

EL FINANCIAMIENTO DE LA INFRAESTRUCTURA COMO ASSET CLASS

1

temas

- Infraestructura: Inversion y Brecha
- Características de la inversion en infraestructura
- Vehiculos vigentes para el financiamiento de obras de infraestructura
- Nuevas estrategias o politicas publicas para reducir obstaculos a la inversion privada en infraestructura
- Criterios de financiamiento según tipo, etapa y tamaño de obra
- Fondo de inversión público para la infraestructura (FIPA)
- Factores claves adicionales que podrian potenciar la propuesta de financiamiento de obras de infraestructura
- Diseño de borradores de los cuerpos normativos



Macroeconomía

autor Área de Pensamiento Estratégico

EL FINANCIAMIENTO DE LA INFRAESTRUCTURA COMO ACTIVO DE CLASE

Problemas Reales y Soluciones Posibles

Serie 37

ÁREA DE
PENSAMIENTO
ESTRATÉGICO



CÁMARA ARGENTINA
DE LA CONSTRUCCIÓN

EL FINANCIAMIENTO DE LA INFRAESTRUCTURA COMO ACTIVO DE CLASE
Cámara Argentina de la Construcción



autor Área de Pensamiento Estratégico

Lago, Fernando

El financiamiento de la infraestructura como activo de clase
: problemas reales y soluciones posibles / Fernando Lago. -
1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : FODECO, 2019.

80 p. ; 30 x 21 cm.

ISBN 978-987-4401-53-3

1. Construcción. I. Título.

CDD 623.047

Esta edición se terminó de imprimir en Imprenta Dorrego
S.R.L., Av. Dorrego 1102 – Buenos Aires

En el mes de Diciembre de 2019

1era. edición – Diciembre 2019 / 150 ejemplares



diseño
Hey, Baires!

Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño de la
cubierta, puede ser reproducida, almacenada o transmitida
en manera alguna ni por ningún medio, ya sea electrónico,
químico, óptico, de grabación o de fotocopia sin previo
permiso escrito del editor.

ISBN 978-987-4401-53-3



9 789874 401533

Resumen Ejecutivo	05
Introducción	07
1 Infraestructura: inversión y brecha	09
2 Características de la inversión en Infraestructura	13
3 Vehículos vigentes para para el financiamiento de obras de infraestructura	27
4 Nuevas estrategias y políticas públicas para reducir obstáculos a la inversión privada en infraestructura	45
5 Criterios de financiamiento según tipo, etapa y tamaño de obra	51
6 Fondo de inversión público para la infraestructura (FIPA)	55
7 Factores claves adicionales que podrían potenciar la propuesta de financiamiento de obras de Infraestructura	61
8 Diseño de borradores de los cuerpos normativos	69

RESUMEN EJECUTIVO

La inversión en proyectos de infraestructura es prioritaria porque tiene el potencial de incrementar la productividad y sostener el crecimiento de largo plazo.

No obstante, y a pesar de su relevancia, la inversión en infraestructura se ha reducido desde la crisis del año 2008. En este escenario, se registra un déficit de financiamiento para las oportunidades de inversión en infraestructura.

El financiamiento privado resulta crucial, dada la confluencia de varios factores: i) restricciones presupuestarias del sector público; ii) limitado financiamiento de los Bancos Multilaterales de Desarrollo; y iii) elevado stock de ahorro a nivel global.

El déficit de financiamiento a proyectos de infraestructura se da en un mundo donde por las condiciones globales de liquidez los grandes inversores institucionales (principalmente fondos de pensión y compañías de seguro) tienen invertidos casi la totalidad de sus fondos en activos que devengan bajos rendimientos. De esta manera, este tipo de inversión resulta de potencial interés para los fondos de pensión, dados sus mayores rendimientos tanto en instrumentos de deuda como de capital. Y dado que los pasivos de los fondos de pensión son a largo plazo, el elevado plazo de estos proyectos no es una desventaja para ellos.

Por todo esto, el fondeo que provee el sector privado debe jugar un rol central para cerrar el déficit de financiamiento. Y para que esto suceda, se considera fundamental la creación de una nueva clase de activo financiero específicamente vinculado a la inversión en proyectos de infraestructura.

Si bien ya existen instrumentos de este tipo en algunos mercados financieros, sólo están presentes en una escala muy reducida. Por ende, se busca precisamente ampliar el tamaño y profundidad de este mercado para que el sector privado pueda jugar un rol mucho mayor.

Se sugieren en este Trabajo estrategias factibles, desde el punto de vista financiero y regulatorio, para el acrecentamiento de recursos privados destinados a la inversión en infraestructura.

En particular, se puso énfasis en la creación de un Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) tendiente a invertir recursos específicos en dicho campo, que permitan en el futuro generar mayor nivel de empleo formal y desarrollo económico. Los inversores privados, locales e internacionales, podrían suscribir cuotas partes de dicho fondo.

• OBJETIVOS PRINCIPALES

Los objetivos son identificar las características especiales que denotan las inversiones financieras en infraestructura en comparación con otros tipos de activos, analizar los instrumentos y vehículos vigentes para el financiamiento privado institucional de las mismas, detectar sus debilidades y problemas que han conllevado a que su utilización sea escasa, y recomendar nuevas estrategias ó políticas que intenten remover los obstáculos e impedimentos que impiden el desarrollo de esta clase de activos.

• PRINCIPALES ASPECTOS CONSIDERADOS

Se repasan los hechos estilizados de la forma en que la infraestructura es financiada en la actualidad. Se sugieren las remociones a las barreras regulatorias, estructurales y de mercado que se estiman necesarias realizar para aumentar la atractividad de la inversión privada. Se analizan de los fondos abiertos y cerrados de infraestructura (tanto de equity como de deuda) como herramienta alternativa para la financiación de las asociaciones público-privadas. Y se propone la creación de una nueva estructura organizativa que permita el financiamiento eficiente y amplio de las obras de infraestructura por parte de inversores privados, locales e internacionales, que supere los obstáculos actuales que impiden el aterrizaje de fondos de inversión a gran escala.

INTRODUCCIÓN

La inversión en infraestructura contribuye a una mayor productividad y crecimiento económico, facilita el comercio, la conectividad y mejora la inclusión social.

