jurisdiccionales, las que caso por caso deben determinar cuáles son las acreencias a cancelar mediante títulos, calcular los montos y librar la orden de pago-adjudicación, la cual se materializa con el depósito de la cantidad de títulos correspondiente a cada proveedor y/o contratista en sus cuentas de registro particulares, a través del sistema de depósito colectivo.

Finalmente, una vez en poder de los beneficiarios, los títulos emitidos bajo esta modalidad pueden ser:

- Mantenidos en cartera, percibiendo las amortizaciones de capital y servicios
- Utilizados para cancelar impuestos y/o multas propias o de terceros, en caso de que esté previsto.
- Negociados en el mercado secundario.
- Utilizados como garantía para afianzar el cumplimiento de obligaciones originadas en procesos administrativos, como contrataciones con el Estado, obra pública, entre otros.
- Utilizados como garantía para obtener financiamiento.

Bonos Verdes, Bonos Sociales y Bonos Sustentables

Un valor negociable denominado Verde, Social o Sustentable es similar a cualquier valor negociable tradicional. La diferencia radica en el uso que se le dará al financiamiento obtenido, el que debe encontrarse detallado en el Prospecto de Emisión, debe reportarse con periodicidad y debe contar con revisión externa.

Un “Bono Verde” es aquel donde los recursos serán exclusivamente destinados para financiar proyectos elegibles como ‘proyectos verdes’, esto es, relacionados con la mitigación y/o adaptación al cambio climático, la conservación de la

biodiversidad, la conservación de recursos nacionales, o el control de la contaminación.

Un “Bono Social” es aquel donde los recursos serán exclusivamente utilizados para financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos sociales elegibles (nuevos o existentes) y especial pero no exclusivamente, para un determinado grupo de población. Se incluye, sin limitación, el acceso a la infraestructura, la seguridad alimentaria y la vivienda asequible.

Un “Bono Sustentable” es aquel donde los fondos se aplicarán exclusivamente a financiar o refinanciar, en forma total o parcial, una combinación de proyectos verdes y sociales. Es decir, acumulan las características de los Bonos Sociales y de los Bonos Verdes.

Los estándares de destinos compatibles más aceptados en el mundo, y que son los que ByMA y CNV adoptan para el mercado local son:

- International Capital Markets Association (ICMA) en sus Green Bond Principles (GBP)³³ y en sus Social Bond Principles (SBP)³⁴.
- Climate Bonds Initiative (CBI) en sus International Climate Bonds Standards (ICBS)³⁵

Destinos compatibles

En base a los GBP y los SBP, los destinos compatibles para este financiamiento pueden ser:

1.- Para los “Bonos Verdes”

100% de fondos destinado a:

- Energías renovables
- Eficiencia energética (como edificios nuevos y reformados, etc.)
- Prevención y control de la contaminación (incluido el tratamiento de las aguas residuales, la reducción de las emisiones atmosféricas, el control

³³ <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>

³⁴ <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/social-bond-principles-sbp/>

³⁵ <https://www.climatebonds.net/>

de los gases de efecto invernadero, la descontaminación de los suelos, la prevención, reducción de residuos, el reciclaje de residuos y la transformación eficiente de residuos a energía, los productos de valor añadido provenientes de los residuos y la refabricación y el seguimiento ambiental asociado)

- Gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra (incluida la agricultura sostenible, la cría de animales sostenible, los aportes agrícolas inteligentes para el clima como la protección biológica de los cultivos o el riego por goteo, la pesca y la acuicultura; la actividad forestal sostenible, incluyendo la forestación o reforestación y la conservación o restauración de paisajes naturales).
- Conservación de la biodiversidad terrestre y acuática (incluyendo la protección de ambientes costeros, marinos y de cuencas).
- Transporte limpio (como transporte eléctrico, híbrido, público, ferroviario, no motorizado, transporte multimodal, infraestructura para vehículos de energía limpia y reducción de emisiones nocivas).
- Gestión sostenible del agua y de las aguas residuales (incluida la infraestructura sostenible para el agua potable y limpia, el tratamiento de las aguas residuales, los sistemas de drenaje urbano sostenible y la capacitación fluvial y otras formas de mitigación de las inundaciones).
- Adaptación al cambio climático (incluidos sistemas de apoyo a la información, como la observación del clima y los sistemas de alerta temprana).
- Productos adaptados a la economía ecológica y/o circular, tecnologías y procesos de producción (como el desarrollo y la introducción de productos respetuosos con el medio ambiente, con una eco-etiqueta o certificación medioambiental, y un embalaje y distribución eficientes con sus recursos).
- Edificios ecológicos que cumplan con las normas o certificaciones reconocidas, regional, nacional o internacionalmente.

2.- Para los Bonos Sociales

100% de fondos destinado a:

- Infraestructura básica asequible (por ejemplo: agua potable, alcantarillado, saneamiento, transporte).
- Acceso a servicios esenciales (por ejemplo: salud, educación y formación profesional, asistencia sanitaria, financiación y servicios financieros).
- Vivienda asequible.

- Generación de empleo a través de potenciar la financiación de la pequeña y mediana empresa.
- Seguridad alimenticia.
- Fortalecimiento y avance socioeconómico.

Con impacto especial pero no exclusivo sobre:

- Los que viven por debajo del umbral de pobreza.
- Grupos excluidos o marginados.
- Grupos vulnerables, incluyendo los resultantes de un desastre natural.
- Gente con discapacidad.
- Inmigrantes y otras personas desplazadas.
- Personas sub-educadas
- Personas desatendidas.
- Desempleados

En la última década, la cantidad de activos que se invierten en productos de inversión socialmente responsables ha aumentado drásticamente. Se estima que los totales globales de ESG superan los 30 billones de dólares. En los Estados Unidos y Europa, se estima que las inversiones basadas en principios de ESG eran de \$ 27 mil millones a principios de 2018³⁶, y la tasa de crecimiento de este tipo de inversiones en el mundo es exponencial. El flujo de inversiones interesadas en incluir consideraciones de ESG en sus opciones de inversión ha provocado la necesidad de contar con estándares que permitan clasificar objetivamente los instrumentos que cumplen con esta demanda.

Dos provincias argentinas fueron precursoras en la utilización de este tipo de instrumentos. En el año 2017, las provincias de Jujuy y La Rioja emitieron los primeros bonos verdes a nivel local que fueron colocados en mercados internacionales. La Rioja colocó su bono verde por USD 200 millones, de los cuales USD 170 millones están destinados a financiar la expansión de las instalaciones eólicas del Parque Arauco. Los restantes USD 30 millones se destinarán a proyectos de obras públicas amigables con el medio ambiente. Los títulos de La Rioja se colocaron a una tasa fija de 9,75% en dólares, con un plazo de ocho años con vencimiento en el año 2025 y con una amortización en cuatro

³⁶ GSIA (2018)

pagos anuales. Por su parte, la provincia de Jujuy colocó su bono verde por USD 210 millones a un plazo de cinco años con vencimiento en el año 2022, y una tasa del 8,62%. El destino de los fondos era completar el financiamiento del Parque Solar de la Puna. Ambas emisiones contaron con una revisión externa por parte de un tercero independiente. Jujuy obtuvo una Segunda Opinión de Sustainalytics y La Rioja una calificación de Standard & Poor's.

Desarrollos Institucionales recientes en el mercado local

El mercado de capitales argentino se encuentra en una etapa muy incipiente en materia de incorporación de estándares de sustentabilidad.. Sin embargo, existen hoy diferentes herramientas e iniciativas que permiten la aplicación de las estrategias de inversión responsable.

La Comisión Nacional de Valores ha establecido por RG 788/2019 los "LINEAMIENTOS PARA LA EMISIÓN DE VALORES NEGOCIABLES SOCIALES, VERDES Y SUSTENTABLES EN ARGENTINA".

Por su parte, ByMA ha establecido una Guía para Bonos Sociales, Verdes y Sustentables (SVS) y ha creado un panel especial para este segmento. Asimismo, ha publicado reglamentos para solicitar el listado de ONs y Títulos Públicos SVS, y para Valores Fiduciarios y Cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión SVS.

Por Resolución General 839/20 de CNV, se creó un régimen especial que tiene como finalidad regular la creación de Programas Globales de Fideicomisos Financieros Solidarios, cuya característica central es que financien proyectos con impacto social para asistir financieramente al sector público nacional, provincial y/o municipal. Este vehículo de inversión colectiva pretende complementar recursos públicos y privados, en lo que se denomina una solución mixta de financiamiento, permitiendo que los inversores institucionales domésticos logren estar posicionados en un instrumento financiero de calidad y, a la vez, movilizar recursos del mercado de capitales hacia fines prioritarios para el desarrollo de la economía real. La norma propone identificar a los valores fiduciarios que se emitan en el marco de dichos Fideicomisos Financieros como

“Valores Fiduciarios con Impacto Social” y que los inversores de los Fideicomisos Financieros Solidarios sean distinguidos como Inversores Socialmente Responsables.

En la misma línea, la CNV emitió la Resolución General 879/21, que abre al procedimiento de elaboración participativa de normas la creación de un régimen especial de productos de inversión colectiva, sostenibles y sustentables. Dicha Resolución aclara que, para que un fondo común de inversión abierto sea considerado sostenible, al menos el 45% del haber del fondo deberá invertirse en valores negociables listados en segmentos y/o paneles sociales, verdes y/o sustentables; valores negociables listados en paneles que destaquen las buenas prácticas de gobierno corporativo y/o que formen parte de índices de sustentabilidad, valores negociables que cuenten con revisión externa y sean considerados sociales, verdes y sustentables, y/o valores fiduciarios de fideicomisos financieros solidarios.

Respecto de los fondos comunes de inversión cerrados y de los fideicomisos financieros, serán considerados sustentables cuando los fondos obtenidos de la colocación de dichos instrumentos se destinen de manera directa o indirecta al financiamiento o refinanciamiento de proyectos o actividades nuevas o existentes en los términos de lo establecido en los lineamientos para la emisión de valores negociables sociales, verdes y sustentables.

Asimismo, la Comisión Nacional de Valores ha puesto a disposición del público la Guía para la Inversión Socialmente Responsable en el Mercado de Capitales Argentino, la Guía para la Emisión de Bonos Sociales, Verdes y Sustentables y la Guía para Evaluadores Externos de Bonos Sociales, Verdes y Sustentables, por medio de la Resolución 881/21.

Todas estas iniciativas buscan fomentar el desarrollo en el mercado local de emisiones bajo estándares ESG, tanto desde el lado de la oferta de instrumentos con estas características, como desde el lado de los productos de inversión colectiva especialmente dedicados a invertir en estos instrumentos.

Financiamiento Estructurado y Project Finance

El concepto de financiamiento estructurado es por definición amplio, dinámico y difícil de circunscribir a un tipo de estructura, instrumento o modalidad de financiamiento determinado. Se habla de financiamiento estructurado cuando se recurre a técnicas de ingeniería financiera para dar respuesta a requisitos específicos en términos de fondeo, liquidez, y riesgo, que no pueden ser estricta o eficientemente suplidos por instrumentos tradicionales³⁷.

Generalmente, una transacción de financiamiento estructurado involucra uno o más de los siguientes elementos:

- Consiste en una transacción financiera compleja que puede involucrar real o sintética transferencia de activos o exposición a riesgos,
- Suele ser una transacción que involucra la creación de un “vehículo” de propósito especial, de patrimonio separado del sponsor y del emisor;
- Puede consistir en un financiamiento mediante una emisión de bonos respaldada por activos;
- Puede requerir la utilización de derivados financieros, tales como swaps de tasa de interés o de tipo de cambio, o swaps de crédito (CDS);
- Puede tener como característica la existencia de desintermediación entre bancos y otras entidades³⁸.

La utilización de financiamiento estructurado con aplicación a proyectos de inversión se refiere a la estructuración de financiamiento de una unidad económica específica o “vehículo” en la que un inversor está satisfecho de considerar inicialmente los flujos de efectivo y las ganancias de esa unidad económica y de ese proyecto como la fuente de fondos de la cual se reembolsará un préstamo, y se administrará el capital, el proyecto y los activos de la unidad económica como garantía del préstamo, dentro de un marco de riesgo específico delimitado contractualmente³⁹.

La característica esencial del “Project Finance” es que es el proyecto y su flujo de caja, apoyados por sus activos, sus contratos y sus aspectos económicos

³⁷ FABOZZI, F., DAVIS, H., CHOUDHRY, M. (2006)

³⁸ Ibid.

³⁹ FABOZZI, F., NAHLIK, C. (2012)

fundamentales son los que se examinan en una evaluación crediticia separada, independientemente de la solvencia del patrocinador del proyecto que se trate. De este modo, refiere a la estructuración de financiamiento de tal manera que sea el mismo proyecto, las garantías otorgadas y su administración, suficientes reaseguros del repago de dicho financiamiento.

Aspectos clave del financiamiento estructurado

En primer lugar, un aspecto clave de este tipo de financiamiento es que los flujos de fondos generados por el proyecto que se trate deben ser suficientes para atender los pagos de los compromisos asumidos por el vehículo, en los términos que estén dispuestos a ser adquiridos por los inversores. Pueden existir inversores de diversas clases, que asuman entre ellos diferentes niveles de riesgo o exposición. Esta práctica es conocida como *tranching*, y consiste básicamente en la separación de los acreedores de la estructura entre clases, con distinta prelación en el cobro. No obstante, la estructura debe ser autosuficiente.

Para mitigar el riesgo de que los flujos generados por el proyecto no sean suficientes para el pago, se puede adicionar a la misma ciertas mejoras crediticias en la forma de garantías adicionales, tales como una cesión sobre un recurso o un gravamen sobre un bien de propiedad del emisor o de un tercero.

La elección de financiamiento bajo un esquema estructurado no es estrictamente comparable en términos de costo financiero con un financiamiento tradicional: su mérito consiste justamente en que permite financiar proyectos que no encontrarían financiamiento eficiente mediante la utilización de instrumentos tradicionales. Al tratarse el vehículo de un patrimonio separado del sponsor, el inversor suele asumir riesgos⁴⁰ que no asumiría bajo el financiamiento tradicional (i.e. si adquiriera un título de deuda emitido por el sponsor o por el fiduciante). Además, el financiamiento estructurado requiere generalmente de una alta

⁴⁰ Principalmente de ejecución y comerciales relacionados al proyecto, pero también ciertos riesgos políticos e incluso ciertos riesgos macroeconómicos.

complejidad contractual, tanto para asignación de roles, riesgos, y control por parte de los inversores, lo que puede incidir en el costo de estructuración.

Régimen de Participación Pública Privada

Las Participaciones Público-Privadas (Public-Private Partnerships, o simplemente “PPP”) son –tal como lo define la OCDE- acuerdos a largo plazo entre el Estado y un socio privado, mediante el cual el socio privado toma a su cargo la provisión de ciertos servicios públicos incluyendo el financiamiento y la construcción de la infraestructura que resulte necesaria. Bajo este tipo de arreglos contractuales, el socio privado provee el financiamiento, desarrolla la infraestructura y asume al menos parte de los riesgos operacionales asociados al proyecto⁴¹.

Lo que distingue a una PPP es que el Estado se asocia con una sola empresa – generalmente creada con propósito específico - y ésta se compromete a llevar adelante el proyecto de principio a fin y a proveer el bien o servicio público de que se trata. Esa empresa es la que se encargará de encontrar el financiamiento, de llevar adelante la construcción de infraestructura y, finalmente, de operar esta infraestructura en la provisión de un servicio. Para cada una de estas tareas podrá contratar a terceros o encargarse por su cuenta. A continuación se ilustra las diferencias entre un esquema de contratación tradicional y el esquema PPP.

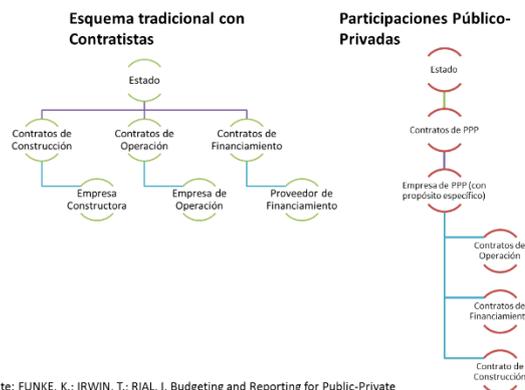


Ilustración 6. Esquema tradicional vs PPP

⁴¹ OECD (2018).

Idealmente, bajo el esquema de PPP cada uno de los riesgos inherentes al proyecto y a la actividad a desarrollar se asigna a la parte que esté mejor capacitada para gestionarlos y que tenga incentivos para mitigarlos. El socio del sector privado a menudo es responsable de los riesgos asociados con el diseño, la construcción, la financiación, el funcionamiento y el mantenimiento de la infraestructura, y recibe retribución por ello, sea del propio gobierno en la forma de pago de un canon, o de los usuarios en la forma de tarifas y precios por utilizar los servicios o la infraestructura. Si el contrato está bien estructurado, el socio privado tiene incentivos para optimizar costos y maximizar eficiencia, lo que sustenta la expectativa de que a través de las PPP se pueda lograr una mayor eficiencia y eficacia en el desarrollo de los proyectos de interés público.

Desde este punto de vista, una apropiada asignación de riesgos es generalmente considerada como el aspecto clave para el éxito de las PPP⁴², entendiendo por “riesgos” aquellos relacionados con los concernientes al éxito o fracaso del proyecto, su factibilidad, su rentabilidad y su sostenibilidad en el tiempo. Por el contrario, arreglos contractuales con una distribución de riesgos inadecuada pueden terminar en grandes renegociaciones contractuales o en el propio fracaso del proyecto⁴³.

La problemática sobre cómo estructurar las PPP para que los incentivos se encuentren adecuadamente alineados es sin duda uno de los principales temas a atender, al analizar las ventajas o desventajas a la hora de evaluar la conveniencia o no de este tipo de arreglos contractuales. Por caso, en un estudio del Tribunal de Cuentas Europeo publicado en marzo de 2018 se hace una revisión crítica de las experiencias de la utilización de este esquema en el ámbito de la Unión Europea. En gran medida concluye que, en el mejor de los casos y

⁴² REYES-TAGLE, G. y TEJADA, M. (2015)

⁴³ Véase el caso de las PPP en los gobiernos subnacionales chinos. Un estudio pormenorizado en JIN, H. y RIAL, I. (2016) indica que en una primera etapa de implementación de PPP, las capacidades limitadas de las autoridades subnacionales, frente a inversores internacionales más experimentados, resultaron en contratos PPP desproporcionadamente favorables para el socio privado. Prácticas como cánones exageradamente altos o rentabilidades mínimas garantizadas llevaron a reconsiderar globalmente la racionalidad de estos esquemas. En 2002 se prohibió el establecimiento de garantías de rentabilidad mínima para compañías extranjeras, entre otras medidas. El resultado fue una sostenida disminución en la inversión extranjera en contratos de PPP en China.

suponiendo una adecuada estructuración del contrato, los beneficios por mayor eficiencia no están garantizadas sólo por usar PPP en lugar de los esquemas tradicionales y, de existir, estos beneficios probablemente sean pequeños en relación con el costo total del proyecto⁴⁴.

Independientemente de las ventajas o desventajas que presenta esta forma contractual en términos de eficiencia, hay un aspecto no menor de este esquema, concerniente a su impacto fiscal. Concretamente, las PPP pueden resultar atractivas para los gobiernos por un segundo motivo: en apariencia, utilizar esta forma contractual en lugar de los mecanismos tradicionales permite llevar adelante grandes desarrollos de infraestructura sin incrementar el gasto público ejecutado o la deuda pública registrada⁴⁵.

Este segundo motivo por el cual las PPP resultan atractivas no es más que una ilusión “óptica” –o más bien “contable”: los proyectos desarrollados mediante PPP y los proyectos financiados y ejecutados por el Estado bajo formas más

⁴⁴ TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO (2018): “Las asociaciones público-privadas (APP) (...) flexibilizan las rigurosas restricciones presupuestarias que se aplican al gasto público. El Tribunal constató que, pese a que las APP tienen el potencial de lograr una ejecución más rápida de las políticas y de preservar altos niveles de mantenimiento, los proyectos auditados no siempre se gestionaron de forma eficaz y no proporcionaron una rentabilidad adecuada. A menudo no se lograron los beneficios potenciales de las APP, debido a que se infrutilizaron y a que sufrieron retrasos y aumentos en los costes.”

Resulta interesante destacar algunas de las deficiencias detectadas por el Tribunal de Cuentas Europeo:

- La opción de las PPP permitió a las autoridades públicas contratar planes de infraestructuras a gran escala a través de un único procedimiento, con riesgos de competencia insuficiente entre oferentes y con demoras.
- Las PPP no han protegido al socio del sector público del optimismo excesivo en lo que respecta a la demanda y utilización futuras de la infraestructura prevista.
- La ejecución de proyectos de PPP exige una capacidad administrativa considerable que sólo puede garantizarse mediante marcos institucionales y jurídicos adecuados y una experiencia dilatada en la aplicación de proyectos de PPP. La falta de desarrollo en los marcos institucionales y jurídicos y mala preparación de los proyectos por el socio público dieron lugar a contratos prematuros y poco eficaces con concesionarios privados, que terminaron significando costos incrementados para el Estado.
- Las PPP, dado un amplio alcance, complejidad, alto costo y prolongada duración de los procedimientos, requieren de un alto nivel de diligencia y análisis. Sin embargo, en muchos casos los análisis previos se basaron en escenarios excesivamente optimistas.

⁴⁵ FUNKE, K., IRWIN, T. y RIAL, I. (2013). En adelante nos basamos en las líneas generales elaboradas en este estudio.

tradicionales, en general terminan teniendo un efecto similar a largo plazo sobre las finanzas públicas.

En ocasiones es usual que bajo los contratos de PPP el Estado provea apoyo adicional, sea en la forma de subsidios, exenciones fiscales, u otorgando garantías sea en forma explícita a favor del socio privado o en forma implícita en las cláusulas de rescisión o renegociación. Los compromisos de subsidios y las exenciones fiscales constituyen mayor gasto público futuro o menor recaudación impositiva futura; las garantías explícitas - que el socio privado utilizará para mejorar su posibilidad de obtener financiamiento- o implícitas –que otorgan al socio privado ciertas indemnidades frente a cambios contractuales- son compromisos contingentes que tampoco se registran en la contabilidad pública tradicional, pero que son reales y tangibles.

Estas ventajas “ilusorias” que permiten dejar a los compromisos asumidos bajo contratos de PPP “fuera del balance” alientan a los gobiernos que se encuentran comprometidos a reducir su déficit o a controlar su deuda a volcarse hacia la figura de las PPP, aún si a la larga las PPP terminan costando igual o más que lo que habría costado el financiamiento público del mismo proyecto, e incluso aunque la modalidad contractual de PPP no termine representando mayores ventajas demostrables en términos de eficiencia.