Sin embargo, este solo es el caso de las inversiones sostenibles y de calidad a largo plazo: proyectos de alto impacto desarrollados de forma rentable y eficiente, que ofrecen retornos positivos ajustados al riesgo de los inversores, teniendo también en cuenta el impacto social y ambiental¹.

En todos los países, las porciones más humildes de la población obtienen el mayor beneficio relativo del acceso a la infraestructura pública en forma de transporte, agua potable, saneamiento, energía, educación y salud. Así, la infraestructura sostenible y de calidad puede contribuir ampliamente a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas y desempeñar un papel importante en el logro de los objetivos del Acuerdo de París y la transición hacia una economía de bajas emisiones y resiliente al clima.

Dada la considerable necesidad de inversión en infraestructura a largo plazo, los países procuran mejorar la eficiencia de la inversión pública y, a la vez, movilizar la inversión privada a gran escala. Diversificar los tipos de inversores interesados y las fuentes de financiamiento para tales inversiones a través de nuevas estructuras financieras e instrumentos financieros innovadores, puede ayudar a alinear el interés del sector público y privado en la provisión y gestión de infraestructura, mientras optimiza la estructura de capital y reduce el costo de capital para el sector público.

En el caso de los inversores a largo plazo, como los inversionistas institucionales, a pesar del interés creciente, las cantidades totales de inversión en infraestructura siguen siendo relativamente limitadas, teniendo en cuenta el elevado capital disponible.

Por lo tanto, la identificación y comprensión de las fallas potenciales del mercado y de políticas públicas que pueden estar contribuyendo a esta

falta de inversión sigue siendo un desafío central para que los gobiernos movilicen de forma efectiva más inversión privada hacia la infraestructura.

En el contexto actual de bajas tasas de interés y abundante liquidez, un elemento clave de la intervención del sector público es la adicionalidad de los proyectos de infraestructura, asegurándose de no desplazar al sector privado y abordar solo situaciones de inversión subóptimas y/o ausencias del mercado.

Los bancos de desarrollo nacionales y multilaterales y las instituciones financieras de desarrollo bilaterales podrían desempeñar adicionalmente un papel fundamental para apoyar el cambio, especialmente en los países en desarrollo.

Mejorar la disponibilidad y calidad de datos e información sobre las inversiones en infraestructura, junto con una mejor divulgación de los riesgos involucrados en las obras, podría respaldar un financiamiento más diversificado e innovador de infraestructura sostenible y de calidad, y también ampliar su atractivo a una mayor base de inversores.

Los datos generados permitirían evaluar adecuadamente los riesgos y las oportunidades (por ejemplo, en relación con la regulación prudencial de capitales que afecta a los bancos y fondos de inversión o el cambio climático) o servir como insumo para el análisis a nivel macro de tendencias y desarrollos. Los gobiernos también pueden hacer uso de estos datos para la toma de decisiones, por ejemplo, para evaluar los costos y los beneficios de cada una de sus propias intervenciones en el mercado privado.

La naturaleza a largo plazo de las inversiones en infraestructura puede ser una buena combinación para los objetivos de inversión de las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos soberanos de inversión en particular, que también por mandato deben invertir sus recursos en horizontes lejanos de tiempo. Además, el hecho de que los activos y proyectos de infraestructura a menudo proporcionan bienes públicos -desde viviendas sociales y centros

¹ Does infrastructure investment lead to economic growth or economic fragility?, Atif Ansar, Oxford Review of Economy Policy, volume 32, Number 3, 2016

de salud hasta escuelas y capacidad de generación de energía, y que la inversión en áreas como carreteras, puentes y aeropuertos tiene un impacto directo en el crecimiento económico, generan que esta clase de activos se combine apropiadamente con un mayor enfoque en la sostenibilidad y los factores ambientales y sociales de las inversiones a realizar.

Se ha reconocido ampliamente que los gobiernos no pueden satisfacer por completo esta demanda y que las fuentes privadas de capital serán vitales.

Se estima que se necesitan US\$ 94 Trillones de inversión para mantener, actualizar y construir activos de infraestructura en todo el mundo de aquí al año 2040, y de acuerdo con las tendencias actuales, habría una brecha de financiamiento de unos US\$ 15 Trillones².

En particular, la mayor necesidad de financiación de infraestructura ocurre en los mercados emergentes. Con la rápida urbanización y el crecimiento de la población de clase media, estos países necesitan urgentemente inversiones en áreas como el saneamiento, el trans-

porte, la energía, la salud y la infraestructura educativa. Asia, por ejemplo, requerirá US\$ 26.2 Trillones de inversión en infraestructura entre 2016 y 2030 para sostener el crecimiento económico, combatir la pobreza y responder al cambio climático³.

Dada la difícil situación de las economías de todo el mundo, que enfrentan altos niveles de deuda pública en sus balances, los estados no pueden abordar las necesidades de infraestructura adicional a través de los presupuestos públicos.

En este escenario, con los gobiernos reduciendo sus inversiones en infraestructura debido a restricciones presupuestarias, una solución natural al problema ha sido generar los mecanismos para que los inversionistas privados cubran una parte de la inversión a realizar.

Por lo tanto, surge y se desarrolla un nuevo tipo de vehículo de inversión: los “fondos de infraestructura” y están llamados a complementar el papel de los bancos en la estructura de financiación de las obras de este tipo.

². Breaking Silos: Actions to Develop Infrastructure as an Asset Class and Address the Information Gap. Dec 2017.

³. Mobilizing private finance for sustainable infrastructure. Brooking Institution.

a

capítulo 1

INFRAESTRUCTURA: INVERSION Y BRECHA

La infraestructura como piedra angular para el progreso socioeconómico

Debido a que es un generador crítico de beneficios sociales directos e indirectos, la infraestructura es un elemento central de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU. Éstos incluyen:

- A) Garantizar la disponibilidad y la gestión sostenible del agua y el saneamiento para todos.
- B) Garantizar el acceso a energía eficiente, confiable, sostenible y moderna para todos.
- C) Construir infraestructura resiliente, promoviendo la industrialización inclusiva y sostenible, y fomentar la innovación.