Para reducir este falso sesgo a favor de las PPP, es central que, en forma simultánea a la adopción de esta modalidad como mecanismo de financiamiento y ejecución de proyectos, los gobiernos incrementen sustancialmente la información que ponen a disposición de la ciudadanía sobre los costos y riesgos fiscales -tanto presentes como futuros- que esta modalidad conlleva. La propia OCDE aconseja que los sistemas de presupuesto y contabilidad pública provean un claro, transparente y veraz método de registración de todas las actividades bajo esquema PPP, de manera de asegurar que su adopción como forma contractual no sea sólo por su tratamiento contable⁴⁶.

⁴⁶ OECD (2012)

En Argentina, por Ley 27.328 sancionada en febrero de 2017, se estableció el régimen relativo a los contratos de participación público – privada. En su artículo 1° se definen como aquellos celebrados entre los órganos y entes que integran el Sector Público Nacional en carácter de contratante y sujetos privados o públicos en carácter de contratistas, con el objeto de desarrollar proyectos en los campos de infraestructura, vivienda, actividades y servicios, inversión productiva, investigación aplicada y/o innovación tecnológica.

Asimismo, el artículo 1° dispone que los proyectos que bajo dicha ley se desarrollen podrán tener por objeto, una o más actividades de diseño, construcción, ampliación, mejora, mantenimiento, suministro de equipamientos y bienes, explotación u operación y financiamiento.

Se dispone que el diseño de los contratos tendrá la flexibilidad necesaria para adaptar su estructura a las exigencias particulares de cada proyecto y a las de su financiamiento. El régimen se encuentra reglamentado por el Decreto 118/2017, y la Ley de Presupuesto 2018 creó la figura del Fideicomiso PPP (Art 59. y ss.) cuyo objeto es pagar o garantizar pagos en virtud de contratos de PPP, otorgar garantías, emitir deuda y asumir su pago, o celebrar operaciones de derivados⁴⁷.

Régimen Especial de Desarrollo de Proyectos de Infraestructura Pública

Existen diversas iniciativas respecto de esquemas de financiamiento que se han desarrollado recientemente, especialmente diseñados para dotar mecanismos de financiamiento de infraestructura pública y proyectos de interés social.

Por Resolución General 865/2020 de noviembre de 2020, la Comisión Nacional de Valores modificó sus normas con el fin de implementar un régimen específico que permita el acceso al financiamiento a través del mercado de capitales para

⁴⁷ El Fideicomiso PPP se encuentra incorporado a la Ley 11.672 Complementaria Permanente de Presupuesto. Las obligaciones y compromisos que asuman el Fideicomiso PPP y/o los Fideicomisos Individuales PPP y el Estado nacional con el Fideicomiso PPP y/o los Fideicomisos Individuales PPP, en relación con contratos o proyectos de participación público-privada celebrados o ejecutados de conformidad con los términos de la ley 27.328, no serán considerados deuda pública.

el desarrollo de proyectos de infraestructura pública, a nivel nacional, provincial y municipal. El régimen creado por RG 865/20 consolida modificaciones a la normativa vigente para los Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCIC) y para los Fideicomisos Financieros (FF) y da lugar a la posibilidad de crear Vehículos destinados al financiamiento de obras en el ámbito nacional, provincial o municipal. El Régimen busca generar financiamiento para infraestructura pública en el mercado de capitales local bajo el esquema de “Project Finance”.

El FF o FCIC (el “Vehículo”) que se estructure bajo este esquema podrá financiar la construcción, mejoras, mantenimiento, suministro de equipamiento y explotación de bienes que tengan por destino el uso público, que pueden ser:

- de carácter urbano
- vial
- transporte
- logística
- puertos
- ferroviario
- infraestructura eléctrica
- de salud
- educativa
- penitenciaria
- aguas sanitarias y cloacas, entre otros.

El régimen prevé que el activo subyacente que proveerá el flujo para el repago de las obligaciones del vehículo podrán ser certificados de obra pública, valores representativos de deuda fiduciaria, valores negociables, cualquier otro instrumento de reconocimiento de derechos de cobro, o incluso tributos o cargos específicos. De este modo, el pago podrá estar garantizado por los flujos de fondos del proyecto que se trate, y/o por un flujo de afectación específico.

Cuando una obra sea la fuente de pago de los valores negociables emitidos, la norma establece ciertos requisitos, tales como que la misma debe estar

adjudicada⁴⁸, debe estar identificado el Contratista⁴⁹ en el prospecto, y se debe publicar un informe de avance de obra trimestral.⁵⁰

Por otro lado, si el vehículo utilizado es un Fideicomiso Financiero, el mismo estará sujeto a las normas generales para éstos en materia de transparencia del régimen de oferta pública. Entre otras cuestiones, se requiere la publicación de informes mensuales por parte del Agente de Control y Revisión⁵¹, que darán cuenta de la evolución económico-financiera del proyecto.

⁴⁸ Art 2 RG 865/20

⁴⁹ Art 6 RG 865/20

⁵⁰ Art 7 RG 865/20

⁵¹ Art 28, Sección XI, Capítulo IV, Normas CNV TO.

SECCIÓN III - APLICACIONES A NIVEL MUNICIPAL

Los gobiernos locales enfrentan mayores limitaciones que las provincias a la hora de gestionar su propio financiamiento. En general los municipios cuentan con la potestad de endeudarse, aunque en la Provincia de Santa Fe esta situación se ve limitada por lo dispuesto por artículo 9 de la Ley 2.756 Orgánica de las Municipalidades. Esta norma establece que las Municipalidades no podrán contraer empréstitos dentro o fuera de la República sin autorización especial de las Honorables Cámaras Legislativas. Las ordenanzas pertinentes deberán autorizarse por las dos terceras partes de votos de la totalidad de miembros electos del respectivo Concejo Municipal y siempre con sujeción estricta a las condiciones fijadas por la Constitución de la Provincia.

Todos los instrumentos descriptos en los apartados precedentes pueden tener, en teoría, su correlato y/o aplicación en el ámbito municipal, aunque en la práctica los gobiernos locales encuentran mayor dificultad para acceder al mercado de capitales como emisores independientes. A continuación, se analizará brevemente las facilidades de aplicación de cada uno de ellos y/o las restricciones y limitaciones prácticas para su utilización:

Cheques de Pago Diferido: El Cheque de Pago Diferido resulta el instrumento más versátil para el financiamiento municipal a corto plazo. Es una herramienta ampliamente difundida para la cancelación de obligaciones, su aceptación es generalizada, así como su utilización en el giro ordinario de las tesorerías municipales. Este instrumento no requiere la obtención de autorizaciones previas por parte de ningún organismo de contralor, como puede ser el caso de ciertos instrumentos de financiamiento a través del mercado de capitales. El establecimiento del monto, la periodicidad y el plazo de libramiento -dentro del plazo legal para el cheque- es de exclusiva potestad de las tesorerías municipales, lo cual lo convierte en un instrumento ágil y eficiente. Por otro lado, este instrumento no trae aparejado un costo financiero explícito, entendido éste como un interés comprometido contractualmente. Sin duda, este costo puede estar incluido en el precio de los bienes y/o servicios provistos, toda vez que el

proveedor pueda anticipar que sus acreencias serán abonadas a plazo. De este modo, existe la posibilidad de que los municipios encuentren en este instrumento un mecanismo de financiamiento de corto plazo de fácil implementación. El desarrollo del mercado de negociación bursátil de cheques de pago diferido que ha tenido lugar en los últimos años es un factor que potencia este instrumento.

Letras del Tesoro y Títulos de Deuda: Este tipo de instrumentos posee cierto grado de complejidad para su estructuración, organización y colocación en los mercados. Estas tareas suelen requerir agentes colocadores, agentes financieros, asesores legales, calificadoras de riesgo, entre otros, lo que impone ciertos costos adicionales a su utilización. El monto total a emitirse, el número de series emitidas en cada instancia y el plazo de cada una de ellas es un factor determinante en el costo financiero total que afrontará el emisor. En las emisiones provinciales, por su monto, la incidencia relativa de estos costos es menor, pero al tratarse de emisiones municipales de menor tamaño, los costos de transacción pueden tornarse un factor limitante.

Naturalmente el rendimiento exigido por los inversores, el track record del emisor, su solidez financiera, sus niveles de endeudamiento, las perspectivas de recaudación y la capacidad proyectada de repago también resultan un factor importante. En general, los estándares de información fiscal disponibles para el nivel municipal son sustancialmente menores que los estándares de información disponible a nivel provincial. Esto incide en una menor inclinación por parte de los inversores hacia instrumentos emitidos por gobiernos locales.

Las emisiones de letras y de títulos se encuentran alcanzadas por la necesidad de obtener las autorizaciones correspondientes, tanto en la forma de ordenanzas municipales que dispongan su emisión, como las correspondientes autorizaciones del Ministerio de Economía de la Nación y/o de la Provincia sea para autorizar plazos de emisión que superen el ejercicio fiscal, o para autorizar la instrumentación de garantías, y en su caso del Banco Central de la República Argentina para autorizar excepciones a los límites de exposición crediticia al sector público para que las entidades financieras puedan adquirir este instrumento.

Los títulos municipales generalmente tienen como garantía un flujo de ingreso específico, ya sea proveniente de recursos propios (como contribuciones sobre las actividades de comercio e industria, sea en general o sobre una parte específica de la recaudación) o de recursos coparticipables. En la práctica esto constituye un requisito ineludible para que una emisión municipal sea aceptable por el mercado.

Son pocas las experiencias de emisiones de títulos de deuda por parte de municipios. Algunas excepciones son la Municipalidad de Río Cuarto, con un título en dólares emitido en 2017 y reestructurado a fines de 2019, y la Municipalidad de Córdoba, con una emisión de títulos internacionales realizada en 2016 y también reestructurada en 2020. La Municipalidad de Rosario tiene un programa de Letras vigente desde el año 2020.

Bonos a Proveedores: El bono a proveedores es un mecanismo de financiamiento que, si bien posee cierto grado de complejidad en su instrumentación, ha sido utilizado por parte de municipios en diversas oportunidades⁵².

Este tipo de bonos requerirá las autorizaciones normativas internas correspondientes a la emisión de títulos de deuda. A su vez, requerirá la obtención de las autorizaciones correspondientes por parte de los gobiernos provinciales y nacionales, tal como mencionábamos antes.

Estos instrumentos se emiten por su monto total representados por un Certificado Global Permanente, registrado inicialmente en el agente de depósito colectivo a nombre del municipio. Mediante instrucción interna de la tesorería municipal, los títulos luego se adjudican a los proveedores para la cancelación de las acreencias, lo que se materializa con la transferencia del valor nominal de los títulos a las cuentas de registro de cada proveedor. Esto requiere, de manera similar a lo que sucede en las tesorerías jurisdiccionales para el caso provincial,

⁵² Municipalidad de Córdoba y Municipalidad de Rosario emitieron en el año 2020 sus Bonos de Pago a Proveedores, en modo similar a sus respectivos gobiernos provinciales. En el pasado, bajo diversas formas e instrumentación se han registrado emisiones de este tipo de instrumentos.

que las tesorerías municipales arbitren los medios operativos para reemplazar el circuito de pago habitual por una instrucción al agente de depósito colectivo, usualmente a través de un agente depositante -Banco o ALyC- que tendrá la responsabilidad de realizar la adjudicación y transferencia de los títulos a cada proveedor.

Financiamiento Estructurado: En general el financiamiento estructurado a nivel municipal adolece de las mismas limitaciones en cuanto a economías de escala y costos de transacción que se refirieron para las emisiones de títulos y letras. Existen experiencias a nivel municipal⁵³ de emisión de fideicomisos financieros para financiar obras de infraestructura, en los cuales el activo subyacente es un tributo o cargo específico que es cedido a la estructura, y que sirve para garantizar el repago de los servicios de deuda de los valores de deuda fiduciaria. Estas experiencias, si bien novedosas y exitosas en su objetivo de lograr financiamiento de mercado, no están exentas de las limitaciones mencionadas.

Una alternativa sería evaluar esquemas de financiamiento mediante “pools” o de “financiamiento mancomunado”. Este tipo de esquemas busca crear economías de escala reduciendo los costos para los emisores de bonos y diversificando riesgos para los inversores. A nivel genérico, bajo un esquema de financiamiento mancomunado se crea una entidad de propósito especial, que podría tomar la forma de un fideicomiso. Esta entidad emitiría títulos de deuda que serían adquiridos por inversores. Los ingresos del bono son distribuidos por el administrador fiduciario a los municipios integrantes del pool, que utilizan los fondos para varios proyectos. Los municipios integrantes a su vez comprometen ciertos flujos de ingresos, que también son administrados por el fiduciario. Estos fondos sirven de garantía y respaldo para la estructura.

⁵³ Fideicomiso Financiero Municipalidad de Río Cuarto Serie I y Serie II es el caso paradigmático. El Municipio creó un Fondo de Obras Públicas, una sobretasa sobre tributos municipales, cuya recaudación fue objeto de cesión al fideicomiso financiero. El fideicomiso financiero emitió Valores Representativos de Deuda adquiridos por inversores. El producido de la colocación se destinó a un conjunto de obras de infraestructura. Los servicios de interés y amortización del VRD estaban así respaldados por el activo subyacente.

El financiamiento mancomunado sería una forma efectiva de respaldar las emisiones de bonos subsoberanos para municipios más pequeños y/o con proyectos de menor tamaño, de una manera eficiente en términos de costo⁵⁴.

⁵⁴ USAID (2009)

BIBLIOGRAFÍA

BYMA, Reglamento de Listado (2020). Disponible en:

https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/08/BYMA-Reglamento-de-Listado-2020-02-04.pdf

COSENTINO, A., ISASA, M., & HANG, G., (2018) El financiamiento de los gobiernos subnacionales. Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública. Disponible en

<https://docs.asap.org.ar/public/doc/El%20financiamiento%20de%20los%20gobiernos%20sub-nacionales>

FABOZZI, F., DAVIS, H., CHOUDHRY, M. (2006). Introduction to Structures Finance. Wiley.

FABOZZI, F., NAHLIK, C. (2012). Project Financing. 8th Ed. Euromoney Books.

FUNKE, K., IRWIN, T. y RIAL, I. (2013). Budgeting and Reporting for Public-Private Partnerships. Discussion Paper 2013-07. International Transport Forum. OECD.

GSIA (2018). Global Sustainable Investment Review. Disponible en http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf

HILL, J. (2020). Environmental, Social and Governance (ESG) Investing. A balanced analysis of the theory and practice of a sustainable portfolio. Academic Press.

JIN, H. y RIAL, I. (2016). Regulating Local Government Financing Vehicles and Public-Private Partnerships in China. IMF Working Paper.

MAV, Reglamento de Listado (2017). Disponible en http://www.mav-sa.com.ar/fileadmin/user_upload/2018-22_-_Reglamento_de_listado_MAV-2017-12_.pdf

OECD (2012). Recommendation of the Council on Principles for Public Governance of Public-Private Partnerships. Mayo 2012.

OECD (2018). GLOSSARY OF STATISTICAL TERMS. Disponible en <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=7315>

REYES-TAGLE, G. y TEJADA, M. (2015) Las implicaciones fiscales en las asociaciones público-privadas en Honduras. Documento para Discusión N° IDB-DP-391. Banco Interamericano de Desarrollo.

SECRETARÍA DE FINANZAS – MECON (2020). Deuda en Pesos del Sector Público Provincial y del Sector Corporativo. Junio 2020. Disponible en https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_deuda_en_ars_corporativo_y_provincias_29-7.pdf

TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO (2018). Asociaciones público-privadas en la UE: Deficiencias generalizadas y beneficios limitados. Informe Especial N° 9.

USAID (2009). United States Agency of International Development. Enabling Sub Sovereign Bond Issuances. FS #1.

VASALLO MAGRO, J. y IZQUIERDO DE BARTOLOMÉ, R. (2010). Infraestructura Pública y Participación Privada. Conceptos y experiencia en América y España. CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO.

CAPITULO III

Abril de 2021

RESUMEN DEL CAPÍTULO

- Los inversores institucionales son los grandes demandantes de los distintos activos que se colocan y negocian en el mercado de capitales local.
- Los inversores institucionales suelen estar limitados respecto del tipo de activo en el que pueden invertir, en cuanto al plazo promedio en el que pueden invertir o al riesgo crediticio que pueden asumir, tanto por las normas vigentes como por sus propias políticas de inversión, que responden a factores diversos.
- El proceso de gestión de inversiones es un proceso cíclico y recursivo, donde un cambio en el contexto, en las perspectivas de mercado, e incluso en la evaluación del desempeño de las inversiones realizadas puede resultar en cambios en los objetivos, políticas, estrategias y finalmente en la variación de la composición de una cartera.
- Los fondos comunes de inversión son los participantes privados más relevantes del mercado. Administran activos por más de \$ 2 billones, repartidos entre casi 600 Fondos Comunes de Inversión activos, de diversa naturaleza y con distintos objetivos de inversión.
- Los Bancos tanto públicos como privados suelen participar en el mercado de capitales como demandantes de instrumentos de inversión, tanto para aplicar a la cartera propia como para los clientes minoristas e institucionales que operen a través de ellos, y se encuentran fuertemente regulados, lo que limita su capacidad para brindar asistencia financiera al sector público como en relación a la composición de su patrimonio.
- Las Compañías de seguros son otro grupo de inversores de relevancia. Éstas invierten sus activos líquidos en ciertos bienes en el marco de lo indicado por la normativa, la mayor parte de ellos instrumentos del mercado de capitales.
- Los Fondos de Riesgo de las SGRs, el patrimonio que respalda los avales otorgados por éstas a PyMES en su giro habitual de negocios, también resultan actores de relevancia.

- Finalmente, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSeS es el inversor institucional más grande del mercado local por monto administrado.
- El desarrollo de relaciones de largo plazo con los inversores institucionales, el conocimiento de las necesidades y especificidades de cada uno de ellos, y la atención a los eventos que puedan impactar en su comportamiento, es de importancia estratégica para cualquier emisor subsoberano interesado en desarrollar una presencia en los mercados con perspectiva de largo plazo.

INTRODUCCIÓN

Típicamente, los inversores, oferentes de fondos y demandantes de instrumentos en un mercado de capitales, se clasifican en inversores individuales e inversores institucionales.

Los inversores individuales, tanto los minoristas o retail, y los pertenecientes al segmento de banca privada o de grandes patrimonios, participan en el mercado de capitales a través de intermediarios autorizados (ALyCs, Bancos Públicos o Privados, Productos de Inversión Colectiva).

Los inversores institucionales son los grandes demandantes de los distintos activos que se colocan y negocian en el mercado de capitales local. Son una categoría especial de participantes del mercado que administran carteras de instrumentos financieros significativamente importantes en cuanto a los montos involucrados. En la mayoría de los casos lo hacen por encargo de inversores que delegan la administración de sus patrimonios en especialistas, o bien son entidades que por la naturaleza de su actividad poseen grandes patrimonios bajo administración.

Los inversores institucionales suelen estar limitados respecto del tipo de activo en el que pueden invertir, en cuanto al plazo promedio en el que pueden colocar sus fondos o al riesgo crediticio que pueden asumir. Todos -de una u otra manera- son potenciales inversores de títulos de deuda y/o instrumentos de corto plazo a ser emitidos por las jurisdicciones subsoberanas. La conformación de su cartera se encuentra determinada tanto por la normativa que regula su funcionamiento, como por las políticas comerciales y de administración de portafolio que decidan ejecutar.

El presente trabajo se encuentra enfocado en relevar los actores más importantes del mercado de financiamiento subsoberano desde el punto de vista de la demanda de instrumentos. Se analizará cuáles son los inversores institucionales más relevantes a nivel local, los principales rasgos de las carteras que cada uno mantiene, las políticas de inversión que los gobiernan, las restricciones que enfrentan a nivel normativo y cómo dichas políticas de inversión

y restricciones los condicionan en su rol como demandantes de instrumentos en el mercado de financiamiento.

Nos enfocaremos en aquellos Inversores Institucionales que constituyen los principales actores en el mercado local desde el punto de vista de un emisor subsoberano.

Los inversores institucionales a relevar en este documento son:

- Sector Público
 - Bancos Públicos
 - ANSeS
- Sector Privado
 - FCIs
 - Bancos Privados
 - SGRs
 - Compañías de Seguros

El proceso de gestión de inversiones normalmente implica las siguientes actividades principales:

- Establecimiento de una política de inversión
- Establecer objetivos de inversión
- Seleccionar una estrategia de inversión
- Construir y administrar la cartera
- Medir y evaluar el desempeño de las inversiones

Este es un proceso cíclico y recursivo, donde un cambio en el contexto, en las perspectivas de mercado, e incluso en la evaluación del desempeño de las inversiones realizadas puede resultar en cambios en los objetivos, políticas, estrategias y finalmente en la variación de la composición de una cartera. Como decíamos antes, estas actividades se dan en un marco normativo que limita o condiciona los grados de libertad que tienen los inversores para asignar recursos a los distintos activos⁵⁵. Con lo cual, los cambios en la normativa que regulan a estos inversores suelen provocar cambios direccionales en las carteras y potencialmente provocar movimientos en los mercados.

⁵⁵ FABOZZI, F. (2009)

LAS POLÍTICAS DE INVERSIÓN DE LOS PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES DEL MERCADO LOCAL

Fondos Comunes de Inversión

Marco general

Un Fondo Común de Inversión es un patrimonio indiviso, formado por aportes de un grupo de inversores que tienen objetivos similares de rentabilidad y riesgo - respecto de las inversiones que realizan en el FCI - y delegan a un equipo de profesionales su administración quienes actúan bajo la supervisión y regulación del Estado.

El inversor, al suscribir un FCI, accede a un portafolio diversificado gerenciado por un grupo de especialistas que administra la cartera siguiendo pautas de retorno y de riesgo preestablecidas.

La gestión del haber del Fondo Común de Inversión debe ajustarse a los objetivos de inversión definidos en el reglamento de gestión y en su prospecto. La dirección y administración de los fondos comunes de inversión está a cargo de una sociedad anónima habilitada para ello, denominada “sociedad gerente”, o por una entidad financiera autorizada para actuar como administradora de cartera de valores negociables. La custodia de los activos está a cargo de una entidad financiera habilitada.

El marco normativo que regula el funcionamiento de este producto es la Ley 24.083 y su decreto reglamentario 174/93⁵⁶.

Por Artículo 4° del Título V, Capítulo II, Sección II del Texto Ordenado de Normas CNV, se establecen ciertos límites de inversión generales.

Para los fondos Money Market:

⁵⁶ La Ley 24.083 fue recientemente modificada por la 27.440 en diversos aspectos de relevancia.

-
- Sus carteras podrán estar compuestas hasta un porcentaje máximo del 30% por activos valuados a devengamiento, con vencimiento a no más de 95 días y vida promedio de no más de 35 días.
 - Deberán conservar en todo momento, en calidad de margen de liquidez, un monto equivalente a no menos del 80% del porcentaje total que el fondo conserve en cartera en activos valuados a devengamiento. El margen de liquidez deberá mantenerse en todo momento y ser reconstituido, en caso de su utilización total o parcial para atender rescates, en el menor plazo razonablemente posible.
 - Podrán invertir hasta un 20% en plazos fijos precancelables en período de precancelación, los que serán valuados a precio de realización y/o de mercado. La suma de activos valuados a devengamiento y de plazos fijos precancelables en período de precancelación no podrá exceder el 50% del patrimonio neto del fondo.
 - La adquisición de activos valuados a precio de mercado se podrá efectuar exclusivamente en títulos representativos de deuda, cuyo vencimiento final no exceda 1 año de plazo.

Para el resto de los fondos:

- Sus carteras podrán estar compuestas por un porcentaje máximo del 20% por activos valuados a devengamiento
- hasta el 100% del patrimonio neto del Fondo podrá estar depositado en cuentas a la vista radicadas en el país en entidades financieras, o invertidos en Cuotapartes de fondos money market de otras administradoras.

Cada Fondo Común de Inversión establece su propio Reglamento de Gestión, cada uno de los cuales regula con carácter general los límites y tipos de activos en los que pueden invertir de acuerdo al tipo de fondo que se constituya. Complementariamente, los Comités de Inversiones bajo la órbita de cada Sociedad Gerente, son los que determinan las características específicas de los activos, los plazos máximos, las calificaciones mínimas de riesgo, los grados de diversificación y exposición a cada activo, etc.

Tipos de Fondos y sus características

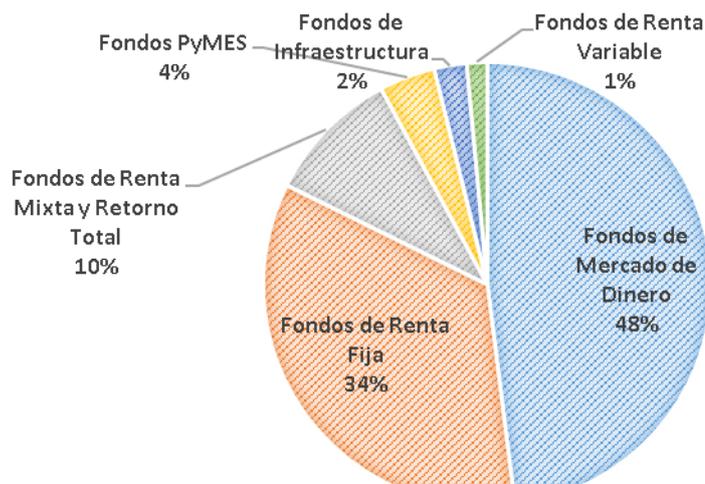
La industria de Fondos Comunes de Inversión alcanzó un patrimonio bajo administración, al mes de febrero de 2021 de \$2.122.535 millones, repartidos entre los 597 Fondos Comunes de Inversión activos a dicha fecha.

Tabla 4.- Patrimonio bajo administración de la industria FCI

Tipo de Fondo	Patrimonio Neto (millones)	Cantidad de Fondos
Fondos de Mercado de Dinero	\$ 1.019.489	43
Fondos de Renta Fija	\$ 728.811	315
Fondos de Renta Mixta y Retorno Total	\$ 207.409	124
Fondos PyMES	\$ 85.639	39
Fondos de Infraestructura	\$ 49.845	16
Fondos de Renta Variable	\$ 31.342	60
TOTAL	\$ 2.122.535	597

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI

La industria se encuentra dominada por los productos de mercado de dinero, y en segundo lugar los fondos de renta fija. El resto de los tipos de fondos representan un porcentaje menor del mercado, tal como se observa a continuación en la Ilustración 1.



Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI

Ilustración 7.- Composición porcentual de la industria FCI

El total del patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión abiertos se conforma mayormente por títulos de deuda (más del 41% del total del patrimonio administrado a febrero 2021, es decir \$873.134 millones). La mayor parte de esto corresponde a títulos públicos (25%), obligaciones negociables (8%) y bonos corporativos (4%), según se describe en la Tabla 2 a continuación.

Tabla 5.- Principales Tenencias por Clase de Activos desde 2018 – Total Industria FCI

	2018	2019	2020	2021 (feb)
Títulos de Deuda	319.967	294.850	769.001	873.134
Títulos Públicos	228.812	155.428	454.741	534.675
Deuda Nacional	174.467	78.413	348.887	420.366
Deuda Extranjera	16.266	53.475	63.588	55.447
Deuda Provincial	37.564	23.376	41.722	58.340
Deuda Municipal	515	165	543	523
BCRA	0	0	0	0
Obligaciones Negociables	64.951	62.673	175.882	185.404
Bonos Corporativos	9.473	47.225	78.393	87.241
CPD	11.538	21.725	55.192	59.427
Pagaré Bursátil	4.743	7.563	4.449	5.938
VCP	451	34	197	209
Disponibilidades	115.742	198.186	485.038	485.135
Operaciones a Plazo	95.175	243.608	477.673	603.276
Vehículos de Inversión Colectiva	40.649	52.718	101.859	98.222
Fondos Comunes de Inversión	30.352	42.879	86.523	80.531
Fideicomisos Financieros-	10.298	9.839	15.336	17.691
Participación Accionaria-	28.032	28.355	45.927	42.806
Derivados y Otros	-705	-2.965	12.869	19.962
Patrimonio Industria FCIs	598.860	814.752	1.892.367	2.122.535

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI

Las principales tenencias de títulos públicos para el último período reportado se describen a continuación en la Tabla 3.

Tabla 6.- Composición de la cartera de Títulos Públicos por Emisor - Total de Industria FCI

	2021 (feb)	%
Títulos Públicos	534.675	100,0%
Deuda Nacional	420.366	78,6%
Deuda Extranjera	55.447	10,4%
Deuda Provincial	58.340	10,9%
Deuda Municipal	523	0,1%
BCRA	0	0,0%

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI

La participación de la deuda provincial y municipal es del 11% del total de títulos públicos, y representa un 2,7% del total de los activos bajo administración de la industria de FCI.

Fondo Money Market

Bajo estas denominaciones se agrupan a aquellos FCI cuyas carteras incluyen principalmente activos de corto plazo y de liquidez inmediata, como por ejemplo Letras de Tesorería en pesos, plazos fijos, cauciones y cuentas remuneradas, entre otros. Realizan inversiones conservadoras de corto plazo, por ejemplo, con un horizonte de inversión de aproximadamente entre 30 y 60 días. Los Fondos de Money Market administran actualmente más de \$1.019.425 millones, según se describe en la Tabla 4.

Tabla 7.- Composición de cartera de FCIs Money Market

Mercado de Dinero		\$ 1.019.425
Operaciones a Plazo	\$ 557.604	54,70%
Disponibilidades	\$ 427.496	41,94%
Otros Activos y Pasivos	\$ 30.530	2,99%
Títulos de Deuda	\$ 3.795	0,37%
Títulos Públicos	\$ 3.631	0,36%
<i>Deuda Provincial</i>	\$ 2.098	0,21%
<i>Deuda Nacional</i>	\$ 1.534	0,15%
<i>Obligaciones Negociables</i>	\$ 163	0,02%

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI
(en millones)

Fondos Renta Fija

Este tipo de Fondos Comunes de Inversión invierten en títulos de deuda tanto pública como privada. Al contar con una mayor proporción de activos valuados a precio de mercado, presentan una mayor volatilidad que los Fondos Money Market, como consecuencia de tener objetivos de inversión que buscan una mayor rentabilidad a un plazo mayor. Su cartera de inversión suele incluir bonos en pesos de corto o mediano plazo (soberanos, subsoberanos y municipales), letras de tesorería nacionales en pesos, obligaciones negociables, letras de tesorería provinciales, plazos fijos, cauciones y cuentas remuneradas, entre otros, aunque conservando una baja volatilidad y alta liquidez. Los Fondos de Renta Fija administran actualmente un patrimonio de \$728.906 millones, y se desagrega en la Tabla 5.

Tabla 8.- Composición de cartera de FCIs Renta Fija

Renta Fija		\$ 728.906
Títulos de Deuda	\$ 572.673	78,6%
Títulos Públicos	\$ 389.149	53,4%
Deuda Nacional	\$ 322.861	44,3%
Deuda Provincial	\$ 31.575	4,3%
Deuda Extranjera	\$ 34.191	4,7%
Deuda Municipal	\$ 523	0,1%
Obligaciones Negociables	\$ 101.609	13,9%
Bonos Corporativos	\$ 75.717	10,4%
Cheques Pago Diferido	\$ 4.304	0,6%
Pagaré Bursatil	\$ 1.655	0,2%
Valores de Corto Plazo	\$ 177	0,02%
Factura Electrónica	\$ 61	0,0%
Vehículos de Inversión Colectiva	\$ 76.533	10,5%
Fondos Comunes de Inversión	\$ 64.947	8,9%
Fideicomisos Financieros	\$ 11.586	1,6%
Disponibilidades	\$ 44.343	6,1%
Operaciones a Plazo	\$ 42.673	5,9%
Participación Accionaria	\$ 1.782	0,2%
Derivados y Opciones	-\$ 6	-0,001%
Otros Activos y Pasivos	-\$ 9.092	-1,2%

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI
(en millones)

Fondos Renta Mixta y Retorno Total

Con esta denominación se hace referencia a los Fondos Comunes de Inversión que invierten en diversos tipos de instrumentos financieros, tales como acciones, bonos soberanos y/o subsoberanos, letras de tesorería en pesos, obligaciones negociables, fideicomisos financieros y/o depósitos en entidades financieras, entre otros. Típicamente sus reglamentos de gestión poseen un mayor margen de acción para su administrador. Los activos locales de renta fija le brindan al fondo cierta estabilidad mientras que la parte de renta variable le agrega mayor volatilidad en busca de mayores rendimientos. Este tipo de fondos representan un patrimonio de \$207.419 millones conjuntamente. El detalle de las tenencias de activos de los fondos de Renta Mixta y de Retorno Total se detallan en las Tablas 6 y 7.

Tabla 9.-Composición de cartera de FCIs Renta Mixta

Renta Mixta		\$ 173.652
Títulos de Deuda	\$ 145.672	83,9%
Títulos Públicos	\$ 101.439	58,4%
<i>Deuda Nacional</i>	\$ 68.320	39,3%
<i>Deuda Extranjera</i>	\$ 21.128	12,2%
<i>Deuda Provincial</i>	\$ 11.991	6,9%
Obligaciones Negociables	\$ 38.901	22,4%
Bonos Corporativos	\$ 3.959	2,3%
Cheques Pago Diferido	\$ 1.114	0,6%
Pagaré Bursatil	\$ 249	0,1%
Valores de Corto Plazo	\$ 9,9	0,006%
Participaciones Accionarias	\$ 10.030	5,8%
Vehículos de Inversión Colectiva	\$ 8.668	5,0%
<i>Fondos Comunes de Inversión</i>	\$ 7.250	4,2%
<i>Fideicomisos Financieros</i>	\$ 1.419	0,8%
Disponibilidades	\$ 8.458	4,9%
Operaciones a Plazo	\$ 1.856	1,1%
Otros Activos y Pasivos	-\$ 1.032	-0,6%

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI
(en millones)

Tabla 10.-Composición de cartera de FCIs Retorno Total

Retorno Total		\$ 33.767
Títulos de Deuda	\$ 30.660	90,8%
Títulos Públicos	\$ 16.351	48,4%
<i>Deuda Nacional</i>	\$ 14.589	43,2%
<i>Deuda Provincial</i>	\$ 1.634	4,8%
<i>Deuda Extranjera</i>	\$ 128	0,4%
Bonos Corporativos	\$ 7.558	22,4%
Obligaciones Negociables	\$ 6.547	19,4%
Cheques Pago Diferido	\$ 182,1	0,5%
Valores de Corto Plazo	\$ 22,1	0,100%
Disponibilidades	\$ 1.924	5,7%
Vehículos de Inversión Colectiva	\$ 1.506	4,5%
<i>Fondos Comunes de Inversión</i>	\$ 1.473	4,4%
<i>Fideicomisos Financieros</i>	\$ 33	0,1%
Participaciones Accionarias	\$ 304,6	0,9%
Otros Activos y Pasivos	-\$ 230	-0,68%
Derivados y Opciones	-\$ 397,1	-1,18%

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI
(en millones)

Fondos PyME

Este tipo de Fondos Comunes de Inversión asignan sus recursos principalmente a instrumentos destinados al financiamiento de PyMES emitidos y negociados en la República Argentina, como por ejemplo cheques de pago diferido y pagarés

negociables en mercados autorizados, Obligaciones Negociables con oferta pública o acciones. Los activos bajo administración de este tipo de fondos alcanzan los \$85.639 millones a febrero de este año. La mayor parte de estos fondos se encuentra invertido en Cheques de Pago Diferido, con una porción asignada a deuda subsoberana muy limitada, tal como se desprende de la Tabla 8 a continuación.

Tabla 11.-Composición de cartera de FCIs PyMEs

Fondos PyMES		\$ 85.639
Títulos de Deuda	\$ 75.674	88,4%
Cheques Pago Diferido	\$ 53.782	62,8%
Títulos Públicos	\$ 11.116	13,0%
<i>Deuda Nacional</i>	<i>\$ 9.640</i>	<i>11,3%</i>
<i>Deuda Provincial</i>	<i>\$ 1.476</i>	<i>1,7%</i>
Obligaciones Negociables	\$ 6.561	7,7%
Pagaré Bursátil	\$ 4.035	4,7%
Factura Electrónica	\$ 178	0,2%
Bonos Corporativos	\$ 2,0	0,002%
Vehículos de Inversión Colectiva	\$ 8.651	10,1%
<i>Fondos Comunes de Inversión</i>	<i>\$ 4.694</i>	<i>5,5%</i>
<i>Fideicomisos Financieros</i>	<i>\$ 3.957</i>	<i>4,6%</i>
Operaciones a Plazo	\$ 676	0,8%
Otros Activos y Pasivos	\$ 402	0,47%
Disponibilidades	\$ 228	0,27%
Participación Accionaria	\$ 8,8	0,01%

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI
(en millones)

Fondos Infraestructura

Este tipo de Fondos Comunes de Inversión poseen características y objetivos muy específicos. Realizan inversiones vinculadas con proyectos productivos de infraestructura que se ejecuten en la República Argentina, pudiendo incluir entre otros la inversión en instrumentos destinados a financiar obras públicas y desarrollos en el sector energético y de hidrocarburos, desarrollo logístico en rutas, puertos y aeropuertos, obras de saneamiento y agua potable, obras de mejoras en sistemas hídricos y riego, obras y desarrollos en el sistema de salud, obras y desarrollos en servicios públicos, obras y desarrollos en planes de acceso a viviendas, etc. Los activos bajo administración de este tipo de fondos alcanzan los \$49.846 millones a febrero de 2021. La composición del patrimonio de este tipo de fondos se describe en la Tabla 9.

Tabla 12.-Composición de cartera de FCIs Infraestructura

Fondos Infraestructura		\$ 49.846
Títulos de Deuda	\$ 44.608	89,5%
Obligaciones Negociables	\$ 31.621	63,4%
Títulos Públicos	\$ 12.941	26,0%
<i>Deuda Nacional</i>	\$ 9.567	19,2%
<i>Deuda Provincial</i>	\$ 3.375	6,8%
Cheques de Pago Diferido	\$ 45	0,1%
Disponibilidades	\$ 2.436	4,9%
Vehículos de Inversión Colectiva	\$ 2.389	4,8%
<i>Fondos Comunes de Inversión</i>	\$ 1.709	3,4%
<i>Fideicomisos Financieros</i>	\$ 680	1,4%
Operaciones a Plazo	\$ 465	0,9%
Participación Accionaria	\$ 1	0,00%
Otros Activos y Pasivos	-\$ 53	-0,1%

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI
(en millones)

Renta Variable

Este tipo de Fondos Comunes de Inversión tiene generalmente por objetivo la obtención de rendimientos relacionados con el desempeño de los mercados de acciones. Consecuentemente, invierte una gran proporción de su patrimonio en activos de renta variable (Acciones ordinarias, preferidas, de participación, cupones de suscripción de acciones o sus certificados representativos, u otros activos financieros representativos del capital social con oferta pública. La Tabla 10 muestra los datos de la composición de la cartera de los fondos de este tipo, que administran activos por más de \$31.462 millones.

Tabla 13.-Composición de cartera de FCIs Renta Variable

Renta Variable		\$ 31.462
Participación Accionaria	\$ 30.679	97,5%
Acciones	\$ 29.434	93,6%
Recibos de Depósito de Acciones	\$ 1.246	4,0%
Vehículos de Inversión Colectiva	\$ 475	1,5%
<i>Fondos Comunes de Inversión</i>	\$ 458	1,5%
<i>Fideicomisos Financieros</i>	\$ 17	0,1%
Disponibilidades	\$ 251	0,8%
Títulos de Deuda	\$ 54	0,2%
Títulos Públicos	\$ 48,4	0,15%
<i>Deuda Nacional</i>	\$ 48,4	0,15%
Bonos Corporativos	\$ 4	0,01%
Obligaciones Negociables	\$ 1	0,004%
Operaciones a Plazo	\$ 3	0,01%

Fuente: Informe Mensual Sobre la Industria de FCI Abiertos - Febrero 2021 - CAFCI
(en millones)

Bancos

Los Bancos tanto públicos como privados suelen participar en el mercado de capitales como demandantes de instrumentos de inversión, tanto para aplicar a la cartera propia como por mandato o en favor de clientes minoristas e institucionales que operen a través de ellos.

Límites aplicables

Respecto a las inversiones en instrumentos de deuda pública, según establece la normativa emitida por parte del Banco Central de la República Argentina respecto del Financiamiento al Sector Público No Financiero⁵⁷, las entidades financieras, comprendidas sus sucursales y sus subsidiarias del país y del exterior, no podrán refinanciar u otorgar asistencia financiera al sector público no financiero, salvo que se trate de los casos previstos en dichas normas. Se encuentran excluidos ciertos conceptos, dentro de los cuales se encuentra la tenencia de títulos públicos nacionales⁵⁸. Asimismo, las propias normas establecen que el Banco Central de la República Argentina considerará pedidos de excepción⁵⁹ a la limitación de otorgamiento de asistencia financiera al Sector Público No financiero, siempre que se reúnan ciertos requisitos, entre los cuales se encuentra que exista autorización y aprobación expresa por parte del Ministerio de Economía de la Nación para contraer el endeudamiento y afectar recursos en garantía.

Un punto importante es el relativo a las garantías que tengan las operaciones de que se trate: en tanto se cuente con alguna de las garantías elegibles previstas por las normas, los límites al otorgamiento de asistencia resultarán más amplios de aprobarse la excepción. Si por el contrario no se cuenta con alguna de las

⁵⁷ La normativa se encuentra recogida y ordenada en el Texto Ordenado FINANCIAMIENTO AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO disponible en <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Textord/t-finsec.pdf>. Esta normativa fue relevada en el documento correspondiente a la Tarea 1: Revisión de estudios previos - Tarea 1.1: Marco normativo vigente a nivel nacional en relación al crédito público de las Provincias y Municipios: relevamiento de las normas que afectan el proceso de emisión y/o instrumentación de operaciones de crédito público a nivel subnacional.

⁵⁸ Ciertos títulos públicos nacionales son admitidos por BCRA como parte de las disponibilidades destinadas a mantener encajes legales obligatorios.

⁵⁹ Texto Ordenado FINANCIAMIENTO AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO, Sección 4.

garantías previstas, las entidades financieras adquirentes deberán cumplir además las disposiciones aplicables establecidas en las normas sobre “Capitales mínimos de las entidades financieras” que establece un mayor ponderador de riesgo, y sobre “Financiamiento al sector público no financiero” hasta un límite global del 5 % de la responsabilidad patrimonial computable de la entidad.

Complementariamente a las disposiciones aplicables establecidas en las normas sobre “Financiamiento al sector público no financiero”, las entidades financieras delinearán políticas internas de inversión de acuerdo a la matriz de riesgo vigente.

Asimismo, existen normas prudenciales respecto de la posición máxima de las entidades en moneda extranjera que afectan su capacidad de incorporar activos denominados en éstas. En la posición global de moneda extranjera (PGNME) se considerará la totalidad de los activos, pasivos, compromisos y demás instrumentos y operaciones por intermediación financiera en moneda extranjera o vinculados con la evolución del tipo de cambio. El BCRA establece límites para dicha posición, la que actualmente se encuentra en el orden del 5% del patrimonio de la entidad que se trate⁶⁰.

Aplican además a los bancos todas las restricciones relativas a la graduación de crédito, calificación de riesgo, y demás prácticas de administración crediticia. En términos muy generales, un banco no puede exponer más del 2,5% de su patrimonio a un único deudor⁶¹.

En ocasiones son entidades financieras quienes ofician como agentes colocadores de los títulos públicos que emiten los gobiernos provinciales que salen al mercado primario, ya sea de manera individual o mediante un consorcio de bancos que participen de la colocación primaria. Cuando este es el caso, es habitual que las entidades financieras participen activamente realizando posturas de compra sobre dichas emisiones siempre que se cuenta con las

⁶⁰ La normativa se encuentra recogida y ordenada en el Texto Ordenado POSICIÓN GLOBAL NETA EN MONEDA EXTRANJERA, disponible en <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Texord/t-pognme.pdf>.

⁶¹ Véase normativa recogida en el Texto Ordenado GRADUACIÓN DEL CRÉDITO, disponible en <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Texord/t-gracre.pdf>.

autorizaciones mencionadas anteriormente, tanto para cartera propia, como para sus clientes minoristas.

Al mes de febrero de 2021, el sistema financiero en conjunto muestra una exposición a títulos públicos en sus balances de \$2.883.833 millones. De este total, cerca del 59% (\$1.708.470 millones) corresponden a instrumentos de regulación monetaria, mientras que el tercio restante se distribuye en otros títulos públicos. Estas tenencias representan hoy alrededor del 10% del activo de los bancos, y la evolución de este ratio se muestra a continuación en la Ilustración 2.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Ilustración 8.- Bancos: Títulos públicos como % del activo

Compañías de Seguros

Límites aplicables a su cartera

Por artículos 33 y 35 de la Ley 20.091 de Entidades de Seguros y su control, se establece que las reservas técnicas y de siniestros pendientes que corresponda constituir a los aseguradores, en la medida que sea necesaria para atender al cumplimiento de sus obligaciones con los asegurados, deben invertirse íntegramente en los bienes indicados seguidamente, prefiriéndose siempre los que supongan mayor liquidez y suficiente rentabilidad y garantía.