El banco UBS estima que la infraestructura generalmente tiene una tasa de rendimiento socioeconómico de alrededor de 20 por ciento⁴. En otras palabras, un dólar de inversión en infraestructura puede aumentar el PIB en 20 centavos en el largo plazo. Estos efectos económicos se derivan principalmente como consecuencia de convertir una región determinada en más productiva a través de la reducción de tiempos y costos de viaje, acceso a electricidad y conectividad de banda ancha que permite a las personas y empresas conectarse en la economía global digital, etc.

Además de los beneficios generados por los aumentos de la productividad a largo plazo, la construcción de infraestructura de inmediato crea trabajos.

- **BRECHA DE FINANCIAMIENTO**

Hoy el mundo invierte unos \$ 2.5 trillones por año en los sistemas de transporte, energía, agua y telecomunicaciones de los cuales dependen las empresas y las poblaciones. Sin embargo, esta cantidad sigue siendo inferior a la sobre expansión mundial de necesidades, lo que se traduce en un menor crecimiento económico y priva a los ciudadanos de los servicios esenciales⁵.

Algunos de los principales tópicos al evaluar las necesidades de inversión en infraestructura son:

- a) Desde 2017 hasta 2030, el mundo necesita invertir alrededor del 3.8% del PIB, o un promedio de \$ 3.3 trillones al año, en infraestructura económica solo para acompañar las tasas de crecimiento esperadas del PBI⁶.
- b) La inversión en infraestructura ha disminuido como parte del PIB en 11 de las economías del G20 desde la crisis financiera mundial.
- c) Existe un amplio margen para aumentar la inversión en infraestructura pública. Los gobiernos podrían aumentar los flujos de financiamiento elevando las tasas/cargos a los usuarios, capturando el valor de la propiedad o vendiendo activos existentes y reciclando los ingresos por nueva infraestructura.

⁴ Infraestructure: Navigating your investment journey. UBS. 2017

⁵ Bridging Global Infrastructure Gaps. Mc Kinsey Global Institute

⁶ OCDE (2012). Strategic transport infrastructure needs to 2030. OCDE Publishing. Feb 27, 2012.

d) Las asociaciones público-privadas (PPP) han asumido un papel más importante en la infraestructura, aunque continúa la controversia acerca de si ofrecen una mayor eficiencia y menores costos. De cualquier manera, continuarán siendo una importante fuente de financiamiento en el futuro. Pero dado que representan solo del 5 al 10% de la inversión total, es poco probable que resuelvan por sí mismas la brecha de financiación⁷.

e) Los inversores institucionales y los bancos disponen de \$ 120.000 millones en activos que podrían destinar parcialmente a proyectos de infraestructura⁸. Alrededor del 87% de estos fondos se encuentran en economías avanzadas, mientras que la mayor proporción de las necesidades están en las economías de medianos ingresos.

El gasto en infraestructura realizado en el pasado no ha sido suficiente para cumplir con los requisitos y las necesidades sociales del presente, y si las tasas actuales de inversión se mantienen, las brechas continuarían creciendo. Se estima que el mundo necesitará invertir \$ 3.3 trillones anuales (en precios constantes de 2015) desde 2018 hasta 2030 simplemente para mantenerse al día con las previsiones de crecimiento económico.

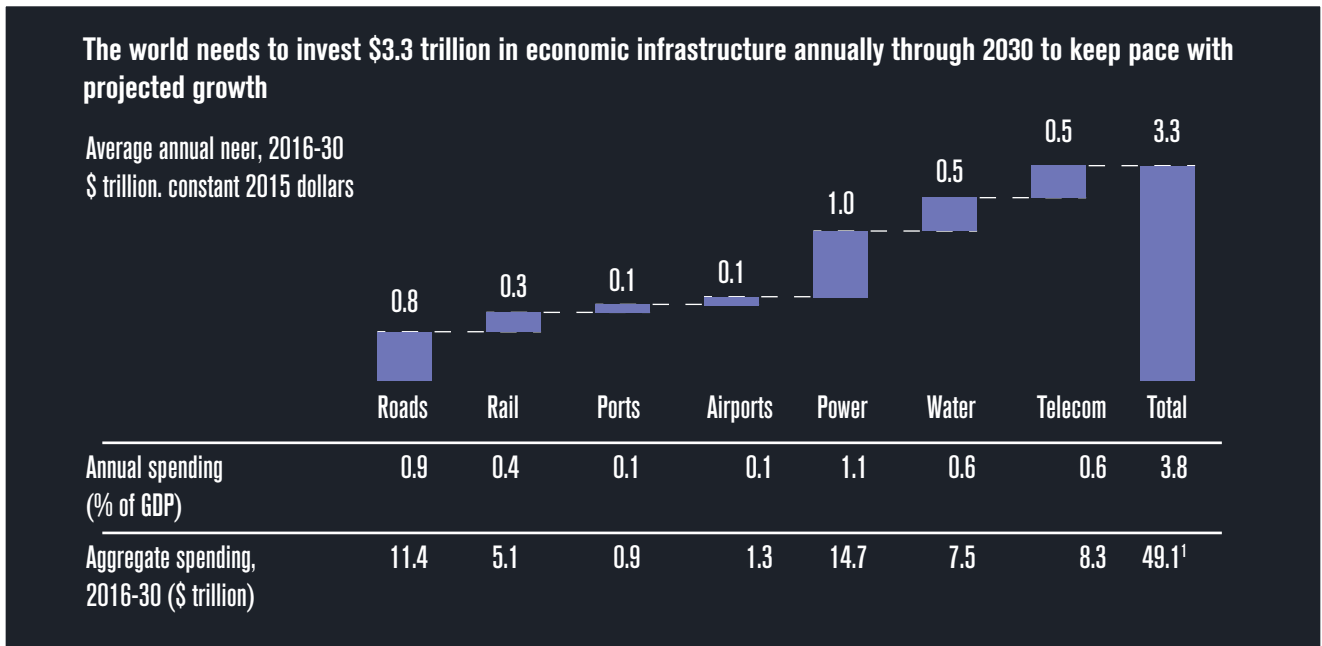


Gráfico 1 – Promedio anual necesidad 2016/2019

Estas necesidades son muy sensibles a las tasas de crecimiento ya que la actividad económica también aumenta la demanda en los activos de infraestructura y genera además los fondos necesarios para construirlos.

Hacer coincidir a los inversionistas con los proyectos requiere sólidos principios de inversión transfronterizos. Deben abordarse mecanismos que eliminen los impedimentos que restringen el flujo de financiación en activos de infraestructura ante la ausencia de un mercado eficiente.

⁷ Carbonara, N., Costantino, N. & Pellegrino, R. (2014). Concession period for PPPs: A win-win model for a fair risk sharing. *International Journal of Project Management* 32, 1223-1232.

⁸ Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds. OCDE. 2017

a

capítulo 2

CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA

La inversión en infraestructura genera flujos de efectivo relativamente predecibles, crecientes y de baja volatilidad que muestran poca correlación comparativamente con los rendimientos de renta variable (principalmente, acciones) y renta fija (principalmente, títulos de deuda soberanos y/o títulos de deuda privados).

Si bien las inversiones en activos de infraestructura comparten ciertas características estrechamente relacionadas con las de otros activos, incluidos bienes inmuebles, debe reconocerse a la inversión en infraestructura como una clase de inversión diferente con su propio perfil.

Su perfil distintivo le permite proporcionar mayores beneficios de diversificación a un inversor en comparación con los tipos tradicionales de inversión. Por lo tanto, es importante subrayar sus características de inversión únicas que distinguen claramente este sector de otras clases de activos:

- **Flujos de caja constantes y predecibles a lo largo del tiempo.**
- **Ingresos generalmente vinculados a una actualización de tasas:** a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) regulado en el contrato o mediante un retorno regulado en forma preestablecida. Por esa razón, estos son activos que atraen a inversores de naturaleza conservadora, como fondos de inversión que los perciben como una alternativa a los ingresos fijos a largo plazo, ya que cubren el riesgo de inflación.
- **Altas barreras a la entrada de otros participantes:** Invertir en infraestructura es prácticamente inaccesible para el inversor minorista. Es un sector muy intensivo en capital que genera una gran barrera contra otros posibles competidores.
- **Márgenes operativos amplios.**
- **Demanda inelástica:** La demanda del consumo de obras de infraestructura es relativamente inelástico, predecible y creciente con el tiempo.
- **Posición de mercado monopólica o cuasi monopólica:** debido a una relación regulatoria continua. Tienen una garantía adicional ya que constituyen activos esenciales para el desarrollo económico de un país.
- **Insensibilidad a los cambios en la tecnología:** Las infraestructuras son activos a largo plazo que tienen poco riesgo de obsolescencia tecnológica.

ATRACTIVO DE LAS INVERSIONES EN INFRAESTRUCTURA

Los inversores que se centran en el rendimiento y en la gestión de los pasivos a largo plazo, como los fondos de pensiones, deberían encontrar atractiva la inversión en infraestructura. Además de ofrecer una mayor diversificación, los inversores pueden usar la inversión en infraestructura para ayudar a que su perfil de pasivos coincida con un flujo generado por los activos cuya distribución sea razonablemente predecible y parcialmente vinculado a la inflación.

Dada su correlación relativamente baja con las clases de activos tradicionales, la infraestructura también puede desempeñar un papel valioso en la optimización del riesgo-rendimiento de una cartera y debe considerarse en las decisiones estratégicas de asignación de activos.

Una cartera de activos de infraestructura posee las siguientes características de inversión: baja correlación con otras clases de activos, rendimiento en efectivo y un grado de protección de la inflación:

Baja correlación: Algunos proyectos están más estrechamente relacionados con el crecimiento del PIB (por ejemplo, los puertos), mientras que otros están más estrechamente relacionados con el crecimiento de la población (por ejemplo, los servicios de agua). En consecuencia, existen diferentes correlaciones dentro de la clase de activos de infraestructura. Sin embargo, en términos generales y con un horizonte de largo plazo, presentan correlaciones bajas con los mercados de acciones y títulos públicos

Rendimiento en efectivo: los activos de infraestructura generalmente requieren un importante gasto de capital inicial y tienen vidas operativas prolongadas, que a menudo abarcan entre 30 y 100 años. Dichos activos generalmente están regulados o respaldados por contratos a largo plazo que típicamente proporcionan un rendimiento razonablemente predecible. Otro tipo de activos, como el caso de las acciones, pueden generar ganancias de capital, pero no ofrecen un flujo de efectivo permanente.

Protección contra la inflación: los ingresos asociados a los activos de infraestructura suelen estar cubiertos, o parcialmente cubiertos, contra el impacto de la inflación, ya sea a través de un elemento de ajuste por inflación incorporado en la fórmula de precio, o a través del poder de fijación de precios del negocio basado en la naturaleza esencial de los servicios prestados.

¿CÓMO SE COMPARA LA INFRAESTRUCTURA CON OTRAS CLASES DE ACTIVOS?

La inversión en infraestructura comparte algunas de las características de la renta fija (rentabilidad en efectivo previsible a largo plazo), de los bienes inmuebles (inversión en activos físicos) y del capital privado, aunque con diferencias sustanciales en el riesgo subyacente.

Las similitudes y diferencias entre la infraestructura y otras clases de activos se resumen en la Tabla 1.

Instrumento	Similitudes	Diferencias
Capital Privado	Control del Management sobre las inversiones	Baja exposición al ciclo económico. Horizontes largos de inversión.
Propiedades (Real Estate)	La renta es una parte significativa del retorno. Importancia de la ubicación.	Barreras de entrada, menos exposición a los ciclos económicos. Mejor predictibilidad de largo plazo.
Acciones	Propiedad del capital. Mayor retorno potencial.	Menor nivel de liquidez. Baja correlación con el ciclo de negocios.
Títulos de Deuda públicos o privados	Largo plazo, cash flow predecible, menor riesgo de mercado.	Riesgo indirecto a las tasas de interés.

Tabla 1 - Diferencia entre la infraestructura y otras clases de activos.

En términos de expectativas de retorno para la infraestructura en comparación con otras clases de activos, la figura de abajo representa genéricamente el espectro de riesgo / retorno en varias clases de activos y dentro de subsectores de infraestructura.