- a) Títulos u otros valores de la deuda pública nacional o garantizados por la Nación, préstamos de las que resulte deudora la Nación a través de la SECRETARIA DE HACIENDA del MINISTERIO DE ECONOMIA o el BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA y títulos de la deuda pública interna de las provincias y municipalidades;
- b) Títulos públicos de países extranjeros, hasta el importe de las reservas técnicas correspondientes a pólizas emitidas en moneda de esos países;
- c) Obligaciones negociables con oferta pública autorizada y en debentures, en ambos casos con garantía especial o flotante en primer grado sobre bienes radicados en el país o con garantía de SGR o fondos de garantía.
- d) Préstamos con garantía prendaria o hipotecaria en primer grado sobre bienes situados en el país, con exclusión de yacimientos, canteras y minas, y con un aforo del 50% del valor de realización del bien que se trate;
- e) Inmuebles situados en el país para uso propio, edificación, renta o venta;
- f) Acciones de sociedades anónimas constituidas en el país o extranjeras comprendidas en el artículo 124 de la ley 19.550 o de extranjeras que tengan por principal objeto la prestación de servicios públicos dentro de la Nación, que se coticen en bolsas del país o del extranjero;
- g) Préstamos garantizados con títulos, debentures y acciones de los incisos a), b), c) y f), con un aforo del 50% del valor de mercado de esos valores;

h) Operaciones financieras garantizadas en su totalidad por bancos u otras entidades financieras debidamente autorizadas a operar en el país, previa autorización en cada caso de la autoridad de control, y siempre que lo permita el estado económico-financiero del asegurador.

Por su parte, los aseguradores que tengan obligaciones nacidas de los contratos de seguros y reaseguros a pagarse en moneda extranjera, deben constituir las reservas técnicas correspondientes en las mismas monedas o en otras permitidas que establezca la autoridad de control.

El Reglamento General de la Actividad Aseguradora, resolución reglamentaria de la citada Ley, en su punto 35.8.1, se establecen los límites porcentuales por cada clase de activos, los que se resumen a continuación:

a) Operaciones de crédito público de las que resulte deudora la Nación, en instrumentos que coticen regularmente en mercados autorizados por la CNV, hasta el 92% de las inversiones.

b) Títulos y letras de la deuda pública de las provincias, Ciudad Autónoma de Buenos Aires y municipalidades emitidos con arreglo a sus respectivas Constituciones:

- Títulos de deuda pública provincial o de la CABA con cotización regular en mercados autorizados por la CNV, hasta el 10% de las inversiones.
- Títulos de deuda pública provincial o de la CABA sin cotización regular en mercados autorizados por la CNV, siempre y cuando la fecha de vencimiento sea igual o inferior al año desde el último balance, hasta el 5% de las inversiones.
- Títulos y letras de la deuda pública de municipalidades, hasta un máximo del 30% de los máximos precedentemente indicados.

c) Obligaciones negociables que tengan oferta pública autorizada y en Debentures, en ambos casos que posean garantía, hasta un máximo del 40% del total de las inversiones;

d) Acciones de sociedades anónimas constituidas en el país o extranjeras cuya oferta pública esté autorizada por la CNV y que registren cotización diaria en la BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES, hasta el 30% del total de las inversiones.

-
- e) Cuota partes de Fondos Comunes de Inversión autorizados por la CNV, hasta el 60% del total de las inversiones⁶². Se incluyen los denominados “Cerrados”.
- f) Fideicomisos Financieros autorizados por la CNV, hasta un máximo del CUARENTA POR CIENTO (40%) del total de las inversiones.
- g) Depósitos en plazo fijo en entidades financieras regidas por la Ley N° 21.526, hasta un máximo del 80% del total de las inversiones;
- h) Préstamos con garantía prendaria o hipotecaria en primer grado sobre bienes situados en el país, con exclusión de yacimientos, canteras y minas y todo dominio imperfecto, hasta un máximo del 30% del total de las inversiones, hasta el 50% del valor de realización del bien que lo garantiza
- i) Préstamos garantizados con títulos públicos de los que resulte deudora la Nación, hasta el 50% del valor de mercado de esos valores, hasta un máximo del 5% del total de las inversiones;
- j) Inmuebles situados en el país para uso propio o edificados en lote propio, hasta un máximo del 5%, excluidos los dominios imperfectos.
- k) Títulos de deuda, Fideicomisos Financieros, Cheques de Pago Diferido avalados por SGR y autorizados para su cotización pública; Pagarés Avalados emitidos para su negociación en mercados de valores; Fondos Comunes de Inversión PYME, Productivos de Economías Regionales e Infraestructura; y de Proyectos de Innovación Tecnológica, Activos u otros Valores Negociables cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina, hasta el 30% del total de las inversiones.
- l) Las compañías aseguradoras y reaseguradoras deberán invertir un mínimo del 5% y hasta un máximo del 20% del total de inversiones en algunos de los siguientes instrumentos:
- i. Cuotapartes de fondos comunes de inversión PyME autorizados por la CNV.

⁶² Se excluyen de este inciso los Fondos Comunes de Inversión que contengan instrumentos emitidos por el Banco Central de la República Argentina, una situación poco común ya que en general los instrumentos de regulación monetaria no son de alcance del público inversor, pero que sin embargo tuvo lugar entre el 2016 y el 2018.

-
- ii. Cheques de pago diferido avalados por Sociedades de Garantía Recíproca creadas por la Ley N° 24.467 autorizados para su cotización pública.
 - iii. Cheques de pago diferido emitidos por empresas descontados en primer endoso en mercados regulados por la CNV por empresas incluidas en el registro MiPyMEs.
 - iv. Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs que se negocien en mercados autorizados por la CNV.
 - v. Pagarés avalados emitidos para su negociación en Mercados de Valores.
 - vi. Certificados de obra pública emitidos a favor de PyMEs en el marco de lo definido por el Artículo 217 de la Ley N° 27.440 negociados en mercados autorizados por la CNV⁶³.
 - vii. Obligaciones negociables emitidas por PyMEs, excluidas las emitidas por entidades financieras con objeto de financiamiento PyMEs.
 - viii. Fideicomisos financieros PyMEs autorizados por la CNV.
 - ix. Valores Representativos de Deuda emitidos por el Fondo Fiduciario Público denominado “Fondo Nacional de Desarrollo Productivo” hasta el 40% del mínimo.
 - x. Participaciones accionarias en SGR, hasta 20% del mínimo.

m) Las siguientes inversiones en su conjunto hasta un máximo del 40% del total de inversiones⁶⁴:

- i. Valores negociables emitidos por fideicomisos creados en el marco del régimen de Participación Público-Privada.
- ii. Securitización de hipotecas.
- iii. Valores negociables emitidos por fondos de infraestructura o desarrollos inmobiliarios.
- iv. Inmuebles escriturados e inscriptos a nombre de la aseguradora situados en el país, destinados a renta o venta.
- v. Valores Representativos de Deuda emitidos por el Fondo Fiduciario Público denominado “Fondo Nacional de Desarrollo Productivo”.
- vi. Inversiones en Fondos Comunes de Inversión abiertos o cerrados y Fideicomisos Financieros autorizados por la CNV que tengan por objeto

⁶³ El citado artículo de la Ley 27.440 denominada ley de financiamiento productivo establece que los certificados de obra pública podrán ser negociados en los Mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores, de conformidad con la reglamentación que dicte ese organismo como autoridad de aplicación. Dichos certificados gozarán de oferta pública en los términos de la ley 26.831 y sus modificaciones.

⁶⁴ Para las compañías de seguros que operen en Seguros de Retiro y Planes de seguro que contemplen la constitución de “Reservas Matemáticas y Fondos de Fluctuación o de excedentes” con participación en las utilidades y/o participación en el riesgo de los activos que los componen o cualquier otro de similares características, se aplica un mínimo para las inversiones incluidas en el presente inciso del 10%.

el desarrollo y/o inversión directa en proyectos inmobiliarios, agropecuarios, forestales, de infraestructura u otros activos homogéneos y cuya duración sea por lo menos de DOS (2) años.

n) Aportes en instituciones de capital emprendedor, inscriptas en el Registro de Instituciones de Capital Emprendedor (RICE), hasta un máximo del 1% del total de las inversiones.

ñ) Préstamos de valores negociables en carácter de prestamista de conformidad con lo dispuesto por CNV, hasta el 10% del total de inversiones.

Patrimonio

Al 30 de septiembre de 2020, la cartera de inversiones de las compañías de seguros en Títulos Públicos y Fondos Comunes de Inversión, bajo supervisión de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), estaba compuesta de la siguiente manera, según se exhibe en la Tabla 11.

Tabla 14.- Composición de la cartera de las compañías de seguros

Activo	Monto	Porcentaje
Titulos Públicos	\$ 436.550	37,01%
Con cotización	\$ 405.779	34,40%
Sin cotización	\$ 30.771	2,61%
Acciones	\$ 97.593	8,27%
Con cotización	\$ 47.973	4,07%
Sin cotización	\$ 49.620	4,21%
Obligaciones Negociables	\$ 131.801	11,17%
Fondos Comunes de Inversión	\$ 386.685	32,78%
Fideicomisos Financieros	\$ 3.817	0,32%
Plazos Fijos	\$ 103.965	8,81%
Préstamos	\$ 6.010	0,51%
Hipotecarios	\$ 757	0,06%
Prendarios	\$ 22	0,00%
Otros	\$ 5.232	0,44%
Otras Inversiones	\$ 7.150	0,61%
Inversiones en el Exterior	\$ 6.106	0,52%
TOTAL	\$ 1.179.677	100,00%

Fuente: Informe Inversiones, Créditos y Deudas - Septiembre 2020 - SSN
(en millones)

El valor de la tenencia de títulos públicos como proporción de la cartera total se viene reduciendo desde su pico en 2017, con toda probabilidad como consecuencia del menor valor de mercado de los mismos ante los procesos de reestructuración a los que han estado sujeto prácticamente la totalidad de emisores locales en el periodo reciente. Cabe mencionar que un tercio del total del patrimonio de las aseguradoras se encuentra invertido en fondos comunes de inversión de diverso tipo, con lo cual una parte importante de los recursos de las aseguradoras también forma parte de los activos que administra la industria de los FCI. La Tabla 12 muestra la evolución de las inversiones en títulos públicos, tanto en monto como en % sobre el valor total de la cartera.

Tabla 15.- Evolución de las inversiones en títulos públicos de las compañías de seguros

Fecha	Inversiones en Títulos Públicos	% sobre el valor total de la cartera
30/9/2020	\$ 436.550	37,2%
30/9/2019	\$ 260.603	37,9%
30/9/2018	\$ 213.535	39,3%
30/9/2017	\$ 160.075	44,9%
30/9/2016	\$ 113.127	41,5%

*Fuente: Informe Inversiones, Créditos y Deducciones -SSN
(en millones)*

Las aseguradoras suelen recurrir a los FCI PyMEs para dar cumplimiento a los incisos k) y l) precitados, que imponen la obligación de asignar una parte importante a este tipo de instrumentos. Esto explica en buena medida la importancia de las inversiones en FCIs de las compañías de seguros.

SGRs

La Ley N° 24.467 crea la figura de la Sociedad de Garantía Recíproca, y es reglamentada por el Decreto 1076/2001 y el Decreto 699/2018. El objeto social principal de las sociedades de garantía recíproca será el otorgamiento de garantías a sus socios partícipes. Además, podrán otorgar garantías a terceros. En su giro habitual de negocios, las SGR otorgan avales a las PyMEs, a ser aplicados a operaciones financieras o comerciales. La Sociedad de Garantía Recíproca responderá solidariamente por el monto de las garantías otorgadas con el deudor principal que afianza, para lo cual deberá **constituir un fondo de riesgo** que integrará su patrimonio.

Las SGR cuentan con “socios protectores”, que son todas aquellas personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, que realicen aportes al capital social y al fondo de riesgo. Por aportar y dejar inmovilizado capital, acceden a ciertos beneficios fiscales. A su vez, tienen derecho a participar en las ganancias -y tomar las pérdidas- que produzcan las inversiones realizadas con dicho fondo.

En las SGRs, es competencia del consejo de administración decidir, entre otros asuntos, sobre las inversiones a realizar con el patrimonio de la sociedad en el marco de las pautas fijadas por la asamblea.

Límites a la política de inversión

El Decreto 1076/2001 reglamentario de la Ley 24.467 establece que el Fondo de Riesgo deberá cumplir como mínimo, los siguientes requisitos:

- Las inversiones financieras deben asegurar una adecuada disponibilidad, congruente con los plazos de vigencia de las garantías otorgadas. A tal fin deberán contar, al último día hábil de cada mes, con liquidez equivalente al 25% de los vencimientos de garantías que eventualmente pudieran enfrentarse en el mes siguiente.
- En ningún caso podrán invertir con un mismo emisor más del 25% de las colocaciones
- No se podrán realizar inversiones en instituciones, entidades, fondos, fideicomisos o cualquier otro tipo de entes residentes, domiciliados, constituidos o radicados en países de nula o baja tributación.

Por su parte, por artículo 81 de la Ley 24.467 la autoridad de aplicación de esta Ley tiene, entre otras atribuciones, definir los criterios de inversión que deberán observar las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR). En ese marco, la Resolución 455/2018, con sus posteriores modificaciones, establece las Normas Generales del Sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas, y por Artículo 22 del Anexo de la misma se establecen las normas de inversión del Fondo de Riesgo y de sus rendimientos.

El Fondo de Riesgo

El Fondo de Riesgo deberá invertirse a través de un Agente de Depósito y Custodia, respetando las condiciones y límites que a continuación se detallan:

- a. Operaciones de crédito público de las que resulte deudora la SECRETARÍA DE HACIENDA del MINISTERIO DE HACIENDA o el BCRA, ya sean títulos públicos, letras del tesoro o préstamos, hasta el 60 % del Fondo.
- b. Valores negociables emitidos por las provincias, municipalidades, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, o sus correspondientes entes autárquicos, hasta el 30 %.
- c. Obligaciones negociables, debentures y otros títulos valores representativos de deuda, simples o convertibles, garantizados o no, autorizados a la oferta pública por la CNV, hasta el 25 %. Dicho límite podrá aumentarse hasta el 40 % cuando la totalidad de los emisores fueran MIPyMEs.
- d. Depósitos en PESOS o en moneda extranjera en caja de ahorro, cuenta corriente o cuentas especiales en Entidades Financieras regidas por la Ley N° 21.526 y sus modificaciones, hasta el 10%.
- e. Acciones de Sociedades Anónimas legalmente constituidas en el país, mixtas o privadas o contratos de futuros y opciones sobre éstas cuya oferta pública esté autorizada por la CNV, hasta el 10 %.
- f. Cuotapartes de fondos comunes de inversión autorizados por la CNV, abiertos o cerrados, excepto los previstos en el inciso o), hasta el 25 %.

-
- g. Títulos valores y acciones emitidas por Sociedades y/o Estados extranjeros u organismos internacionales, hasta el 15 %.
- h. Contratos que se negocien en los mercados de futuros y opciones sujetos al contralor de la CNV, hasta el 10 %.
- i. Títulos valores, sean títulos de deuda, certificados de participación o títulos mixtos, emitidos por fideicomisos financieros autorizados por la CNV, hasta el 25 %. Dicho límite podrá aumentarse hasta el CUARENTA POR CIENTO (40 %) cuando los emisores fueran MIPyMEs.
- j. Depósitos a plazo fijo autorizados por el BCRA en pesos o moneda extranjera, a tasa fija o retribución variable y/o ajustables por UVA/UVI (sin considerar los depósitos incluidos en el inciso m), hasta el 90 %, sin superar el 30 % por entidad financiera.
- k. Depósitos en cuenta comitente de agentes de bolsa que estén registrados ante la CNV, y a los efectos de realizar transacciones hasta por un plazo de 15 días.
- l. Cauciones bursátiles, operaciones financieras de préstamo con garantía de títulos valores que se realizan a través del Mercado de Valores, hasta el 5 %.
- m. Depósitos a plazo fijo en Títulos Públicos emitidos por el ESTADO NACIONAL, conforme la normativa vigente del BCRA, sin superar el 60 % en forma conjunta con las inversiones detalladas en el inciso a).
- n. Aportes/Cuotapartes en Instituciones de Capital Emprendedor inscriptas en el Registro de Instituciones de Capital Emprendedor (R.I.C.E.), creado por el Artículo 4° de la Ley N° 27.349, hasta el 5 %.
- ñ. Obligaciones negociables, debentures y otros títulos valores representativos de deuda, simples o convertibles, emitidos por Entidades Financieras regidas por la Ley N° 21.526 que sean Socios Protectores y autorizados a la oferta pública por la CNV, hasta el 5 %.
- o. Cuotapartes de Fondos comunes de inversión PyME autorizados por la CNV, cheques de pago diferido avalados, pagarés avalados emitidos para su negociación en Mercados de Valores y/u obligaciones negociables emitidas por

PyMEs autorizadas por la CNV, al menos un 3 % y hasta un máximo del 15 % del total de inversiones.

p. Aportes, cuotas partes o títulos valores (sean títulos de deuda, certificados de participación o títulos mixtos) en Fideicomisos cuyos fiduciantes sean jurisdicciones y/o entidades de la Administración Pública Nacional, Gobiernos Provinciales o de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, previa autorización por la Autoridad de Aplicación.

Calificación de Riesgo y requisitos sobre los emisores

Todos los instrumentos deben estar calificados por una calificadora de riesgo inscripta ante la CNV o por quien ésta designe, y para algunos incisos se determinan calificaciones mínimas requeridas.

En el caso de depósitos en Entidades Financieras, como criterio de elegibilidad, los mismos deberán efectuarse en aquellas autorizadas a recibir depósitos de la ANSES, compañías de seguros y/o entidades públicas.

En caso de que la SGR quiera invertir el Fondo de Riesgo en instrumentos financieros diferentes a los mencionados en los incisos a) a p), dicha sociedad deberá solicitar autorización a la Autoridad de Aplicación con anterioridad a efectuar la inversión.

Inversiones prohibidas

No están autorizadas las siguientes inversiones:

- a. Instrumentos emitidos por un mismo emisor privado -sin considerar los plazos fijos- en un porcentaje superior al 15 % del Fondo de Riesgo.
- b. Instrumentos garantizados o avalados en los que la SGR que pretenda invertir se constituya como garante o avalista de los mismos.
- c. Cheques de pago diferido, con excepción de lo previsto en el apartado o) anterior.

d. Instrumentos emitidos por un Socio Protector y/o Socio Partícipe de la misma SGR, sus controlantes, controladas y vinculadas, con excepción del porcentaje habilitado por el apartado ñ) anterior.

Patrimonio

Al mes de febrero de 2021, el sistema SGR administra activos en sus Fondos de Riesgo por un valor total de mercado de \$47.012 millones. La distribución efectiva por inciso es como se describe a continuación en la Tabla 13:

Tabla 16.- Composición de la cartera de los Fondos de Riesgo SGR

Inciso de la Res. 455/18	%	Monto
a. Operaciones de crédito público de las que resulte deudora la SECRETARÍA DE HACIENDA del MINISTERIO DE HACIENDA o el BCRA, ya sean títulos públicos, letras del tesoro o préstamos, hasta el 60 % .	31,0%	\$ 14.573,9
f. Cuotapartes de fondos comunes de inversión autorizados por la CNV, abiertos o cerrados, excepto los previstos en el inciso o), hasta el 25 % .	24,0%	\$ 11.283,0
c. Obligaciones negociables, debentures y otros títulos valores representativos de deuda, simples o convertibles, garantizados o no, autorizados a la oferta pública por la CNV, hasta el 25 % , o hasta el 40 % cuando la totalidad de los emisores fueran MIPyMEs .	17,0%	\$ 7.992,1
j. Depósitos a plazo fijo autorizados por el BCRA en pesos o moneda extranjera, a tasa fija o retribución variable y/o ajustables por UVA/UVI (sin considerar los depósitos incluidos en el inciso m), hasta el 90 % , sin superar el 30 % por entidad financiera.	9,0%	\$ 4.231,1
g. Títulos valores y acciones emitidas por Sociedades y/o Estados extranjeros u organismos internacionales, hasta el 15 % .	7,0%	\$ 3.290,9
b. Valores negociables emitidos por las provincias, municipalidades, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, o sus correspondientes entes autárquicos, hasta el 30 % .	4,0%	\$ 1.880,5
o. Cuotapartes de Fondos comunes de inversión PyME autorizados por la CNV, cheques de pago diferido avalados, pagarés avalados emitidos para su negociación en Mercados de Valores y/u obligaciones negociables emitidas por PyMEs autorizadas por la CNV, al menos un 3 % y hasta un máximo del 15 % .	3,0%	\$ 1.410,4
Resto	3,0%	\$ 1.410,4
d. Depósitos en PESOS o en moneda extranjera en caja de ahorro, cuenta corriente o cuentas especiales en Entidades Financieras regidas por la Ley N° 21.526 y sus modificaciones, hasta el 10% .	2,0%	\$ 940,2
Total		\$ 47.012,4

Fuente: Informe Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina - Febrero 2021 - Ministerio Desarrollo Prod de la Nación
(en millones)

El Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSeS

Normativa general

Por Decreto 897/2007 se crea el Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto (FGS) cuya finalidad es:

- a) Atenuar el impacto financiero que sobre el régimen previsional público pudiera ejercer la evolución negativa de variables económicas y sociales.
- b) Constituirse como fondo de reserva a fin de instrumentar una adecuada inversión de los excedentes financieros del régimen previsional público garantizando el carácter previsional de los mismos.
- c) Contribuir a la preservación del valor y/o rentabilidad de los recursos del Fondo.
- d) Atender eventuales insuficiencias en el financiamiento del régimen previsional público a efectos de preservar la cuantía de las prestaciones previsionales.

En 2008, por ley Nº 26.425 se establecieron sustanciales modificaciones en el Sistema de Seguridad Social tales como la eliminación del Régimen de Capitalización y su absorción y sustitución por parte del régimen de reparto. Como consecuencia de dicha modificación, se transfirieron en especie a la Administración Nacional de la Seguridad Social los recursos que integraban las cuentas de capitalización individual de los afiliados y beneficiarios al régimen de capitalización. Dichos activos pasaron a integrar el Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino.

Órganos de decisión y de control

Según lo establece la propia Ley 24.241, el Director Ejecutivo de la ANSES delega en el Subdirector Ejecutivo de Operación del FGS la administración de los activos. Para ello cuenta con la asistencia del Comité Ejecutivo, que está integrado por funcionarios del ANSeS y del Ministerio de Economía.

El FGS está sujeto al control de organismos internos y externos al Sector Público, a fin de garantizar la absoluta transparencia en su funcionamiento y operatoria, tales como:

-
- Consejo del FGS (Incluye representantes de trabajadores, jubilados, empresarios, legisladores, Jefatura de Gabinete y ANSES.)

 - Comisión Bicameral de Control de Fondos
 - Dirección General de Control del FGS
 - Auditoría del FGS
 - Sindicatura General de la Nación (SIGEN)
 - Auditoría General de la Nación (AGN)
 - Defensoría del Pueblo de la Nación (DPN)

Pautas de Inversión

Según establece el Decreto 897/2007 modificado por el Decreto 2103/2008, los recursos del fondo deberán ser invertidos en activos financieros nacionales incluyendo entre otros instrumentos a las cuentas remuneradas del país y a la adquisición de títulos públicos o títulos valores locales de reconocida solvencia.

Las inversiones permitidas son las previstas en el artículo 74 de la ley 24.241 y sus modificaciones, rigiendo las prohibiciones del artículo 75 de la citada ley y las limitaciones de su artículo 76, y queda prohibida la inversión de los fondos en el exterior.

Inversiones Permitidas

A lo largo de los años, el citado artículo 74 de la Ley 24.241 ha sido modificado en forma recurrente. Actualmente las inversiones permitidas para el FGS son:

a) Operaciones de crédito público de las que resulte deudor el Estado nacional a través de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía, ya sean títulos públicos, letras del Tesoro o préstamos hasta el 50% de los activos totales del Fondo.

Este porcentaje puede aumentarse al 100% en la medida que el excedente cuente con recursos afectados específicamente a su cumplimiento o con garantías reales u otorgadas por organismos o entidades internacionales de los que la Nación sea parte.

Asimismo, transitoriamente, hasta el 31 de diciembre de 2023, podrá mantenerse hasta el 70% de la cartera del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema

Integrado Previsional Argentino en títulos públicos, cuenten o no con garantías, debiendo, al cabo de ese período, regularizar la tenencia de estos activos, a los límites establecidos en los párrafos precedentes.

b) Títulos valores emitidos por las provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, las municipalidades, el Banco Central de la República Argentina, otros entes autárquicos del Estado nacional y provincial, empresas del Estado, nacionales, provinciales o municipales, hasta el 30% de los activos totales del Fondo.

c) Obligaciones negociables, debentures y otros títulos valores representativos de deuda emitidos por sociedades anónimas nacionales, entidades financieras, cooperativas y asociaciones civiles y sucursales de sociedades extranjeras, autorizadas a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, hasta el 40% de los activos totales del Fondo.

d) Depósitos a plazo fijo en entidades financieras regidas por la ley 21.526, hasta el 30% de los activos totales del Fondo.

e) Acciones y/u obligaciones negociables convertibles en acciones de sociedades anónimas nacionales, mixtas o privadas con oferta pública autorizada por la CNV y que estén listadas en mercados autorizados por CNV, como mínimo el 7% y hasta un máximo del 50% de los activos totales del Fondo.

La operatoria en acciones incluye a los futuros y opciones sobre las mismas.

f) Acciones de sociedades del Estado y sociedades anónimas con participación estatal mayoritaria hasta el 20% de los activos totales del Fondo.

g) Cuotas parte de fondos comunes de inversión autorizados por la Comisión Nacional de Valores, de capital abierto o cerrado, hasta el 20% de los activos totales del Fondo.

h) Contratos que se negocien en los mercados de futuros y opciones que el Comité Ejecutivo del FGS determine, hasta el 10% de los activos totales del Fondo.

i) Cédulas hipotecarias, letras hipotecarias y otros títulos valores que cuenten con garantía hipotecaria o cuyos servicios se hallen garantizados por

participaciones en créditos con garantía hipotecaria, autorizados a la oferta pública por la CNV, hasta el 25% de los activos totales del Fondo.

j) Títulos valores representativos de cuotas de participación en fondos de inversión directa, de carácter fiduciario y singular, con oferta pública autorizada por la CNV, hasta el 10% de los activos totales del Fondo.

k) Títulos valores emitidos por fideicomisos financieros no incluidos en los incisos i) o j), hasta el 30% de los activos totales del Fondo.

l) Títulos valores representativos de deuda, certificados de participación, acciones, activos u otros títulos valores y préstamos cuya finalidad sea financiar proyectos productivos, inmobiliarios o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina. Deberá destinarse a estas inversiones como mínimo el 5% y hasta un máximo del 50% de los activos totales del Fondo.

m) El otorgamiento de financiamiento a los beneficiarios del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), hasta el 20% de los activos totales del Fondo.

n) El otorgamiento de financiamiento a los titulares de prestaciones no incluidas en el Sistema Integrado Previsional Argentino, cuya liquidación o pago se encuentre a cargo de la ANSES, hasta el 5% de los activos totales del Fondo.

Inversiones Prohibidas

El activo del Fondo no podrá ser invertido en acciones de sociedades gerentes de fondos de inversión, ya sean comunes o directos, de carácter fiduciario y singular ni en acciones de sociedades calificadoras de riesgo.

Las inversiones del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino (FGS) estarán sujetas a las siguientes limitaciones:

a) Calificación de Riesgo. Los siguientes activos o entidades deberán tener calificación otorgada por una calificadora de riesgo debidamente autorizada:

1. Los activos del inciso b) del artículo 74, excepto por los títulos valores emitidos por el Banco Central de la República Argentina.

2. Los activos de los incisos c), i) y k) del artículo 74.

3. Las entidades financieras en las que se realicen las inversiones previstas en el inciso d) del artículo 74 o que mantengan activos del artículo 77.
4. Las obligaciones negociables convertibles en acciones previstas en el inciso e) del artículo 74.
5. Los activos del inciso g) del artículo 74, cuando el objeto de inversión del fondo común de inversión de que se trate sea principalmente la inversión en instrumentos de deuda.

Patrimonio del FGS

Al IV Trimestre de 2020, el FGS administra activos por \$3.500.577 millones. Casi el 72% de dichos activos se encuentra asignado a títulos públicos nacionales. El 3.27% se encuentra invertido en títulos públicos provinciales.

Tabla 17.- Composición del patrimonio del FGS al IV Trimestre 2020

Activo	Monto	Porcentaje
Disponibilidades	\$ 13.541	0,39%
Títulos Públicos Nacionales	\$ 2.512.970	71,79%
Títulos Públicos SubNacionales	\$ 114.471	3,27%
Obligaciones Negociables	\$ 41.556	1,19%
Plazos Fijos	\$ 52.287	1,49%
Acciones	\$ 338.488	9,67%
Fondos Comunes de Inversión	\$ 37.834	1,08%
Proyectos Productivos de Infraestructura	\$ 74.246	2,12%
Préstamos a beneficiarios SIPA	\$ 125.606	3,59%
Préstamos a no beneficiarios SIPA	\$ 77.124	2,20%
Préstamos a Provincias	\$ 112.426	3,21%
Otros	\$ 28	0,00%
TOTAL	\$ 3.500.577	100,00%

*Fuente: Informe Trimestral FGS - IV Trimestre 2020 - ANSeS
(en millones)*

A continuación, en la Tabla 15, se muestra la evolución del valor en pesos de la cartera de bonos provinciales, municipales y otros entes estatales, y el porcentaje que éste representa sobre el valor total de la cartera del FGS. Como se observa, desde 2016 a 2018 la proporción destinada a esta clase de activos se incrementó sustancialmente, en concomitancia con el ciclo de salidas al

mercado que caracterizó al período post-holdouts. Esto sugiere que FGS participó activamente como inversor de emisores subnacionales durante este periodo, para luego quedar estabilizar la participación en esta clase de activos en torno al 3% de la cartera desde fines de 2019.

Tabla 18.- Evolución de la cartera del FGS en títulos provinciales, municipales y otros entes estatales

Fecha	Monto en Pesos	% sobre el valor total de la cartera
31/12/2020	\$ 114.471	3,3%
31/12/2019	\$ 71.883	3,0%
31/12/2018	\$ 33.466	2,0%
31/12/2017	\$ 17.425	1,4%
31/12/2016	\$ 5.667	0,6%

*Fuente: Informe Trimestral FGS - IV Trimestre 2020 - ANSeS
(en millones)*

Cabe agregar que el FGS es a su vez prestamista de provincias en el marco de la Ley 27.260, financiamiento que se instrumenta mediante mutuos. Al cierre del IV trimestre de 2020, el saldo vigente de mutuos a provincias era de 112,4 mil millones.

CONCLUSIONES

Los inversores institucionales son los grandes demandantes de los distintos activos que se colocan y negocian en los mercados de capitales.

Los fondos comunes de inversión son los participantes privados más relevantes del mercado. Administran activos por más de \$ 2 billones, repartidos entre casi 600 Fondos Comunes de Inversión activos. La industria se encuentra dominada por los productos de mercado de dinero, y en segundo lugar los fondos de renta fija. Naturalmente y respondiendo a este hecho, en los activos bajo administración de la industria de fondos predominan los títulos de deuda. Los distintos tipos de fondos se encuentran diseñados para atender demandas específicas del público inversor.

Los Bancos tanto públicos como privados suelen participar en el mercado de capitales como demandantes de instrumentos de inversión, tanto para aplicar a la cartera propia como para los clientes minoristas e institucionales que operen a través de ellos. Las entidades financieras se ven limitadas para otorgar financiamiento al Sector Público No Financiero, incluyendo a los títulos de deuda y a las Letras de Tesorería. Las jurisdicciones tienen la posibilidad de solicitar al BCRA una excepción a esta disposición. El objeto de esta excepción es dotar a los instrumentos que se emitan de un mayor número de potenciales demandantes, propendiendo a la profundización de su mercado y, por tanto, a su mayor liquidez. Independientemente de esto, los Bancos se ven limitados por las normas de base en lo que hace a la graduación del crédito por deudor, y, en lo que hace a los instrumentos denominados y/o pagaderos en moneda extranjera, se encuentran sujetos a los límites que impone el régimen vigente respecto de la posibilidad de dolarizar cartera.

Las tenencias de títulos públicos en general -netos de instrumentos de regulación monetaria- representan hoy alrededor del 10% del activo de los bancos, alrededor de \$ 1.2 billones.

Las Compañías de seguros invierten su liquidez - las reservas técnicas y de siniestros pendientes que corresponda constituir a los aseguradores- en ciertos bienes indicados por la normativa, prefiriéndose siempre los que supongan

mayor liquidez y suficiente rentabilidad y garantía, y sujeto a ciertos límites. Las compañías de seguros administran inversiones por casi \$ 1.2 billones, de los cuales una tercera parte se encuentra invertida en títulos públicos en forma directa. Cabe mencionar que un tercio del total del patrimonio de las aseguradoras se encuentra invertido en fondos comunes de inversión de diverso tipo.

Los Fondos de Riesgo de las SGRs, el patrimonio que respalda los avales otorgados por éstas a PyMES en su giro habitual de negocios, se encuentra sujeto a ciertas pautas de inversión fijadas por normativa. el sistema SGR administra activos en sus Fondos de Riesgo por un valor total de mercado de \$47.012 millones, de los cuales unos \$14.573 corresponden a operaciones de crédito público nacional y \$1.880 millones corresponden a valores negociables emitidos por subsoberanos.

Finalmente, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSeS se encuentra invertido en activos financieros nacionales y también se encuentra sujeto a restricciones normativas y mecanismos de control. El FGS administra activos por \$3.5 billones, constituyéndose en el inversor institucional más grande del mercado local. El 3.27% se encuentra invertido en títulos públicos provinciales.

La composición de las carteras de los distintos inversores es estable pero dinámica, y responde tanto a los cambios en la coyuntura y perspectivas económicas, a los cambios en las preferencias de los inversores, y a los cambios en la normativa que los regulan⁶⁵. Todos estos factores suelen provocar cambios direccionales en las carteras y potencialmente provocar movimientos en los mercados.

A continuación, en la Tabla 16, se resumen los principales aspectos de las pautas de inversión de cada uno de los citados inversores institucionales, en lo que respecta a títulos emitidos por entidades subsoberanas.

⁶⁵ Un ejemplo reciente de este tipo de situaciones fue el siguiente: en octubre 2020 se dispuso transitoriamente que hasta el 31 de marzo de 2021 las SGR no podrían realizar inversiones en moneda extranjera en los instrumentos y modalidades previstas en los incisos d), g), j) y f) de la Resolución 455/18. Varios analistas coincidieron que esta medida no anticipada, cuyo objetivo era combatir la dolarización de carteras en el marco de un mercado cambiario estresado, provocó una baja en los precios de algunos de los activos involucrados.

El desarrollo de relaciones de largo plazo con los inversores institucionales, el conocimiento de las necesidades y especificidades de cada uno de ellos, y la atención a los eventos que puedan impactar en su comportamiento, es de importancia estratégica para cualquier emisor subsoberano interesado en desarrollar una presencia en los mercados con perspectiva de largo plazo.

Tabla 19.- Cuadro resumen sobre pautas de inversión relevantes para subsoberanos

Instrumento	Inversor Institucional	Máximo Autorizado	Observaciones y particularidades
Títulos Públicos Provinciales y/o Municipales	Fondos Comunes de Inversión	En los reglamentos de gestión sujetos a aprobación de CNV suele establecerse hasta el 100% del Patrimonio Neto para Fondos MM, Renta Fija, e Infraestructura, disminuyendo hasta un máximo de 25% para los fondos de Renta Variable, Mixta o Retorno Total, y previendo ninguna exposición a títulos públicos para los Fondos PyMEs.	Por política de Inversión de cada Fondo, generalmente los montos máximos por cada tipo de instrumento no puede exceder el 10% del total emitido, y son de aplicación las políticas de graduación de riesgo de crédito, atmoización, calificación de riesgo, que establezca la sociedad gerente.
	Compañías de Seguros	10% de la cartera si son títulos públicos con cotización y 5% si son títulos públicos sin cotización. De éstos máximos citados, un máximo de 30% en títulos de deuda pública municipales.	-
	Sociedades de Garantías Recíprocas	Hasta el 30% del Fondo de Riesgo	Máximo del 25% en títulos de deuda de un mismo emisor
	Bancos Privados	Limitadas para otorgar financiamiento al Sector Público No Financiero, incluyendo a los títulos de deuda y a las Letras de Tesorería, excepto mediante autorización expresa del BCRA	Si las emisiones de títulos públicos cuentan con autorización del BCRA, deberán cumplir las disposiciones en materia de fraccionamiento del riesgo de crédito (hasta un límite global del 5% de la responsabilidad patrimonial computable de la entidad). Para el caso de instrumentos denominados en moneda extranjera, resultan aplicables los límites a la Posición Global Neta en Moneda Extranjera, tanto positiva como negativa, que establezca BCRA.
	Bancos Públicos		
Fondo de Garantía de Sustentabilidad (ANSeS/FGS)	Hasta el 30% de la Cartera de Inversión		

Fuente: Elaboración propia

BIBLIOGRAFÍA

BCRA (2021). Informe sobre Bancos del mes de Enero 2021.

CAFCI (2002). Manual de Idoneidad. Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión.

FABOZZI, F. (2009) Institutional Investment Management. Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications. Wiley.

MAGINN, J et al. (2007). Managing Investment Portfolios Workbook, a Dynamic Process. 3rd Ed. Wiley.

STIGUM, M. y CRESCENZI, A. Money Market. 4th Ed. McGraw Hill.

VINCE (1992). Portfolio Management. Wiley.

FUENTES DE DATOS CONSULTADAS

BCRA. Anexo al Informe sobre Bancos del mes de Enero 2021. Disponible en http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/InfBanc_Anexo%2025032021.xlsx

CAFCI. Informes Mensuales sobre la Industria de FCI Abiertos. Disponibles en <https://www.cafci.org.ar/estadisticas.html>

FGS. Informes estadísticos. Disponibles en <http://fgs.anses.gob.ar/subseccion/informes-3>

Ministerio de Desarrollo Productivo. Informe sobre el Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina de Febrero 2021. Disponible en <https://www.argentina.gob.ar/obtener-una-garantia-por-parte-de-una-sociedad-de-garantia-reciproca-sgr>

Superintendencia de Seguros de la Nación. Informe sobre Créditos y Deudas al III Trim 2020. Disponible en <https://www.argentina.gob.ar/superintendencia-de-seguros/estadisticas/inversiones-creditos-y-deudas>

CAPÍTULO IV

Junio de 2021

RESUMEN DEL CAPÍTULO

- Una herramienta para el financiamiento de corto plazo que tradicionalmente ofrece el mercado de capitales son las letras de tesorería. Este instrumento se encuentra destinado a atender los desajustes estacionales y/o de carácter temporario entre recursos corrientes y gastos corrientes.
- Por artículo 48° de la Ley N° 12.510 se faculta al Poder Ejecutivo a emitir letras, pagarés o medios sucedáneos de pago cuyo reembolso se produzca dentro del ejercicio. Por Decreto 1663/2012 se aprueba la reglamentación de dicho artículo.
- En el caso que se prevea una emisión que supere el ejercicio financiero deberá requerirse autorización del Estado Nacional en el marco del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal, además de contar con autorización legislativa.
- Habiéndose obtenido las autorizaciones pertinentes, se procede a la confección de los documentos necesarios para llevar adelante la transacción.
- Las colocaciones de letras de corto plazo, con vencimiento de hasta 90 días, suelen ser estructuradas bajo la modalidad a descuento.
- Para el caso de letras de plazo de entre 90 y 180 días, la estructura más usual es la de emisión a la par, con cupón de interés y pago de capital íntegro al vencimiento.
- Para las letras de más de 180 días, se han observado distintas alternativas en el mercado. Por un lado, en ciertos casos se repite el esquema de emisión a la par con cupón de interés fijo o variable y pago de capital íntegro al vencimiento. En otros casos, algunos emisores han optado por estructurar instrumentos denominados “duales”.
- De cualquier modo, las estructuras que se observan en un momento determinado son respuesta a la coyuntura del mercado y responden conforme vaya evolucionando la demanda del público inversor.

- La garantía tradicionalmente presente en las emisiones de letras del tesoro de provincias es la cesión sobre recursos coparticipables. En el caso de los municipios se ha observado la instrumentación de garantías mediante la cesión de recursos propios, fácilmente individualizables. Aquellas provincias con regalías pueden a su vez valerse de las mismas a estos efectos.
- Las provincias recurren tradicionalmente a la emisión de títulos tanto en el mercado local como internacional como una opción de financiamiento de mediano y largo plazo, usualmente destinado a financiar programas de inversión pública.
- En la Provincia de Santa Fe, por artículo 60 de la Ley 12.510 se establece que el endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público se denomina deuda pública provincial, lo que incluye el caso de las letras de tesorería cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero.
- El paso inicial de una emisión de títulos consiste en la confección y aprobación de un Prospecto Preliminar. Asimismo, en caso de que se prevea una estructura de garantía, se deberá avanzar en la definición de los aspectos legales de la estructuración de la misma.
- Cumplimentados los requisitos en materia de autorizaciones, el paso posterior será la confección de los documentos de la transacción para la realización de la misma.
- Para el caso de emisión de títulos, las combinaciones de términos de referencia son en la práctica infinitas, y se encuentran sólo limitados por la coyuntura de mercado. Las estructuras más frecuentes y/o esperables en el contexto actual son las que contienen cláusula de ajuste CER, cupones de tasa variable más margen, o bien denominación en moneda extranjera.
- los gobiernos locales cuentan con importantes dificultades para lograr acceso a financiamiento. En general, sin perjuicio de contar o no con la potestad de endeudarse en virtud del régimen provincial, el acceso al financiamiento genuino se dificulta como consecuencia de un menor nivel de información respecto de sus cuentas fiscales, menor estandarización

de prácticas de administración fiscal, y deseconomías de escala para el caso de los municipios de menor envergadura.

- La utilización de financiamiento estructurado con aplicación a proyectos de inversión municipal los municipios pueden encontrar en este tipo de mecanismos la manera de brindar la seguridad requerida por los inversores institucionales a la vez de lograr las economías de escala requeridas para lograr un financiamiento eficiente en términos de costo.

INTRODUCCIÓN

La programación de la ejecución presupuestaria dentro de cada período se encuentra sujeta a estacionalidades tanto en la recaudación de impuestos como en la ejecución de los gastos. La atención de la inversión pública, las situaciones de necesidad extraordinaria y la propia administración eficiente de la deuda pública requieren de fuentes de financiamiento. Para todos estos destinos resulta sumamente útil contar con el desarrollo de todas las herramientas de financiamiento existentes, para poder tomar decisiones eficientes en forma oportuna.

Para los gobiernos subnacionales, desarrollar capacidades como emisores de instrumentos en el mercado de capitales local constituye una condición indispensable para que éste se transforme en una fuente de financiamiento estratégica, disponible cuando se necesite.

El presente informe propone desarrollar en detalle las alternativas más tradicionales de financiamiento de corto plazo y de largo plazo a través del mercado de capitales, particularmente en el mercado doméstico, a saber, la emisión de letras de tesorería, y la emisión de títulos de deuda.

En primer lugar, se desarrollan las características salientes a tener en cuenta en la estructuración de un Programa de Emisión de Letras del Tesoro. En dicho apartado se elabora un ejercicio de proyección y programación financiera para un Programa de Letras, de modo de ilustrar su funcionamiento. En segundo apartado se desarrollan las características y procedimientos más relevantes a la hora de encarar un proceso de emisión de Títulos Públicos. En este apartado se elaboran proyecciones financieras para cada uno de los bonos tipificados en esta sección.

En ambas secciones se incluye un diagrama del proceso completo a modo de resumen, y una ficha con las condiciones de emisión más relevantes.

Para el caso de las emisiones en el mercado local, tanto Letras como Títulos, es importante resaltar que en virtud de que los valores negociables emitidos por

entes públicos se encuentran fuera del marco de regulación de la Ley 26.831 de conformidad con lo previsto por la misma en su Artículo 83, no resultan aplicables a éstos las normas regulatorias de la CNV relativas a la Oferta Pública Primaria. Sin embargo, al no poder prescindirse de la información que resulta indispensable para difusión y conocimiento del público inversor, son de aplicación las pautas previstas en los reglamentos de los mercados en lo atinente a las modalidades de licitación y en los aspectos que resulten compatibles.

Finalmente, se elabora una serie de recomendaciones de alto nivel de modo de hacer aplicables estos instrumentos del mercado de capitales a emisores municipales.

SECCIÓN I - PROGRAMA DE LETRAS DE TESORERÍA

1. Generalidades

La herramienta para el financiamiento de corto plazo que tradicionalmente ofrece el mercado de capitales son las letras de tesorería. Este instrumento se encuentra destinado a atender los desajustes estacionales y/o de carácter temporario entre recursos corrientes y gastos corrientes⁶⁶.

Por artículo 48° de la Ley N° 12.510 se faculta al Poder Ejecutivo a emitir letras, pagarés o medios sucedáneos de pago cuyo reembolso se produzca dentro del ejercicio, hasta el monto que para operaciones de corto plazo fije anualmente la Ley de Presupuesto. Las operaciones que superen el ejercicio financiero sin ser reembolsadas, se consideran operaciones de crédito público y debe cumplirse con los requisitos previstos para tales operaciones.

Por tanto, la Provincia puede (i) emitir letras de tesorería con vencimiento dentro del ejercicio fiscal de emisión, en cuyo caso es necesario que las emisiones a llevarse a cabo estén expresamente contempladas en la ley de presupuesto de dicho ejercicio; o (ii) emitir letras del tesoro cuyo vencimiento supere el cierre del ejercicio fiscal de emisión, en cuyo caso, es necesaria la aprobación de dichas operaciones de endeudamiento por medio de una ley provincial o estar contempladas como endeudamiento en el presupuesto, y requerirá de la gestión de las autorizaciones de endeudamiento en el marco del Régimen de Responsabilidad Fiscal.

Por Decreto 1663/2012 se aprueba la reglamentación del artículo 48° de la Ley N° 12.510. Dicho Decreto establece que el Poder Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía, determinará los mecanismos y/o instrumentos financieros que juzgue más apropiados, a los efectos de llevar adelante las operaciones de financiamiento de corto plazo.