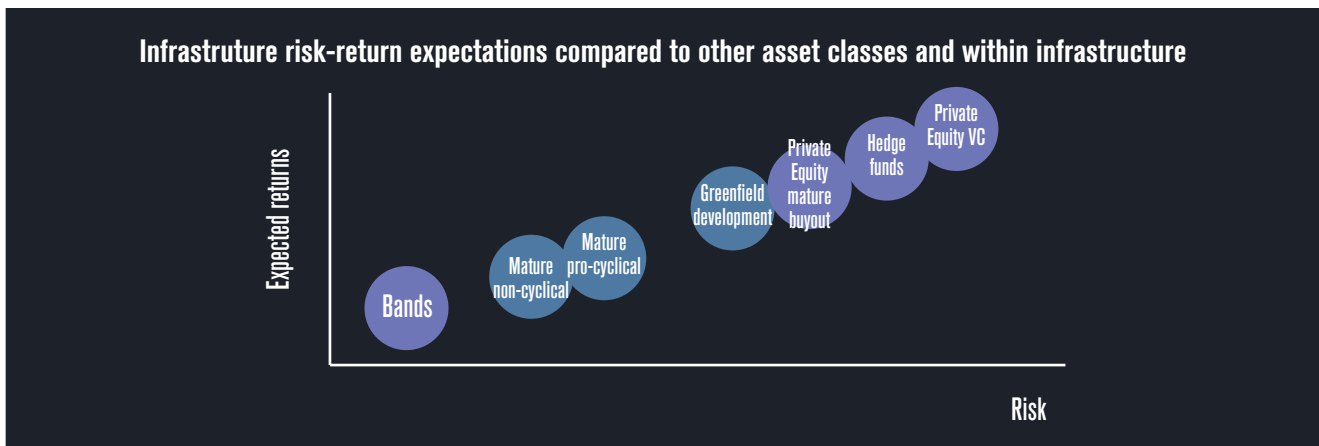


Gráfico 2 – Espectro de riesgo/retorno en varias clases de activos. Fuente: Gestión de activos UBS. (Sólo propósitos ilustrativos)

Cada oportunidad de inversión debe evaluarse por sus propios méritos para determinar la rentabilidad mínima requerida. Algunos subsectores, como el transporte, están más expuestos a riesgos dada su vulnerabilidad procíclica a la economía que, por ejemplo, una empresa regulada. Esta es la razón por la que los inversores requieren mayores rendimientos en dichos sectores.

El gráfico 3 revela el capital patrimonial histórico invertido en los diversos subsectores y su distribución a nivel regional para el período 2006 a 2016.

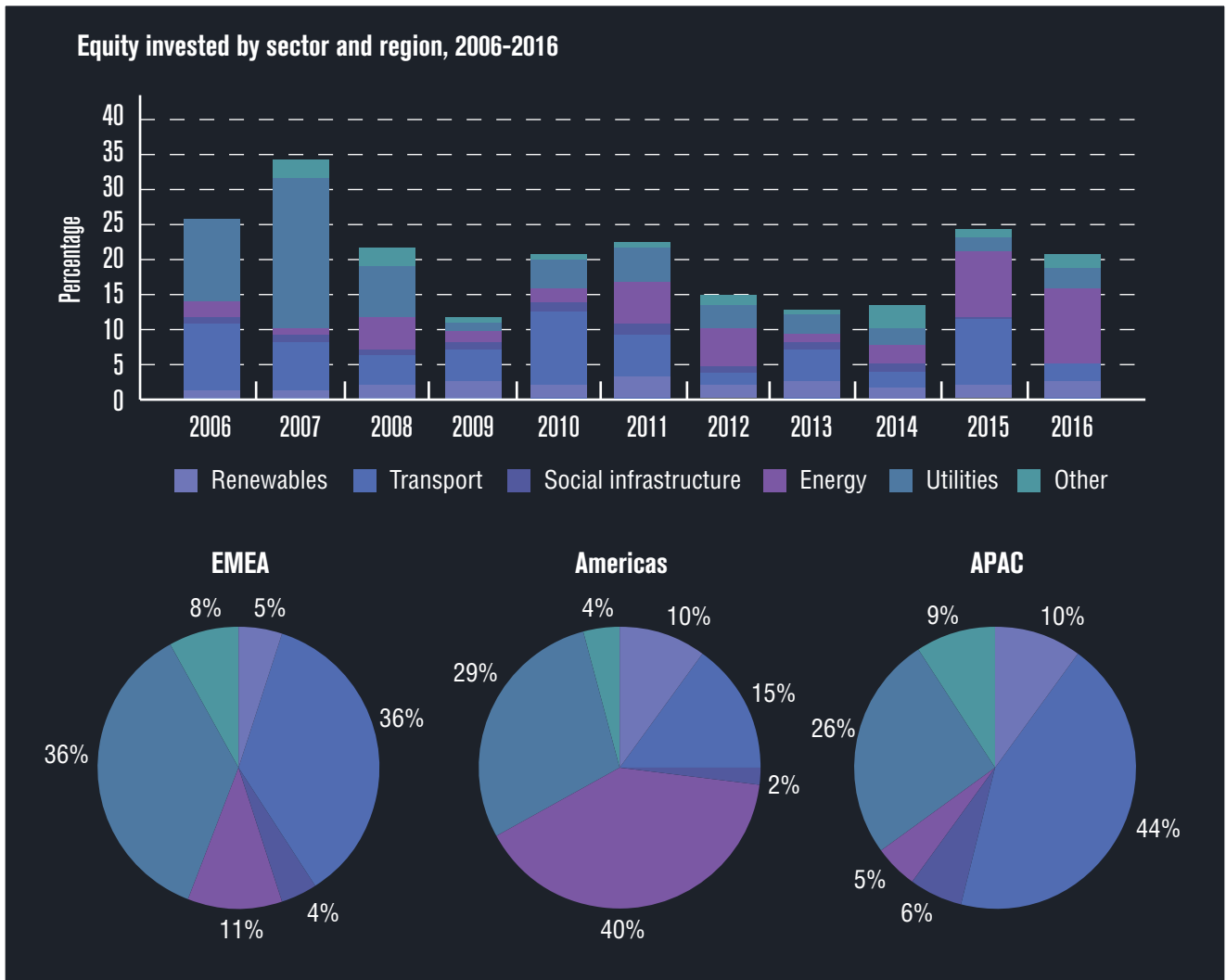


Gráfico 3 – Capital invertido por sector y región – periodo 2006 a 2016

ESPECIFICANDO EL ALCANCE

La definición de la clase de activos de infraestructura puede ser muy amplia. La definición más reconocida comprende a “las instalaciones o estructuras requeridas para la operación efectiva de un negocio, estado o economía”. Hay distintos tipos de infraestructura con características distintas unas de otras, como vemos en la Tabla 2.