⁶⁶ Véase Informe de Avance N°2 “Sección I – Instrumentos de Corto Plazo – Letras del Tesoro”.

Es importante remarcar que la reglamentación dispone que el monto autorizado se afectará por el valor nominal en circulación. Así, queda obligado el Ministerio de Economía a través de la Secretaría de Finanzas, a llevar un registro que permita conocer en todo momento el monto en circulación de los instrumentos emitidos.

Por su parte, la reglamentación establece que, en la emisión de letras de tesorería, el Ministerio de Economía tendrá las siguientes funciones:

- Podrá solicitar la negociación y cotización de las letras en mercados locales o internacionales y disponer su liquidación y registro a través de las entidades que sean contratadas a tal efecto.
- Podrá celebrar los acuerdos y/o contratos que resulten necesarios para la implementación y seguimiento de las operaciones y contratar instituciones financieras para que actúen como organizadores, agentes colocadores, suscriptores y/o estructuradores, como agentes fiduciarios, de pago, de registro, de proceso, de información y/o de canje, firmas de asesores legales, firmas calificadoras de riesgo y casas de registro y compensación, así como de cualquier otro agente o firma que resulte necesario.
- Está plenamente autorizado a tramitar todo tipo de aprobación y autorización ante las distintas bolsas de comercio y mercados locales e internacionales necesarios para lograr la cotización de las letras.
- Deberá requerir las autorizaciones y aprobaciones ante autoridades regulatorias de los mercados de capitales y bancos centrales donde se pretenda ofrecer públicamente las mismas.

Sea en el marco de la Ley de Presupuesto o en el marco de una Ley específica, a efectos de llevar adelante la creación del Programa de Emisión el Ejecutivo Provincial podrá dictar un decreto. Dicho decreto establecería los términos y condiciones principales de las letras a ser emitidas bajo el Programa, y eventualmente delegaría la facultad para determinar la fecha y oportunidad de cada emisión, así como la facultad de determinar los términos y condiciones definitivos de cada una de las series y/o clases de letras del tesoro a emitirse bajo el Programa, las particularidades de la vinculación con los organizadores, colocadores y los demás entes intervinientes.

En esta instancia puede darse intervención a las Calificadoras de Riesgo para que una vez realizado su análisis puedan emitir los informes correspondientes, que son requisito indispensable para generar interés de la emisión en los inversores institucionales.

En conjunto con los organizadores y colocadores, y habiendo cumplimentado con los pasos formales previos, la Provincia se encuentra en esta instancia en condiciones de evaluar posibles estructuras financieras para la transacción, contemplando tanto sus necesidades de financiamiento como las condiciones imperantes en el mercado.

Si las condiciones preliminares son satisfactorias para la Provincia y factibles en el marco de las condiciones imperantes en el mercado, en el caso que se prevea una emisión que supere el ejercicio financiero deberá requerirse autorización del Estado Nacional en el marco del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal⁶⁷. Asimismo, la Provincia podrá realizar las gestiones necesarias a los efectos de que las Letras a ser emitidas bajo el Programa puedan ser adquiridas por las entidades financieras. Para ello, el Poder Ejecutivo deberá llevar a cabo una presentación ante el BCRA⁶⁸.

Habiéndose obtenido las autorizaciones pertinentes, se procede a la confección de los documentos necesarios para llevar adelante la transacción, tales como:

- Resolución de Emisión
- Aviso de Suscripción
- Pliego de Términos y Condiciones
- Documentos a presentar en Caja de Valores
- Documentos a presentar en las Bolsas y Mercados
- Modelo de Aviso de Resultado
- Modelo de Resolución de Cierre
- Notificaciones por emisión y por cesión de recursos en garantía, de corresponder

⁶⁷ Véase Informe de Avance N°1 sección “El Régimen vigente: Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno - Sobre el Procedimiento de Autorización de Endeudamiento”.

⁶⁸ Véase Informe de Avance N°1 sección “Disposiciones del Banco Central de la República Argentina - Limitaciones al financiamiento del SPNF”.

Una vez que la Provincia así lo decide, se dará inicio al proceso de licitación, colocación y emisión. Con toda la documentación necesaria y las autorizaciones obtenidas, se inicia el proceso de colocación con la firma de la Resolución de Emisión y la publicación del Aviso de Suscripción conteniendo los Términos y Condiciones de la misma. La publicación del Aviso dirigido a los inversores interesados da inicio a un período de difusión pública, que usualmente se encuentra establecido en un mínimo de tres (3) días hábiles de mercado, pero que puede ser extendido por el emisor o sus colocadores por el tiempo que ellos determinen. Durante el período de difusión la actividad de los colocadores se limita a la difusión al público inversor de la información respecto de la emisión en marcha. El Aviso de Suscripción comunica al público inversor que el emisor ofrece en suscripción las letras bajo el programa y especifica tanto las condiciones de emisión de las mismas (tales como el monto ofertado o rango de montos mínimo y/o máximo, la moneda de denominación, integración y pago de cupones de interés, descripción de la tasa de interés o remuneración aplicable, plazos y forma de amortización, ley y jurisdicción aplicable) como las cuestiones específicas respecto del proceso de licitación, incluyendo las fechas de inicio y finalización del período de colocación, la forma de integración y la fecha de liquidación de la emisión, y la variable a licitar (Precio / Tasa Fija / TIR / Margen).

La oferta puede constar de un tramo competitivo y de un tramo no competitivo. Las ofertas de suscripción presentadas bajo el tramo competitivo pueden tener un mínimo de monto a partir del cual resultan aceptables, e incluyen una manifestación respecto de margen o tasa solicitada. Las ofertas que se presentan bajo el tramo no competitivo pueden no tener un mínimo de monto (o un mínimo sustancialmente menor) y no deben especificar el valor para la variable a licitar. Estas ofertas resultarán eventualmente adjudicadas a la tasa o margen de corte que se resuelva para el total de la colocación. El sentido de esta división es permitir la participación de público inversor minorista o no calificado.

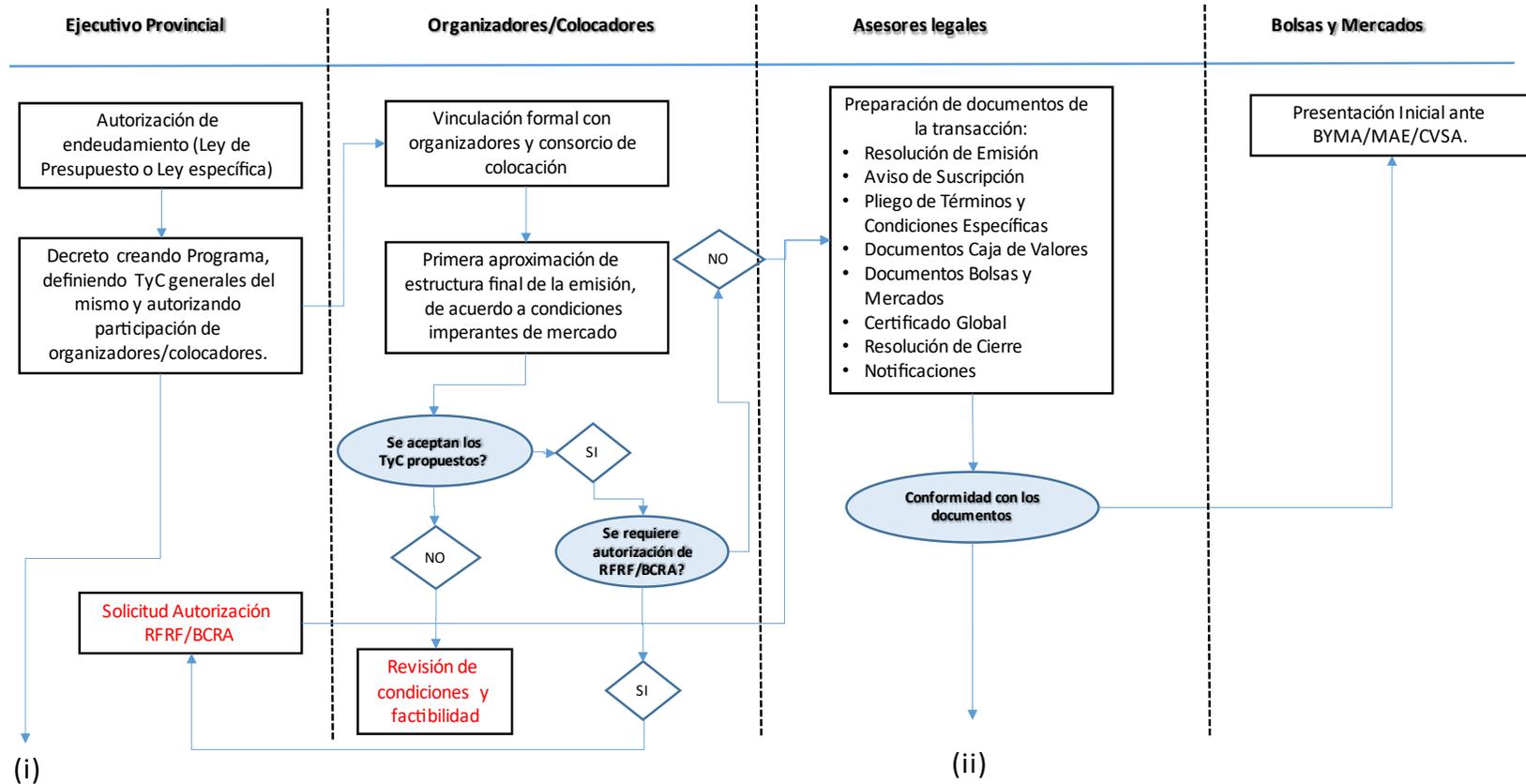
Durante el período de colocación, que para el caso de las letras suele limitarse dentro de un mismo día, los inversores interesados remitirán sus ofertas a través de los agentes participantes del mercado donde se realice la colocación,

indicando el monto (para el caso de tramos no competitivos) o indicando el monto y el valor de corte pretendido para la variable a licitar (para el caso de los tramos competitivos).

Al final de este proceso el emisor deberá establecer cuál es el valor de corte para la variable a licitar, y determinar en consecuencia el monto de la emisión. En el caso de que exista sobresuscripción al nivel determinado para el corte, esto es, que el monto total ofertado a dicha tasa o margen supere el monto máximo ofrecido, se realiza un prorrateo entre los oferentes adjudicados. Por el contrario, si las ofertas recibidas no satisfacen al emisor, éste puede declarar la colocación como desierta.

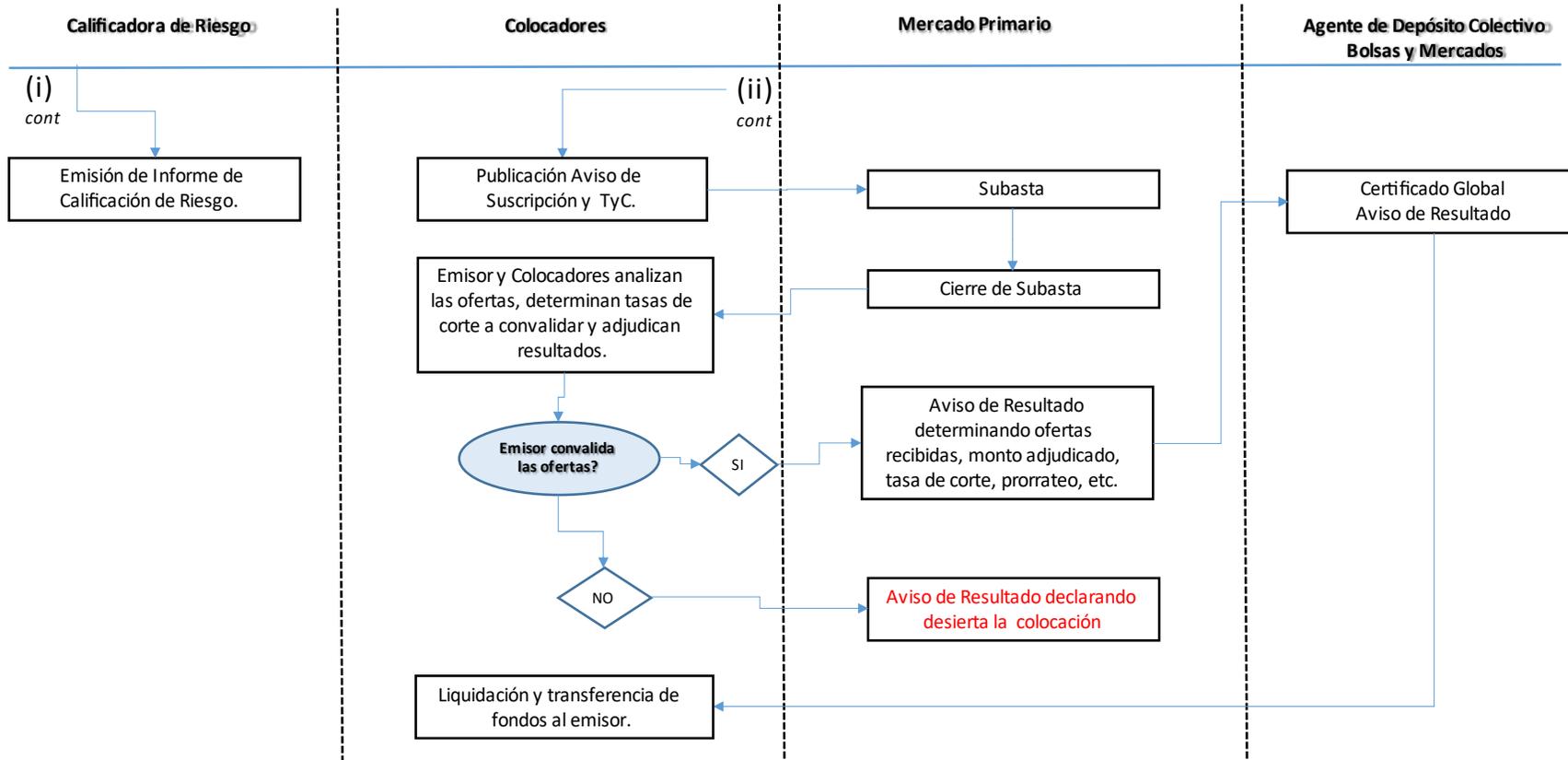
El emisor publica a través del colocador una vez adjudicada la colocación, el Aviso de Resultado, en el que se informa al público inversor el resultado de la colocación. Este documento detalla el monto total y la cantidad de las ofertas recibidas, el valor de corte de la variable a licitar a la que se adjudicaron las ofertas, el monto colocado y valor nominal emitido, el factor de prorrateo, las fechas de emisión, vencimiento y pago de servicios, los tipos de cambio y/o valores de CER iniciales de corresponder, así como cualquier otra información que complemente o modifique la indicada en el Aviso de Suscripción. El Aviso de Resultado será publicado de inmediato a través de los sistemas de información de los mercados intervinientes, y se procederá a realizar las adjudicaciones de las ofertas aceptadas para su posterior liquidación. La colocación se formaliza a través de la emisión por parte de la Provincia de la Resolución de Emisión.

2. Diagrama de proceso - Letras



Fuente: Elaboración Propia

Ilustración 9. Proceso de Emisión de Letras



Fuente: Elaboración Propia

Ilustración 10. Proceso de Emisión de Letras (cont.)

3. Ficha técnica - Letras

Las Letras del Tesoro constituyen un instrumento de financiamiento de corto plazo. Dependiendo del plazo efectivo del instrumento a emitir, el mismo suele asumir distintas características. A continuación, clasificaremos las características típicas de las colocaciones según su plazo. De todos modos, la clasificación no es taxativa, y elementos que usualmente se observan en un determinado plazo pueden ser encontrados en otro rango de plazos. Las estructuras y condiciones de los instrumentos son en gran medida determinados por la coyuntura de mercado, conforme evoluciona la demanda del público inversor.

Las colocaciones de más corto plazo, con vencimiento de hasta 90 días, suelen ser estructuradas como instrumentos a descuento. Al momento de emisión se licita el precio de suscripción o alternativamente una tasa de descuento. El inversor integra al inicio el valor nominal descontado, y al abonarse el capital íntegro al vencimiento, obtiene un rendimiento fijo.

Para el caso de letras de plazo de entre 90 y 180 días, la estructura más usual es la de emisión a la par, con cupón de interés y pago de capital íntegro al vencimiento. El cupón de interés puede ser a su vez una tasa fija a licitar, o un margen a licitar sobre una tasa variable, que normalmente es la BADLAR Bancos Privados publicada por BCRA.

Para las letras de más de 180 días, se han observado distintas alternativas en el mercado. Por un lado, en ciertos casos se repite el esquema de emisión a la par con cupón de interés fijo o variable y pago de capital íntegro al vencimiento. En otros casos, respondiendo al hecho de que las emisiones de instrumentos a plazos más largos se tornan más dificultosas en contextos de volatilidad, para evitar excesivo castigo sobre la tasa efectiva de emisión en un contexto de incertidumbre, algunos emisores han optado por estructurar instrumentos denominados “duales”. Los instrumentos duales incorporan en su cláusula de determinación de rendimiento, además de la determinación de un margen sobre tasa variable o similar, la promesa contingente de compensar al inversor en relación a alguna referencia. Las referencias que se observan son, o bien el

Coeficiente de Estabilización de Referencia para reflejar la evolución de la inflación minorista, o bien el Tipo de Cambio A3500 publicado por el BCRA para reflejar la evolución del tipo de cambio oficial. Así, las estructuras duales ofrecen rendimientos contingentes: garantizan un rendimiento mínimo, en función del margen o tasa de corte, y prometen un rendimiento adicional compensatorio, atado a la referencia que se trate (inflación o tipo de cambio), para el caso de que éste supere al primero.

La garantía tradicionalmente presente en las emisiones de letras del tesoro de provincias es la cesión sobre recursos coparticipables. En el caso de los municipios se ha observado la instrumentación de garantías mediante la cesión de recursos propios, fácilmente individualizables. Aquellas provincias con regalías pueden a su vez valerse de las mismas a estos efectos.

En todos los casos, contar con al menos una calificación de riesgo para el Programa e idealmente para el emisor se torna un elemento deseable, toda vez que resulta un requisito para que puedan participar de la colocación los inversores institucionales.

Tabla 20. Características Principales de las emisiones de Letras

	Corto Plazo	Mediano Plazo	Largo Plazo	
Instrumento	Letras del Tesoro a Descuento	Letras del Tesoro a tasa variable	Letras del Tesoro a tasa variable	Letras del Tesoro Duales
Plazo	Entre 30 y 90 días	Entre 90 y 180 días	Más de 180 días	Más de 180 días
Tasa de Referencia		Tasa Fija ó BADLAR Bancos Privados	Tasa Fija ó BADLAR Bancos Privados	Mayor valor entre BADLAR + Margen a Licitación o Capital ajustado por alguna referencia tales como: i. CER (CER Final/CER Inicial - 1) + tasa fija ii. Tipo de Cambio BCRA A3500 (TC Final / TC Inicial -1) + tasa fija
Intereses	Al vencimiento	Pago de interés intermedio	Pago de interés intermedio	Pago de interés intermedio
Amortización	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Monto	A definir	A definir	A definir	A definir
Precio de Suscripción	Licita Precio	100 %	100 %	100 %
Prorrateo	En caso de sobresuscripción al precio de corte	En caso de sobresuscripción a la tasa o margen de corte	En caso de sobresuscripción a la tasa o margen de corte	En caso de sobresuscripción al margen de corte
Garantía	Cesión de recursos propios y/o Coparticipación Federal de Impuestos	Cesión de recursos propios y/o Coparticipación Federal de Impuestos	Cesión de recursos propios y/o Coparticipación Federal de Impuestos	Cesión de recursos propios y/o Coparticipación Federal de Impuestos
Subasta/Adjudicación	Sistema de adjudicación holandés modificado de precio único	Subasta Holandesa, licitación de Margen sobre tasa de referencia	Subasta Holandesa, licitación de Margen sobre tasa de referencia	Subasta Holandesa Licitación de Margen sobre tasa de referencia
Calificación de Riesgo	Deseable	Deseable	Deseable	Deseable
Listado y Negociación	Bolsas y Mercados Autorizados			

Fuente: Elaboración Propia

4. Modelo de análisis financiero y proyecciones - Letras

A continuación, se elabora un ejercicio de proyección y programación financiera para un Programa de Letras. Los supuestos de proyección, elaborados al solo efecto ilustrativo, se enumeran a continuación:

- Monto de Emisión Total autorizado: \$7.000 Millones (Valor Nominal en Circulación)
- Autorización para que emisión supere ejercicio: Sí
- Cantidad de Series: 7 emisiones, una por mes desde junio a diciembre
- En cada oportunidad se emiten 3 clases:
 - Clase I: Plazo 30 días, a descuento.
 - Clase II: Plazo 90 días, a descuento
 - Clase III: Plazo 180 días, BADLAR + Margen con pago de interés trimestral
- A los efectos de la proyección, se establecen las siguientes tasas y márgenes de colocación:
 - Clase I: 35% TNA
 - Clase II: 37% TNA
 - Clase III: BADLAR + 5.00%
- Inicialmente se emiten \$1.000 M de Clase I, \$3.000 M de Clase II y 3.000 M de Clase III. Posteriormente, en cada oportunidad los montos de emisión son los máximos permitidos por el límite vigente.

Tabla 21. Supuestos Proyección Programa Letras

Emisión Total VN en Circ	7.000 millones
Cantidad Series	7
<u>Supuestos</u>	
En cada Serie se emiten:	Letras a 30d a Descuento
	Letras a 90d a Descuento
	Letras a 180d con cupón de interés BADLAR, trim
<hr/>	
Tasa de Descuento TNA para Clase I	35,00%
Tasa de Descuento TNA para Clase II	37,00%
Tasa de Interés TNA para Clase III	
BADLAR	34,1000%
Mg	5,0000%
Tasa Total TNA	<hr/> 39,1000%

Tabla 22. Proyecciones de Emisiones Serie I, II y III – en millones de pesos

		Días	0	30	60	90	120	150	180	210	240	270	271	272	273		
		Mes	jun-21	jul-21	ago-21	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22		
Serie I	Clase I	Emisión VN	1.000														
		Valor Efectivo Colocado	972														
		Amortización		1.000													
	Clase II	Emisión VN	3.000														
		Valor Efectivo Colocado	2.749														
		Amortización				3.000											
	Clase III	Emisión VN	3.000														
		Valor Efectivo Colocado	3.000														
		Amortización								3.000							
		Intereses				289											
Serie II	Clase I	Emisión VN		1.000													
		Valor Efectivo Colocado		972													
		Amortización			1.000												
	Clase II	Emisión VN															
		Valor Efectivo Colocado															
		Amortización															
	Clase III	Emisión VN															
		Valor Efectivo Colocado															
		Amortización															
		Intereses															
Serie III	Clase I	Emisión VN			1.000												
		Valor Efectivo Colocado			972												
		Amortización				1.000											
	Clase II	Emisión VN															
		Valor Efectivo Colocado															
		Amortización															
	Clase III	Emisión VN															
		Valor Efectivo Colocado															
		Amortización															
		Intereses															

Tabla 23. Proyecciones de Emisiones Serie IV, V, VI y VII – en millones de pesos

		Días	0	30	60	90	120	150	180	210	240	270	271	272	273	
		Mes	jun-21	jul-21	ago-21	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	
Serie IV	Clase I	Emisión VN				1.000										
		Valor Efectivo Colocado				972										
		Amortización						1.000								
	Clase II	Emisión VN				3.000										
		Valor Efectivo Colocado				2.749										
		Amortización								3.000						
	Clase III	Emisión VN				-										
		Valor Efectivo Colocado				-										
		Amortización														
		Intereses														
Serie V	Clase I	Emisión VN					1.000									
		Valor Efectivo Colocado					972									
		Amortización							1.000							
	Clase II	Emisión VN														
		Valor Efectivo Colocado														
		Amortización														
	Clase III	Emisión VN														
		Valor Efectivo Colocado														
		Amortización														
		Intereses														
Serie VI	Clase I	Emisión VN						1.000								
		Valor Efectivo Colocado						972								
		Amortización								1.000						
	Clase II	Emisión VN														
		Valor Efectivo Colocado														
		Amortización														
	Clase III	Emisión VN														
		Valor Efectivo Colocado														
		Amortización														
		Intereses														
Serie VII	Clase I	Emisión VN							1.000							
		Valor Efectivo Colocado							972							
		Amortización									1.000					
	Clase II	Emisión VN								3.000						
		Valor Efectivo Colocado								2.749						
		Amortización											3.000			
	Clase III	Emisión VN								3.000						
		Valor Efectivo Colocado								3.000						
		Amortización														3.000
		Intereses										289			289	

Tabla 24. Resumen Proyecciones Letras – en millones de pesos

	Días	0	30	60	90	120	150	180	210	240	270	271	272	273
	Mes	jun-21	jul-21	ago-21	sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22
TOTAL DEL MES	Emisión VN	7.000	1.000	1.000	4.000	1.000	1.000	7.000	-	-	-	-	-	-
	Valor Efectivo Colocado	6.721	972	972	3.721	972	972	6.721	-	-	-	-	-	-
	Amortización	-	1.000	1.000	4.000	1.000	1.000	7.000	1.000	-	3.000	-	-	3.000
	Intereses	-	-	-	289	-	-	289	-	-	289	-	-	289
Flujo Neto		6.721	(28)	(28)	(568)	(28)	(28)	(568)	(1.000)	-	(3.289)	-	-	(3.289)
VN en Circulación a fin de período		7.000	7.000	7.000	7.000	7.000	7.000	7.000	6.000	6.000	3.000	3.000	3.000	-

TIR 43,1%

SECCIÓN II - PROGRAMA DE EMISIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS

1. Generalidades

Las provincias recurren tradicionalmente a la emisión de títulos tanto en el mercado local como internacional como una opción de financiamiento de mediano y largo plazo, usualmente destinado a financiar programas de inversión pública⁶⁹.

En la Provincia de Santa Fe, por artículo 60 de la Ley 12.510 se establece que el endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público se denomina deuda pública provincial. Tanto a) la emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito, como b) la emisión y colocación de Letras de Tesorería y la emisión de pagarés u otros medios sucedáneos de pago, cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero, son operaciones comprendidas dentro de esta definición.

De este modo, tanto la emisión de títulos en el mercado como la emisión de Letras de Tesorería cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero, son considerados deuda pública provincial.

El Ministerio de Economía deberá otorgar la autorización inicial para realizar operaciones de crédito público, así como para dar inicio a trámites o gestiones en tal sentido. A su vez, las Jurisdicciones y Entidades de la Administración Provincial no pueden formalizar ninguna operación de crédito público que no esté contemplada en la Ley de Presupuesto del año respectivo o en una ley específica, salvo que se trate de operaciones de crédito público que el Poder Ejecutivo realice para reestructurar la deuda pública, excepción dispuesta por artículo 66 de la Ley 12.510.

En tal sentido, La Ley Anual de Presupuesto o la ley específica en su caso, debe indicar como mínimo, para las operaciones que autorice:

⁶⁹ Véase Informe de Avance N°2 “Sección II – Instrumentos de Largo Plazo – Títulos de Deuda Provinciales”.

-
- Tipo de deuda, discriminando en directa o indirecta, interna o externa;
 - Monto máximo autorizado para la operación;
 - Plazo mínimo de amortización;
 - Destino del financiamiento.

En el marco de estas disposiciones, a efectos de iniciar y llevar adelante una emisión de títulos, el Poder Legislativo deberá haber delegado por la misma Ley de creación del Programa de Emisión, las autorizaciones específicas al Poder Ejecutivo que pueden incluir a) determinar épocas, plazos, métodos y procedimientos de la colocación, oferta y emisión de los títulos de deuda; b) prorrogar la jurisdicción en favor de tribunales extranjeros, determinar leyes aplicables y emitir disposiciones similares para el caso de emisiones de títulos internacionales; c) contratar y celebrar los acuerdos y/o contratos necesarios para la implementación y seguimiento de las operaciones autorizadas; d) suscribir acuerdos con agentes fiduciarios, agentes de pago, agentes de información, agentes de custodia, agentes de registración y/o depósito colectivo; e) ceder en garantía recursos de jurisdicción provincial.

El paso inicial de una emisión de títulos consiste en la confección y aprobación de un Prospecto Preliminar. Este documento se elabora a los efectos de informar al público todos los aspectos relevantes para que pueda formarse una opinión respecto de la emisión. El prospecto incluye la descripción de los factores de riesgo que puedan afectar a los títulos, los términos y condiciones de los mismos, la descripción de las garantías con que cuentan de haberlas, los datos económicos del emisor, el destino de los fondos a obtener, la forma en la que se llevará adelante la colocación y distribución de los títulos y los agentes intervinientes en la colocación, así como todo otro aspecto relevante para la formación de opinión del potencial inversor. En el caso de que se tratara de un Programa de Emisión de Títulos Públicos que pudiera tener varias series y/o clases, usualmente se confeccionará un Prospecto de Programa con la información general y sobre éste, se confeccionarán Suplementos de Precio para cada una de las emisiones individuales. Asimismo, en caso de que se prevea una estructura de garantía, se deberá avanzar en la definición de los aspectos legales de la estructuración de la misma.

En conjunto con los organizadores y el consorcio de colocadores de existir, y habiendo cumplimentado con los pasos formales previos, el emisor se encuentra en esta instancia en condiciones de evaluar posibles estructuras financieras para la transacción, contemplando tanto sus necesidades de financiamiento como las condiciones imperantes en el mercado.

En esta instancia resulta necesario tramitar la correspondiente autorización del Estado Nacional en el marco del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal. Asimismo, la Provincia podrá realizar las gestiones necesarias a los efectos de que los títulos puedan ser adquiridos por las entidades financieras y así ampliar la base de inversores potenciales. Para ello, el Poder Ejecutivo deberá llevar a cabo una presentación formal ante el BCRA⁷⁰.

Con las definiciones sobre la posible estructura a ser ofrecida, puede darse intervención a las Calificadoras de Riesgo para que una vez realizado su análisis puedan emitir los informes correspondientes, requisito indispensable para generar interés de la emisión en los inversores institucionales.

Cumplimentados los requisitos en materia de autorizaciones, el paso posterior será la confección de los documentos de la transacción, los que incluyen:

- Norma que dispone la Emisión
- Prospecto de Programa definitivo y suplemento de precio de la emisión, o Prospecto Definitivo de la Emisión
- Aviso de Suscripción
- Pliego de Términos y Condiciones
- Documentos a presentar ante los Agentes de Depósito
- Documentos a presentar en Bolsas y Mercados
- Modelo de Aviso de Resultados
- Modelo de Norma que dispone la adjudicación y el Cierre
- Notificaciones por la emisión y por la cesión de recursos en garantía, de corresponder

Cuando la emisión se destina exclusivamente al mercado local, la colocación se realiza normalmente a través de los sistemas y bajo los estándares correspondientes a los mercados locales autorizados, tales como ByMA y MAE.

⁷⁰ Véase Informe de Avance N°1 sección “Disposiciones del Banco Central de la República Argentina - Limitaciones al financiamiento del SPNF”.

Asimismo, habitualmente se solicita el listado y negociación de los títulos en dichos mercados para su negociación secundaria⁷¹.

En esta instancia, al igual que para el caso de las Letras, se publica un Aviso de Suscripción. La publicación del Aviso dirigido a los inversores interesados da inicio a un período de difusión pública, que usualmente se encuentra establecido en un mínimo de tres (3) días hábiles de mercado, pero que puede ser extendido por el emisor o sus colocadores por el tiempo que ellos determinen. Durante el período de difusión la actividad de los colocadores se limita a la difusión de la información al público inversor.

El Aviso de Suscripción comunica al público inversor que el emisor ofrece en suscripción los títulos y especifica tanto las condiciones de emisión (tales como el monto ofertado o rango de montos con un mínimo y un máximo, la moneda de denominación, integración y pago de servicios, descripción de la tasa de interés o remuneración aplicable, plazos y forma de amortización, ley y jurisdicción aplicable) como las cuestiones específicas respecto del proceso de licitación, incluyendo las fechas de inicio y finalización del período de colocación, la forma de integración y la fecha de liquidación de la emisión, y especificando la variable a licitar (Precio / Tasa Fija / TIR / Margen).

Al igual que en el caso de las Letras, la oferta de títulos de deuda en el mercado local suele constar de un tramo competitivo y de un tramo no competitivo. Las ofertas de suscripción presentadas bajo el tramo competitivo incluyen una manifestación respecto de margen o tasa solicitada, mientras que las que se presentan bajo el tramo no competitivo no incluye dicha variable, y resultarán eventualmente adjudicadas a la tasa o margen de corte que se resuelva.

Cuando la emisión ha estado destinada a ser colocada en el exterior, las Provincias han emitido en ocasiones títulos bajo los formatos “Reg S” y “144A” previstos bajo la normativa de EEUU. Estas modalidades permiten al emisor emitir valores sin la necesidad de registrarlos ante la Securities and Exchange Commission de los EEUU, bajo la condición de que sólo pueden participar

⁷¹ Véase Informe de Avance N°1 Sección “Autorizaciones en bolsas y mercados para el listado y negociación de títulos públicos”.

inversores calificados, y que la transacción se encuentre registrada en mercados fuera de EE. UU. Esta modalidad ha permitido en el pasado reciente a los emisores de deuda subsoberana Argentina lograr acceso a una amplia gama de intermediarios financieros globales y ofrecer la emisión en los mercados de deuda internacionales, de similar manera que los grandes emisores corporativos.

En ocasiones, y particularmente en las colocaciones que tienen lugar en el exterior, las colocaciones de títulos de deuda suelen ser ofrecidos y adjudicados mediante el sistema denominado “*book-building*”. Bajo este sistema, el público inversor es invitado a presentar manifestaciones de interés, que luego son adjudicadas en base al volumen de la manifestación de interés del inversor, la competitividad de su indicación de rendimiento requerido, su interés en el perfil crediticio del emisor y sus antecedentes en cuanto al respaldo de operaciones similares. En el mercado local, en cambio, lo usual es operar mediante un mecanismo de ingreso de ofertas abiertas o cerradas.

En cualquier caso, durante el período de colocación los inversores interesados remitirán sus ofertas bajo las modalidades previstas. En el caso de los mercados locales, las ofertas se canalizarán a través de los agentes participantes del mercado donde se realice la colocación, indicando el monto (para el caso de tramos no competitivos) o indicando el monto y la tasa o el spread requerido (para el caso de los tramos competitivos).

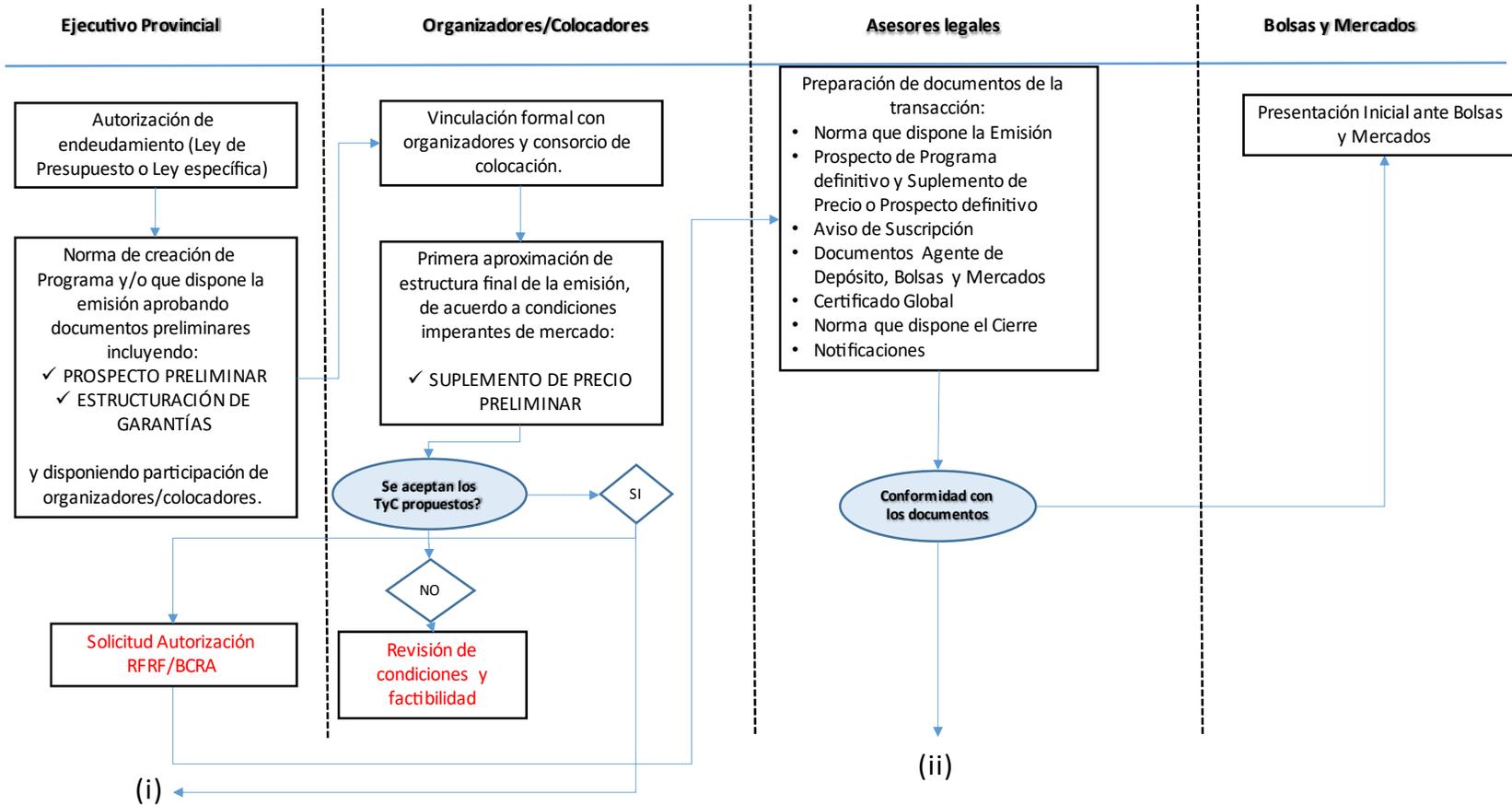
Al final de este proceso y dentro de los plazos previstos inicialmente, el emisor deberá establecer cuál es el valor de corte para la variable a licitar, y determinar en consecuencia el monto final a colocar. Si las ofertas recibidas no satisfacen al emisor, éste puede declarar la colocación como desierta.

El emisor publica a través del colocador una vez adjudicada la colocación el Aviso de Resultado, en el que se informa al público inversor el resultado de la colocación. Este documento detalla el monto total y la cantidad de las ofertas recibidas, el valor de corte de la variable a licitar a la que se adjudicaron las ofertas, el monto colocado y valor nominal emitido, el factor de prorratio, las fechas de emisión, vencimiento y pago de servicios, los tipos de cambio y/o valores de CER iniciales de corresponder, así como cualquier otra información

que complemente o modifique la indicada en el Aviso de Suscripción. El Aviso de Resultado será publicado de inmediato a través de los sistemas de información de los mercados intervinientes, y se procederá a realizar las adjudicaciones de las ofertas aceptadas para su posterior liquidación.

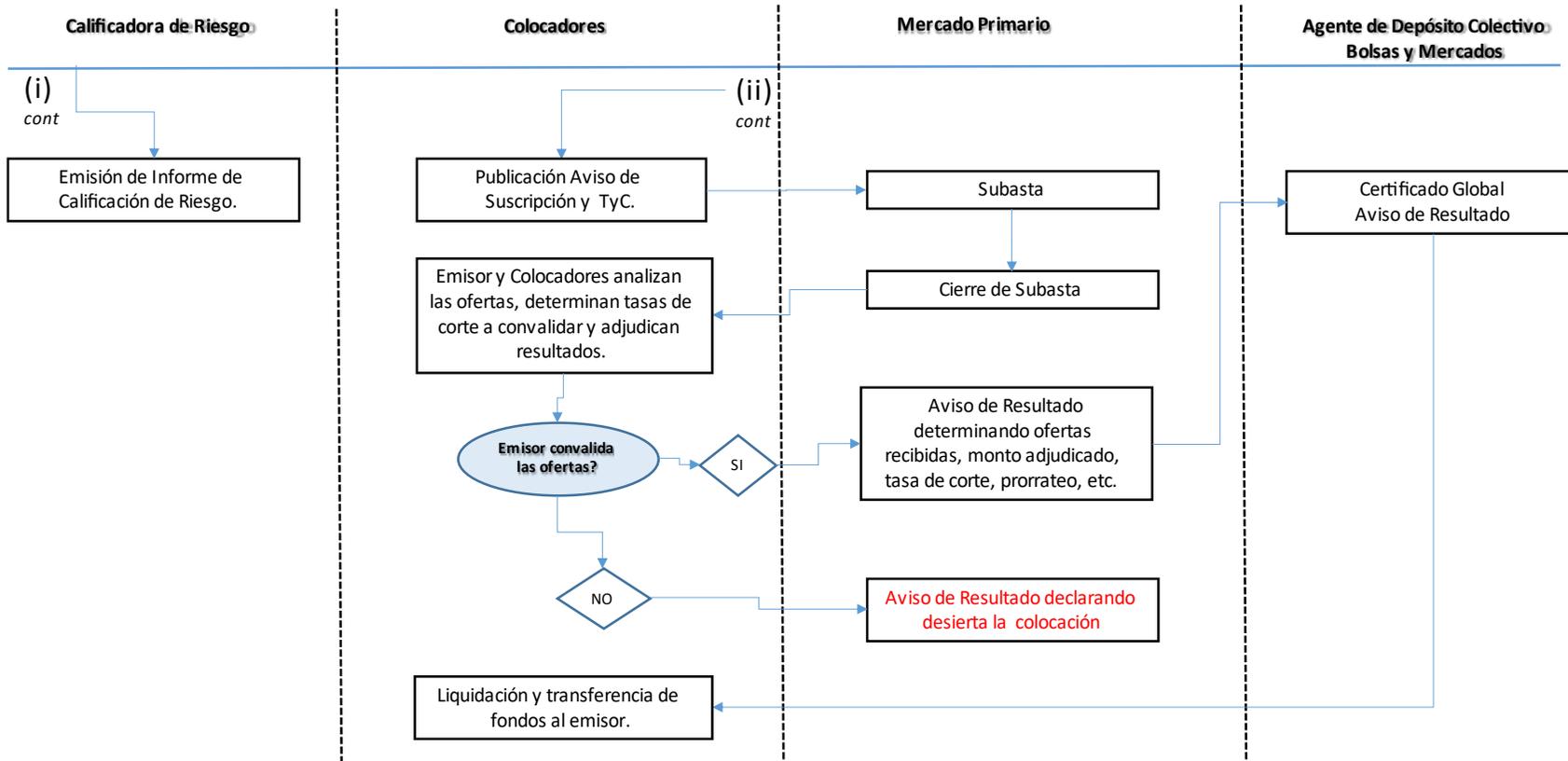
La decisión de colocación se formaliza a través de una norma, que usualmente consiste en una Resolución de rango ministerial en la que quedan establecidos los montos a emitir y el precio, tasa y/o spread de emisión y demás condiciones definitivas. Finalmente se procederá a realizar las adjudicaciones de las ofertas aceptadas para su posterior liquidación a través de los agentes y/o mercados intervinientes.

2. Diagramas de proceso - Títulos



Fuente: Elaboración Propia

Ilustración 11. Proceso de emisión Títulos



Fuente: Elaboración Propia

Ilustración 12. Proceso de emisión Títulos (cont.)

3. Ficha técnica - Títulos

Para el caso de emisión de títulos, las combinaciones de términos de referencia son en la práctica infinitas, y se encuentran sólo limitados por la coyuntura de mercado. Así, en ciertos momentos se hacen frecuentes las emisiones en pesos, mientras que en otros momentos se hacen frecuentes las emisiones en dólares. En periodos de alta volatilidad o de mayor incertidumbre macroeconómica, las emisiones de títulos se hacen menos frecuentes. El financiamiento de mediano plazo para las provincias fue prácticamente inexistente durante 2020 y lo que va de 2021, en un contexto con múltiples factores adversos.

No obstante, a efectos de esquematizar las alternativas más esperables, a continuación, en la Tabla 6 y en la Tabla 7, exponemos algunas combinaciones posibles de estructuras, tanto denominadas en pesos como denominadas en moneda extranjera respectivamente.

En primera instancia en Tabla 6 se expone la alternativa de estructuración de títulos con ajuste CER. En virtud de la aprobación del Consenso Fiscal 2020, a partir del 31 de diciembre de 2020 y por el plazo de 1 año, las operaciones de emisión de títulos públicos en moneda nacional de las Provincias, cuyo vencimiento sea superior o igual a los 18 meses desde su fecha de emisión, estarán exceptuadas de lo establecido en los artículos 7° y 10° de la Ley 23.928. La referida Ley es la de Convertibilidad del Austral, que en los artículos nombrados dispone a) que el deudor de una obligación de dar una suma determinada de pesos cumple su obligación dando el día de su vencimiento la cantidad nominalmente expresada, y b) que no se admiten actualización monetaria, indexación por precios, variación de costos o repotenciación de deudas y quedan derogadas las normas legales o reglamentarias que establecen o autorizan la indexación por precios, actualización monetaria, variación de costos o cualquier otra forma de repotenciación de las deudas, impuestos, precios o tarifas de los bienes, obras o servicios.

Si bien no se registran en el mercado operaciones sobre títulos provinciales con ajuste por inflación, es esperable que, de darse este tipo de estructuras, se siga el estándar establecido por los títulos de deuda del Tesoro Nacional con ajuste

CER. Estos títulos suelen tener pagos periódicos de interés determinado por una tasa fija sobre el capital ajustado y poseen amortización al vencimiento.