Tipo de Infraestructura	Descripción
Greenfield o Brownfield	<p>Un proyecto Greenfield involucra un activo o estructura que requiere ser diseñada y construida; y donde no hay nada construido previamente. Los inversores fondean la construcción del activo y su mantenimiento cuando está involucrada su operativización.</p> <p>Un proyecto Brownfield involucra un activo o estructura existente que requiere mejores mantenimientos o reparaciones. En algunos casos, quizás ya podría estar generando ingresos.</p>
Fase constructiva (primaria) o Fase Operacional (secundaria)	<p>La inversión en infraestructura primaria es aquella que se realice en la fase constructiva o pre-operacional, antes de que sean generados los ingresos. Es donde se encuentran los mayores riesgos comerciales.</p> <p>La inversión en infraestructura secundaria aplica a la etapa operacional del proyecto. Hay menor riesgo de construcción y ofrece mayores retornos de largo plazo aunque se asumen mayores riesgos vinculados al gerenciamiento del proyecto.</p>
Empresas o Estructuras de Concesión	<p>Las compañías de servicios públicos (utilities), operadoras de peajes o aeropuertos tienen sus ingresos regulados y generalmente vinculados a la inflación. Estas compañías tienden a estar menos apalancadas (toman poca deuda en los mercados). Cuando lo hacen, sus títulos son generalmente líquidos y cotizan en diversos mercados globales.</p> <p>Las estructuras de concesión, como sería el caso de las PPP, involucran la emisión de gran cantidad de deuda en el mercado o vía entidades financieras que es colateralizada con activos físicos o con la securitización de los flujos de fondos operativos futuros.</p>

Tabla 2 – Tipo de infraestructura

CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA Y SUS CONSECUENCIAS PARA EL INVERSOR

A pesar de la diversidad dentro de esta clase de activos, hay un número de características claves que están presentes en la mayoría de las inversiones en infraestructuras. Como estas características son fundamentales, es crucial evaluar las ventajas y desventajas relativas de cada característica desde la perspectiva de un inversor⁹ (Tabla 3).

⁹. Bitsch, F., Buchner, A., & Kaserer, C. (2010). Risk, return and cash flow characteristics of infrastructure fund investments. EIB Research Report, 15(1), 106-136. Luxembourg: European Investment Bank Papers.

Características típicas	Consecuencias para el inversor
Requiere grandes capitales iniciales	El inversor debe disponer de fondos suficientes de capital
Involucra largos periodos de tiempo y contratos de variable complejidad	Este tipo de activos son ideales para inversores cuyos pasivos también se encuentran muy a largo plazo
Rendimientos estables, predecibles y los cuales pueden estar ajustados por inflación	Uno de los objetivos primarios que persiguen los inversores (especialmente las compañías de seguro) es obtener un retorno real (luego de inflación) que sea positivo. Los activos de infraestructura brindan, ex ante, ese nivel mínimo de retorno
Cash Flow influenciados por marcos regulatorios	Esto incrementa la probabilidad de ocurrencia de riesgos para el inversor. Deben ser mitigados.
Retornos poco correlacionados con el ciclo económico	Variaciones en el ciclo de negocios del país no deberían impactar los retornos esperados de las inversiones
Frecuentemente monopolios puros o cuasi-monopolios	Asegura ventajas comerciales de largo plazo (fijar precios, dominancia de mercado, etc) pero también aumenta la vulnerabilidad a ser regulado

Tabla 3 – características típicas y consecuencias para el inversor.

RIESGOS DE LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA

Si bien los activos de infraestructura generalmente se consideran relativamente de bajo riesgo, están expuestos a una serie de riesgos específicos.

- **Riesgo regulatorio y soberano**

Como las operaciones de infraestructura suelen ser un monopolio, los gobiernos la controlan comúnmente a través de reguladores o mediante concesiones a largo plazo. En tales circunstancias, la independencia y la coherencia de las regulaciones, así como la capacidad del gobierno para modificar unilateralmente los términos de la concesión, son factores de riesgo clave. Esto está estrechamente alineado con los riesgos soberanos más amplios que también deben tenerse en cuenta, por ejemplo, si invertir en economías emergentes o en dificultades.

- **Riesgo contractual y crediticio**

Los contratos involucrados en las obras de infraestructura brindan ciertas protecciones básicas, pero el cumplimiento contractual y la solvencia de las contrapartes se convierte en un riesgo clave para evaluar y gestionar antes y durante toda la vida de una inversión. Por ejemplo, una inversión en instalaciones de generación eléctrica adquiere características de infraestructura si su producción de energía se vende previamente en virtud de contratos a largo plazo. Sin dichos contratos, la cartera estaría expuesta a las fluctuaciones, a menudo sustanciales, de los precios de la energía de los productos básicos y el mercado spot.

- **Riesgo operacional**

La mayoría de las inversiones en obras de infraestructura tiene riesgos operacionales. Si bien la compañía a cargo de la operación puede hacer una planificación anticipada de los riesgos, el costo total de estas medidas puede no tenerse en cuenta o no poder ser calculada adecuadamente y el/los incidentes/podrían afectar negativamente los resultados de la compañía.

- **Riesgo de construcción**

Los proyectos de Greenfield implican riesgos de construcción, aunque dichos riesgos pueden mitigarse mediante una estructuración adecuada, incluida la transferencia consecutiva de los principales riesgos de construcción al contratista.

- **Financiamiento y riesgo de inflación**

El apalancamiento utilizado en las transacciones para el financiamiento de infraestructura puede exponer a los inversores a fluctuantes costos de deuda y a los riesgos de refinanciación. En la mayoría de los casos, para mitigar el riesgo, los inversores utilizarán derivados (futuros y opciones financieras) para cubrir los riesgos de las tasas de interés y para un mejor ajuste del servicio de la deuda con el perfil de los ingresos. Cuando los proyectos de inversión dispongan de altas rentabilidades estimadas, los inversores también usarán deuda a más largo plazo para reducir el riesgo de refinanciación. Los flujos de caja también pueden verse erosionados por la inflación cuando los flujos de efectivo regulados o contratados no fluctúan en parte o en su totalidad con la inflación, o cuando la posición de mercado monopólica de la infraestructura no permite al propietario recuperar los costos de inflación del usuario activo.

Estos riesgos tendrán distintos grados de influencia sobre si una inversión en infraestructura es apropiada en cualquier evaluación de riesgo-rendimiento. Por ello, los inversores resaltan la importancia de llevar a cabo un debido y exhaustivo análisis antes de realizar una inversión.

MORIGERACIÓN DE RIESGOS DE LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA

El desarrollo de la infraestructura se caracteriza por diversos riesgos que pueden materializarse en diferentes etapas del ciclo de vida de un proyecto. Estos riesgos incluyen la propia construcción, las probabilidades de finalización, la moneda, la estabilidad de los ingresos, el medio ambiente y la fluctuación de la demanda. Otros riesgos surgen como resultado de la jurisdicción de un proyecto, incluidos los riesgos derivados del entorno macroeconómico, político y normativo.

La viabilidad de la infraestructura como una clase de activos requiere que estos riesgos sean abordados, mitigados y asignados a las partes interesadas relevantes.

Abordar los riesgos cambiarios de los proyectos de infraestructura es de particular importancia ya que los ingresos de infraestructura generalmente están denominados en moneda local, creando desajustes cuando se usan capital y deuda extranjeros en el financiamiento del proyecto.

La decisión de invertir en un proyecto específico depende de una evaluación de los riesgos del proyecto y la disponibilidad de instrumentos para mitigar o gestionar dichos riesgos, incluidos el seguro de riesgo cambiario, la garantía y los instrumentos de cobertura.

Sin embargo, dado que el perfil de riesgo de los proyectos cambia a lo largo de su ciclo de vida, los vehículos financieros deberían desarrollarse teniendo en cuenta esta característica.

Una diversificación adecuada de los instrumentos financieros proporciona una variedad de herramientas que, solas o combinadas, tienen el potencial de eliminar el riesgo de los activos de infraestructura. Los instrumentos deben estar diseñados para ser replicables, escalables y bien entendidos por el mercado, en lugar de productos hechos a medida.

RETORNOS GENERADOS PARA EL INVERSOR EN LAS INVERSIONES CON DESTINO EN INFRAESTRUCTURA

Una de las principales medidas de rentabilidad utilizadas por los inversores para medir la performance de sus inversiones es el Retorno sobre el Capital (Roe, por sus siglas en inglés). En los últimos 20 años las inversiones en activos de infraestructura han generado un retorno promedio del 9% anual, con mínimos del 5% y máximos en torno al 14%.

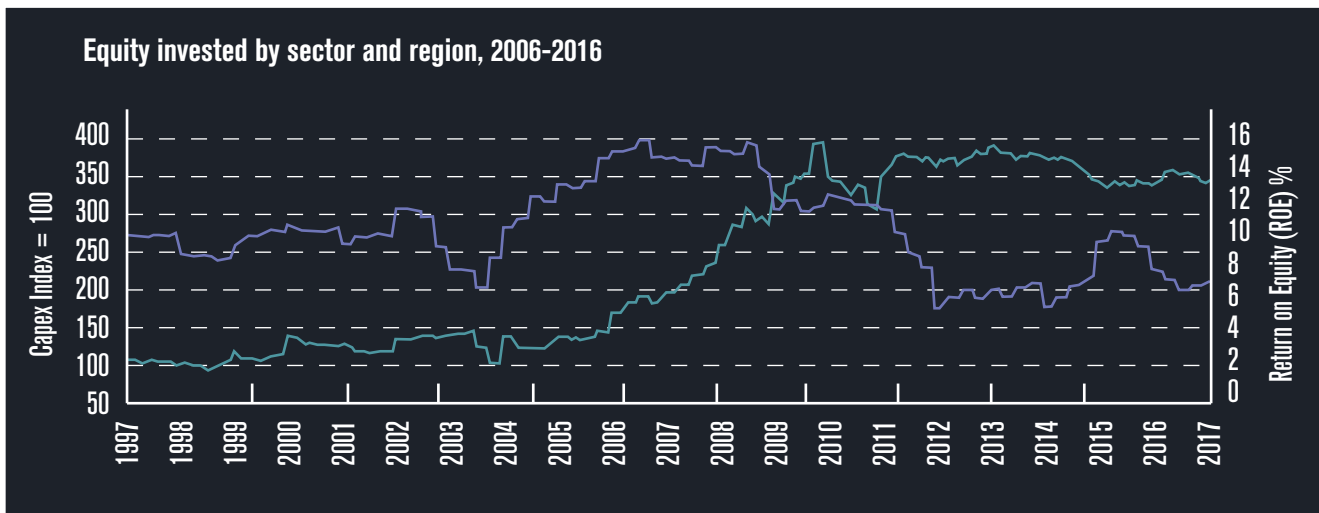


Gráfico 4 – Retornos generados para el inversor.

Sin embargo, los fondos de infraestructura pueden enfocarse en una amplia variedad de sectores industriales. Estos subsectores de infraestructura son muy heterogéneos y, por lo tanto, cada uno tiene un espectro específico de riesgo-retorno.

En la Tabla 4, se muestra la diferente TIR esperada por los fondos de inversión sobre la base de los principales sectores de infraestructura, en base al retorno efectivo histórico que han tenido en los últimos 13 años.