En segundo lugar, se expone la estructura de emisión de títulos más usual y de la cual existen títulos en circulación actualmente, esto es, con cupón de interés variable determinado por una tasa de referencia -normalmente BADLAR Bancos Privados- más un margen. Estos bonos suelen tener pagos periódicos de interés determinado por una tasa fija sobre el capital ajustado, y poseen amortización al vencimiento. En algunas oportunidades se han observado emisiones que establecen pisos y/o techos de tasa por un período determinado, aunque no es lo más usual en los títulos de mayor circulación.

Finalmente, siguiendo la experiencia del mercado de Letras, exponemos la alternativa de estructuración de títulos bajo la modalidad “dual”, sea incorporando un ajuste contingente en referencia al índice CER, sea incorporando un ajuste contingente en referencia al Tipo de Cambio A3500.

Asimismo, a partir del 31 de diciembre de 2020 y por el plazo de 1 año, en virtud de la aprobación del Consenso Fiscal 2020 las Provincias se comprometen a no incrementar el stock de deuda denominada en moneda extranjera respecto a los valores registrados a dicha fecha, salvo que se trate de operaciones que impliquen administración de pasivos y/o canjes y/o reestructuraciones de los servicios de intereses y/o amortizaciones de capital de títulos denominados en moneda extranjera emitidos con anterioridad.

Tanto por el compromiso citado supra, como por el contexto de mercado, una emisión denominada en moneda extranjera tendría lugar únicamente en una transacción con destino a la refinanciación de pasivos.

Aún en este marco restringido para las operaciones en moneda extranjera, y según se expone en la Tabla 7, resulta importante distinguir entre los títulos denominados en moneda extranjera pero pagaderos en pesos (“Dollar-Linked”) de aquellos títulos denominados y pagaderos en dólares (“Hard-Dollar”). En los primeros el funcionamiento práctico es el de un título pagadero en pesos cuyo capital es ajustado en función de la evolución del tipo de cambio. En los segundos, por el contrario, la moneda de servicio de interés y capital es la propia

moneda extranjera. La diferencia sería trivial en un contexto de convertibilidad monetaria plena, pero en un contexto de restricciones al acceso al mercado de cambios, esta diferencia se torna en extremo relevante, toda vez que la posibilidad de que el emisor honre sus compromisos en tiempo y forma depende de la posibilidad de éste de acceder al mercado de cambios.

Tabla 25. Características Principales de las emisiones de Títulos en ARS

Instrumento	Títulos Públicos Ajustado por CER	Títulos Públicos a Tasa Variable	Títulos Públicos Duales
Plazo	Más de 18 meses	Corto/Mediano/Largo	Corto/Mediano/Largo
Tasa de Referencia	N/A	BADLAR Bancos Privados	BADLAR Bancos Privados
Tasa de Interés	Tasa Fija	BADLAR Bancos Privados + Margen	BADLAR Bancos Privados + Margen, más intereses compensatorios de corresponder.
Piso/Techo sobre intereses (Floor/Cap)	N/A	Puede aplicar	N/A
Intereses	Trimestrales ó Semestrales ó al Vencimiento	Trimestrales ó Semestrales	Trimestrales ó Semestrales
Intereses Compensatorios	N/A	N/A	Exceso entre BADLAR + Margen a Licitación y Capital ajustado por alguna referencia tal como: i. CER (CER Final/CER Inicial - 1) + tasa fija ii. Tipo de Cambio BCRA A3500 (TC Final / TC Inicial -1) + tasa fija
Amortización	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Trimestral/Semestral/Al Vencimiento
Ajuste de Capital	El saldo de capital será ajustado conforme a la evolución del índice CER entre la fecha de emisión y la fecha de vencimiento del servicio de interés o amortización de capital.	N/A	Para pago de intereses compensatorios, de corresponder
Precio de Suscripción	100% o A Descuento	100 %	100 %
Licita	Tasa o Precio	Margen	Margen
Garantía	Cesión de Recursos Propios o Coparticipación Federal de Impuestos	Cesión de Recursos Propios o Coparticipación Federal de Impuestos	Cesión de Recursos Propios o Coparticipación Federal de Impuestos
Subasta/Adjudicación	Subasta Holandesa, licitación de precio	Subasta Holandesa, licitación de Margen sobre tasa de referencia	Subasta Holandesa Licitación de Margen sobre tasa de referencia
Calificación de Riesgo	Necesaria (1/2 calificaciones independientes)	Necesaria (1/2 calificaciones independientes)	Necesaria (1/2 calificaciones independientes)
Listado y Negociación	Bolsas y Mercados Autorizados	Bolsas y Mercados Autorizados	Bolsas y Mercados Autorizados

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 26. Características Principales de las emisiones de títulos en Moneda Extranjera

Instrumento	Títulos Públicos Tasa Fija (Dollar Linked)	Títulos Públicos Tasa Fija (Dólar)
Plazo	2- 4 años	2- 4 años
Moneda Emisión	Dólar	Dólar
Moneda de Integración y Pago	Pesos al tipo de cambio	Dólar
Tipo de Cambio Aplicable	Comunicación 3500	N/A
Tasa de Interés	Tasa Fija	Tasa Fija
Pago Intereses	Trimestrales/Semestrales	Trimestrales/Semestrales
Amortización	Trimestrales/Semestrales/Al Vencimiento	Trimestrales/Semestrales/Al Vencimiento
Precio de Suscripción	100 %	100 %
Licita	Tasa	Tasa
Garantía	Cesión de Recursos Propios o Coparticipación Federal de Impuestos	Locales: Cesión de Recursos Propios o Coparticipación Federal de Impuestos (Locales) Internacionales: Sin Garantía ó Cesión de Recursos Propios mediante estructura
Subasta/Adjudicación	Subasta Holandesa, licitación de tasa fija	Subasta Holandesa, licitación de tasa fija
Calificación de Riesgo	Necesaria (Una o dos calificaciones independientes)	Necesaria (Una o dos calificaciones independientes)
Listado y Negociación	Bolsas y Mercados Autorizados	Bolsas y Mercados Autorizados ó Mercado Internacional (Reg S – 144 A)

Fuente: Elaboración Propia

4. Modelo de análisis financiero y proyecciones – Títulos

A continuación, se exponen a modo ilustrativo, proyecciones financieras para cada uno de estos tipos de bonos. Todas las proyecciones se realizan para un monto equivalente a 100 de valor nominal original.

Bono CER a 18 meses

El CER es un coeficiente de estabilización de referencia introducido por el Decreto N° 214/2002. El CER es publicado mensualmente por el Banco Central de la República Argentina, siguiendo las pautas establecidas por el Ministerio de Economía en la Resolución N° 47/2002. El coeficiente refleja la variación diaria de la evolución mensual del índice de precios al consumidor publicado por el INDEC. Concretamente, el CER se construye en base a la tasa media geométrica calculada sobre la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del mes anterior.

A efectos de elaborar una proyección de vencimientos para un bono CER, es necesario plantear un escenario de evolución del Índice de Precios al Consumidor, que da origen a una proyección de este coeficiente. A tal efecto y para este ejercicio proyectamos el IPC en función del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA para el mes de mayo de 2021, como se expone en la Tabla 8.

Tabla 27. Supuestos IPC para proyección CER

<u>Supuestos IPC</u>			
Mes	Inflación Mensual	IPC	Fuente
abr-21		441,9 dato	
may-21	3,37%	456,8 dato	
jun-21	3,05%	470,7 proyección	
jul-21	3,05%	485,0	
ago-21	3,05%	499,8	
sep-21	3,05%	515,0	
oct-21	3,05%	530,7	
nov-21	3,05%	546,9	
dic-21	3,05%	563,6	
ene-22	3,05%	580,7	
feb-22	3,05%	598,4	
mar-22	3,05%	616,7	
abr-22	3,05%	635,4	
may-22	3,05%	654,8	
jun-22	2,70%	672,5	
jul-22	2,70%	690,6	
ago-22	2,70%	709,3	
sep-22	2,70%	728,4	
oct-22	2,70%	748,1	
nov-22	2,70%	768,3	
dic-22	2,70%	789,0	

Fuente: Elaboración Propia en base a BCRA

Supondremos una emisión de un Bono con ajuste CER con plazo de 18 meses, cupón de renta de 2% anual con pagos semestrales y amortización al vencimiento. El resultado se expone en la Tabla 9.

Tabla 28. Proyección Bono CER 18 meses

FECHA EMISION	10/6/2021
FECHA VENCIMIENTO	10/12/2022
FECHA INICIO CER	31/5/2021
VALOR INICIO CER	31,0354
CUPÓN ANUAL	2,00%

Fecha	FLUJO DE FONDOS					
	Renta	Amortización	Total	CER APLICABLE	FACTOR	Total Actualizado
10/6/2021			-100,00	31,04		-100,00
10/12/2021	1,00		1,00	37,36	1,20	1,20
10/6/2022	1,00		1,00	44,56	1,44	1,44
10/12/2022	1,00	100,00	101,00	52,40	1,69	170,53

TIR **44,62%**

Bono BADLAR 24 meses

A efectos de elaborar una proyección de vencimientos para un bono BADLAR, es necesario plantear un escenario de evolución de dicha tasa. A tal efecto proyectamos BADLAR en función del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA para el mes de mayo de 2021, como se expone en la Tabla 10.

Tabla 29. Supuestos BADLAR para Proyección Bono Tasa Variable

<u>Supuestos BADLAR</u>		
<i>Mes</i>	<i>BADLAR</i>	<i>Fuente</i>
may-21	34,12%	dato
jun-21	34,10%	proyección s/ REM
jul-21	34,10%	proyección s/ REM
ago-21	34,12%	proyección s/ REM
sep-21	34,20%	proyección s/ REM
oct-21	34,45%	proyección s/ REM
nov-21	34,55%	proyección s/ REM
dic-21	35,40%	proyección s/ REM
ene-22	35,40%	proyección s/ REM
feb-22	35,40%	proyección s/ REM
mar-22	35,40%	proyección s/ REM
abr-22	35,40%	proyección s/ REM
may-22	35,40%	proyección s/ REM
jun-22	34,20%	proyección s/ REM
jul-22	34,20%	proyección s/ REM
ago-22	34,20%	proyección s/ REM
sep-22	34,20%	proyección s/ REM
oct-22	34,20%	proyección s/ REM
nov-22	34,20%	proyección s/ REM
dic-22	34,20%	proyección s/ REM
ene-23	34,20%	proyección s/ REM
feb-23	34,20%	proyección s/ REM
mar-23	34,20%	proyección s/ REM
abr-23	34,20%	proyección s/ REM
may-23	34,20%	proyección s/ REM
jun-23	34,20%	proyección s/ REM

Fuente: Elaboración Propia en base a BCRA

Suponemos una emisión de un Bono a tasa variable BADLAR más un margen de 4% con pagos semestrales, plazo de 24 meses y amortización al vencimiento. El resultado se expone en la Tabla 11.

Tabla 30. Proyección Bono BADLAR 24 meses

FECHA EMISION	10/6/2021
FECHA VENCIMIENTO	10/6/2023
MARGEN SOBRE BADLAR	4,00%

Fecha	BADLAR	Margen	Tasa Aplicable	Renta	Amortización	Total
10/6/2021						-100,00
10/12/2021	35,40%	4,00%	39,40%	19,75		19,75
10/6/2022	34,20%	4,00%	38,20%	19,05		19,05
10/12/2022	34,20%	4,00%	38,20%	19,15		19,15
10/6/2023	34,20%	4,00%	38,20%	19,05	100,00	119,05
TIR						42,31%

Bono Dollar Linked a 18 meses

A efectos de elaborar una proyección de vencimientos para un bono denominado en moneda extranjera, es necesario plantear un escenario de evolución del tipo de cambio. A tal efecto proyectamos el Tipo de Cambio A3500 en función del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA para el mes de mayo de 2021, como se expone en la Tabla 12.

Tabla 31. Supuestos Tipo de Cambio para Bono Dollar Linked

Supuestos TC A3500

Mes	TC A3500	Fuente
may-21		dato
jun-21	95,81	proyección s/ REM
jul-21	97,60	proyección s/ REM
ago-21	99,07	proyección s/ REM
sep-21	101,03	proyección s/ REM
oct-21	103,40	proyección s/ REM
nov-21	105,76	proyección s/ REM
dic-21	110,23	proyección s/ REM
ene-22	113,79	proyección s/ REM
feb-22	117,34	proyección s/ REM
mar-22	120,89	proyección s/ REM
abr-22	124,45	proyección s/ REM
may-22	128,00	proyección s/ REM
jun-22	131,96	proyección s/ REM
jul-22	135,92	proyección s/ REM
ago-22	139,88	proyección s/ REM
sep-22	143,84	proyección s/ REM
oct-22	147,79	proyección s/ REM
nov-22	151,75	proyección s/ REM
dic-22	155,71	proyección s/ REM

Fuente: Elaboración Propia en base a BCRA

Suponemos una emisión de un Bono Dollar Linked con un cupón de intereses del 2% anual y pagos semestrales, con plazo de 18 meses y amortización al vencimiento. El resultado se expone en la Tabla 13.

Tabla 32. Proyección Bono Dollar Linked 18 meses

FECHA EMISION		10/6/2021			
FECHA VENCIMIENTO		10/12/2022			
CUPÓN ANUAL		2,00%			
Fecha	Renta	FLUJO DE FONDOS			
		EN USD		EN ARS PROYECTADO	
		Amortización	Total	TC APLICABLE	Total en ARS
10/6/2021			-100,00	95,81	-9.580,94
10/12/2021	1,00		1,00	110,23	110,23
10/6/2022	1,00		1,00	131,96	131,96
10/12/2022	1,00	100,00	101,00	155,71	15.726,97
TIR					40,94%

SECCIÓN III - FINANCIAMIENTO MUNICIPAL

Por artículo 9 de la Ley 2.756 Orgánica de las Municipalidades, las Municipalidades no podrán contraer empréstitos dentro o fuera de la República (...) sin autorización especial de las Honorables Cámaras Legislativas. Por su parte, las ordenanzas pertinentes deberán autorizarse por las dos terceras partes de votos de la totalidad de miembros electos del respectivo Concejo Municipal y siempre con sujeción estricta a las condiciones fijadas por la Constitución de la Provincia.

Por artículo 39 de la misma Ley, se establece que forma parte de las atribuciones y deberes de los Concejos Municipales autorizar con dos tercios de votos de la totalidad de sus miembros al Departamento Ejecutivo para contraer empréstito de dinero, con sus límites.

Así, los municipios de la Provincia de Santa Fe tienen de algún modo restringido el acceso al financiamiento de largo plazo, salvo autorización legislativa explícita.

En el caso del financiamiento de corto plazo, la Municipalidad de Rosario ha realizado recientemente emisiones de Letras de Tesorería, siguiendo los pasos de algunos pocos municipios argentinos que han incurrido en este tipo de financiamiento. La Ordenanza Municipal 10.027/2019 dispone la creación de un “Programa de Financiamiento de Corto Plazo” mediante la emisión de Letras del Tesoro de hasta el dos por ciento del stock anual de recursos de libre disponibilidad aprobados por Ordenanza de Presupuesto.

Más allá de este caso individual, los gobiernos locales cuentan con importantes dificultades para lograr acceso a financiamiento. En general, sin perjuicio de contar o no con la potestad de endeudarse en virtud del régimen provincial, el acceso al financiamiento genuino se dificulta como consecuencia de un menor nivel de información respecto de sus cuentas fiscales, menor estandarización de prácticas de administración fiscal, y deseconomías de escala para el caso de los municipios de menor envergadura.

En este sentido, sería conveniente analizar el desarrollo de alternativas de financiamiento impulsadas desde el gobierno provincial, con afectación a proyectos de inversión pública, bajo la forma de financiamiento estructurado.

Se habla de financiamiento estructurado cuando se recurre a técnicas de ingeniería financiera para dar respuesta a requisitos específicos en términos de fondeo, liquidez, y riesgo, que no pueden ser estricta o eficientemente suplidos por instrumentos tradicionales⁷².

La utilización de financiamiento estructurado con aplicación a proyectos de inversión municipal se refiere a la estructuración de financiamiento de una unidad económica específica o “vehículo” en la que un inversor está satisfecho de considerar inicialmente los flujos de efectivo y las ganancias de esa unidad económica y de ese proyecto, afianzado con flujos de recursos generados por el o los municipios involucrados en el proyecto y por el proyecto en sí.

Mediante la cesión de recursos propios, o mediante la estructuración de garantías en base a los recursos coparticipables, los municipios pueden encontrar en este tipo de mecanismos la manera de brindar la seguridad requerida por los inversores institucionales a efectos de convalidar costos de financiamiento que resulten económicamente viables.

Por otro lado, la sindicación de dos o más municipios para ser beneficiarios del financiamiento puede ser la manera de lograr las economías de escala y la “masa crítica” requerida por las operaciones del mercado de capitales.

Para mitigar el riesgo de que los flujos generados por el proyecto no sean suficientes para el pago, se puede adicionar a la misma ciertas mejoras crediticias en la forma de garantías adicionales, tales como una cesión sobre un recurso o un gravamen sobre un bien de propiedad del o de los emisores.

⁷² FABOZZI, F., DAVIS, H., CHOUDHRY, M. (2006). Véase Informe de Avance N°2 “Sección II – Instrumentos de Largo Plazo – Financiamiento Estructurado y Project Finance”.

Existen experiencias a nivel municipal⁷³ de emisión de fideicomisos financieros para financiar obras de infraestructura, en los cuales el activo subyacente es un tributo o cargo específico que es cedido a la estructura, y que sirve para garantizar el repago de los servicios de deuda de los valores de deuda fiduciaria. Estas experiencias, si bien novedosas y exitosas en su objetivo de lograr financiamiento de mercado, no están exentas de las limitaciones mencionadas.

Una alternativa sería evaluar esquemas de financiamiento mediante “pools” o de “financiamiento mancomunado”. Este tipo de esquemas busca crear economías de escala reduciendo los costos para los emisores de bonos y diversificando riesgos para los inversores. A nivel genérico, bajo un esquema de financiamiento mancomunado se crea una entidad de propósito especial, que podría tomar la forma de un fideicomiso. Esta entidad emitiría títulos de deuda que serían adquiridos por inversores. Los ingresos del bono son distribuidos por el administrador fiduciario a los municipios integrantes del pool, que utilizan los fondos para varios proyectos. Los municipios integrantes a su vez comprometen ciertos flujos de ingresos, que también son administrados por el fiduciario. Estos fondos sirven de garantía y respaldo para la estructura.

En este sentido, la Provincia puede asumir el rol de coordinación, aportar los recursos técnicos necesarios, priorizar proyectos y proveer de las condiciones necesarias para que los gobiernos locales logren acceder a financiamiento de mercado.

⁷³ Fideicomiso Financiero Municipalidad de Río Cuarto Serie I y Serie II es el caso paradigmático. El Municipio creó un Fondo de Obras Públicas, una sobretasa sobre tributos municipales, cuya recaudación fue objeto de cesión al fideicomiso financiero. El fideicomiso financiero emitió Valores Representativos de Deuda adquiridos por inversores. El producido de la colocación se destinó a un conjunto de obras de infraestructura. Los servicios de interés y amortización del VRD estaban así respaldados por el activo subyacente.

BIBLIOGRAFÍA

- COSENTINO, A., ISASA, M., & HANG, G., (2018) El financiamiento de los gobiernos subnacionales. Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública. Disponible en <https://docs.asap.org.ar/public/doc/El%20financiamiento%20de%20los%20gobiernos%20sub-nacionales>
- DOPAZO, R. (2013). La emisión de los bonos municipales: Una alternativa financiera para los gobiernos locales argentinos. VII Jornadas de Jóvenes Investigadores. Instituto de Investigaciones Gino Germani, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires.
- DUMRAUF, G. L. (2004). Cálculo Financiero Aplicado, un enfoque profesional. 1° Ed. Buenos Aires. La Ley.
- FABOZZI, F., DAVIS, H., CHOUDHRY, M. (2006). Introduction to Structures Finance. Wiley.
- FABOZZI, F. (2009) Institutional Investment Management. Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications. Wiley.
- MAE - Reglamento de Colocación Primaria de Valores Negociables. Disponible en https://www.mae.com.ar/themes/custom/mae_theme/files/GUIA_01_Colocaci%C3%B3n_Primary_27112019.pdf
- MAGINN, J et al. (2007). Managing Investment Portfolios Workbook, a Dynamic Process. 3rd Ed. Wiley.

CAPITULO V

CONCLUSIONES FINALES

A lo largo del presente Trabajo se llevó adelante un relevamiento del marco normativo vigente a nivel nacional en relación al crédito público de las Provincias y Municipios, y un relevamiento del marco normativo vigente a nivel provincial en relación al uso del crédito de corto y largo plazo, particularmente en relación a las normas que afectan el proceso de emisión y/o instrumentación de operaciones de mercado. A efectos de identificar los elementos salientes de a coyuntura imperante en el mercado, se realizó un estudio preliminar de coyuntura respecto de la evolución reciente y el estado del mercado de deuda subsoberana en la Argentina.

El recorrido, primero por todo el andamiaje jurídico-institucional que condiciona la obtención de financiamiento, y segundo por la realidad imperante en el mercado, con un Estado Nacional reestructurando deuda interna y externa y Provincias en procesos de renegociación de pasivos con final diverso, dio cuenta cabal de la coyuntura y complejidad del escenario.

En una segunda instancia, nos propusimos analizar las alternativas de financiamiento a través del mercado de capitales, particularmente en el mercado doméstico para la Provincia de Santa Fe. Se realizó un análisis sobre los instrumentos de financiamiento de mercado más relevantes utilizados por las jurisdicciones subnacionales, sus características, las posibilidades y alternativas que presenta cada uno, la identificación de sus principales limitaciones, el uso de garantías en cada uno de ellos, así como el destino de financiamiento para el que cada uno de ellos resulta más idóneo, con un apartado especial dedicado a las aplicaciones de los mismos a nivel municipal. Esta instancia nos permitió reconocer la amplia diversidad de instrumentos disponibles que se ofrecen, aún en un contexto de escaso desarrollo del mercado de capitales como mecanismo de asignación de recursos.

Desde el lado de la demanda pudimos analizar, en la tercera instancia, en las políticas de inversión de los principales actores del mercado. La normativa que los regula, y las características de sus políticas de inversión, en función de su

perfil y caracteres idiosincráticos, determinan el comportamiento de la demanda por activos financieros.

El desarrollo de relaciones de largo plazo con los inversores institucionales, el conocimiento de las necesidades y especificidades de cada uno de ellos, el conocimiento respecto de los procedimientos y las características de cada instrumento, y el desarrollo de capacidad de análisis de la coyuntura de un mercado dinámico, resultan de importancia estratégica para cualquier emisor subsoberano interesado en desarrollar una presencia en los mercados con perspectiva de largo plazo. Esperamos haber contribuido en este sentido.