Asset sub-classes	Average Equity IRR (%)
Toll Roads - Greenfield	12-16
Toll Roads - Brownfield	8-12
Rail	14-18
Airports	15-18
Seaports	15-18
Energy Production (Contracted)	10-12
Power Generation	12-25
Telecommunications networks	15-20
Regulated assets	10-15

Asimismo, un elemento central de la estrategia de inversión es el nivel de madurez del activo de infraestructura. Es muy común que se categorice el riesgo de inversión en infraestructura centrado en las fases de los ciclos de vida de la inversión. Los proyectos Greenfield, activos de inversión en etapa inicial en ubicaciones de mayor riesgo o en los que no existe un patrón de demanda establecido, a menudo presentan mayor riesgo, pero también un mayor rendimiento esperado. Mientras tanto, las inversiones en Brownfield, aquellas que se encuentran en etapas finales e involucran activos que se consideran maduros y probados, con flujos de efectivo consistentes y predecibles; son menos riesgosos y menos rentables.

Los inversores deben considerar las tasas de interés, la inflación y el crecimiento del PIB para comprender el impacto total y los riesgos sobre sus inversiones.

Para cada una de estas variables, se grafican los rendimientos de cada clase de activo (en columnas) y también marcamos la tasa de crecimiento promedio (2004-2017) para mostrar el impacto relativo de cada variable en la clase de activo¹⁰.

Rendimiento de la infraestructura en entornos de crecimiento del PIB superiores / inferiores al promedio

Tabla 4 – TIR esperada por los fondos de inversión.

¹⁰. Oxford Economics, March 2018

CRECIMIENTO DEL PIB POR ENCIMA DEL PROMEDIO

El grafico 5 muestra que la inversión en infraestructura tuvo un retorno entre el 5 y el 23%, en ambientes de crecimiento del PIB por encima del promedio.

CRECIMIENTO DEL PIB POR DEBAJO DEL PROMEDIO

Por el contrario, los rendimientos absolutos de la inversión en infraestructura se ubicaron en el nivel más bajo en entornos donde el crecimiento del PIB fue inferior al promedio (grafico 6).

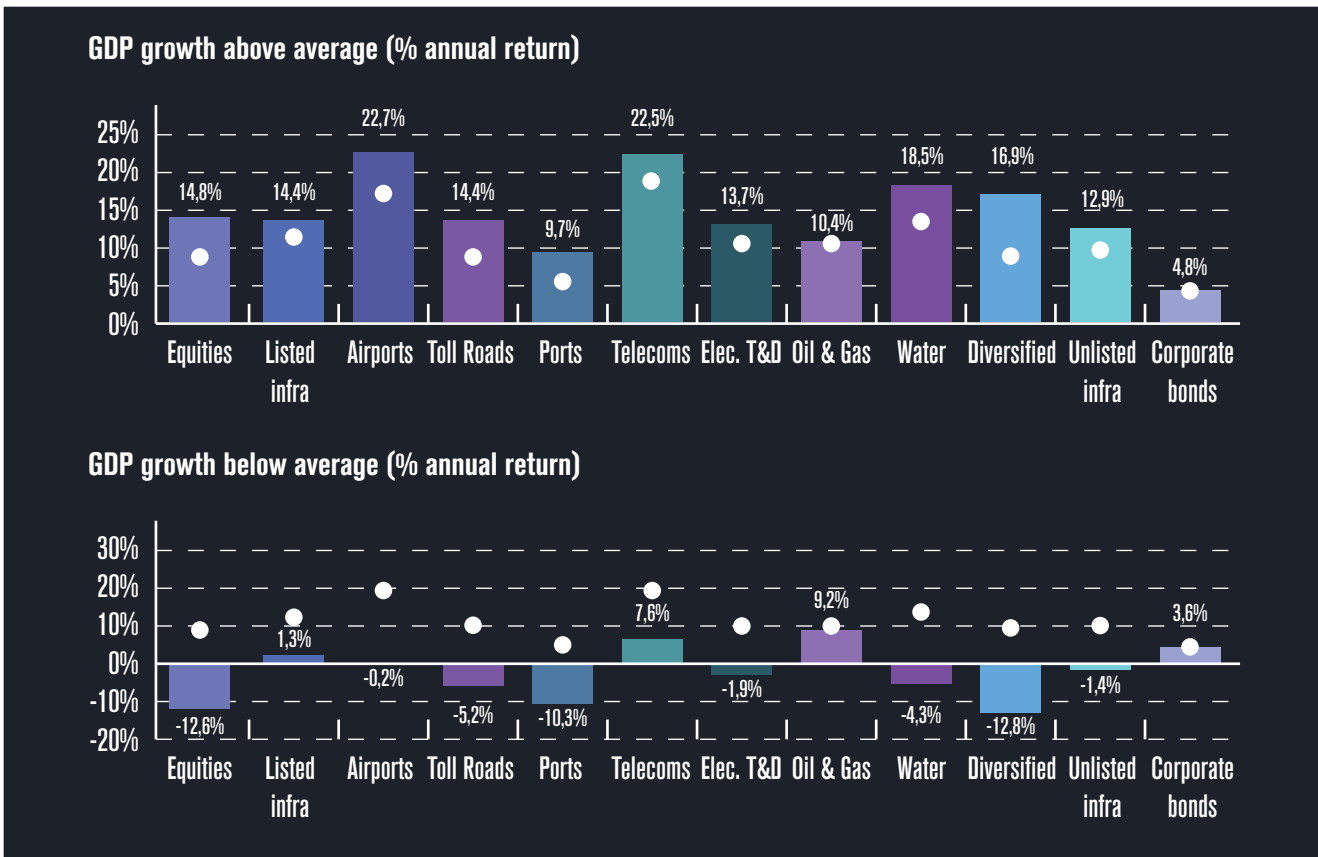


Gráfico 5 – Crecimiento por encima del promedio.

Gráfico 6 – Crecimiento por debajo del promedio.

RENDIMIENTOS DE INFRAESTRUCTURA EN ENTORNOS DE INFLACIÓN ALTA / BAJA

La correlación entre el rendimiento de la inversión en infraestructura y la inflación es relativamente débil y no parece tener un impacto significativo en los rendimientos absolutos. Dado que los ingresos están vinculados contractualmente a la inflación para muchos activos de infraestructura, los resultados fueron contraintuitivos.

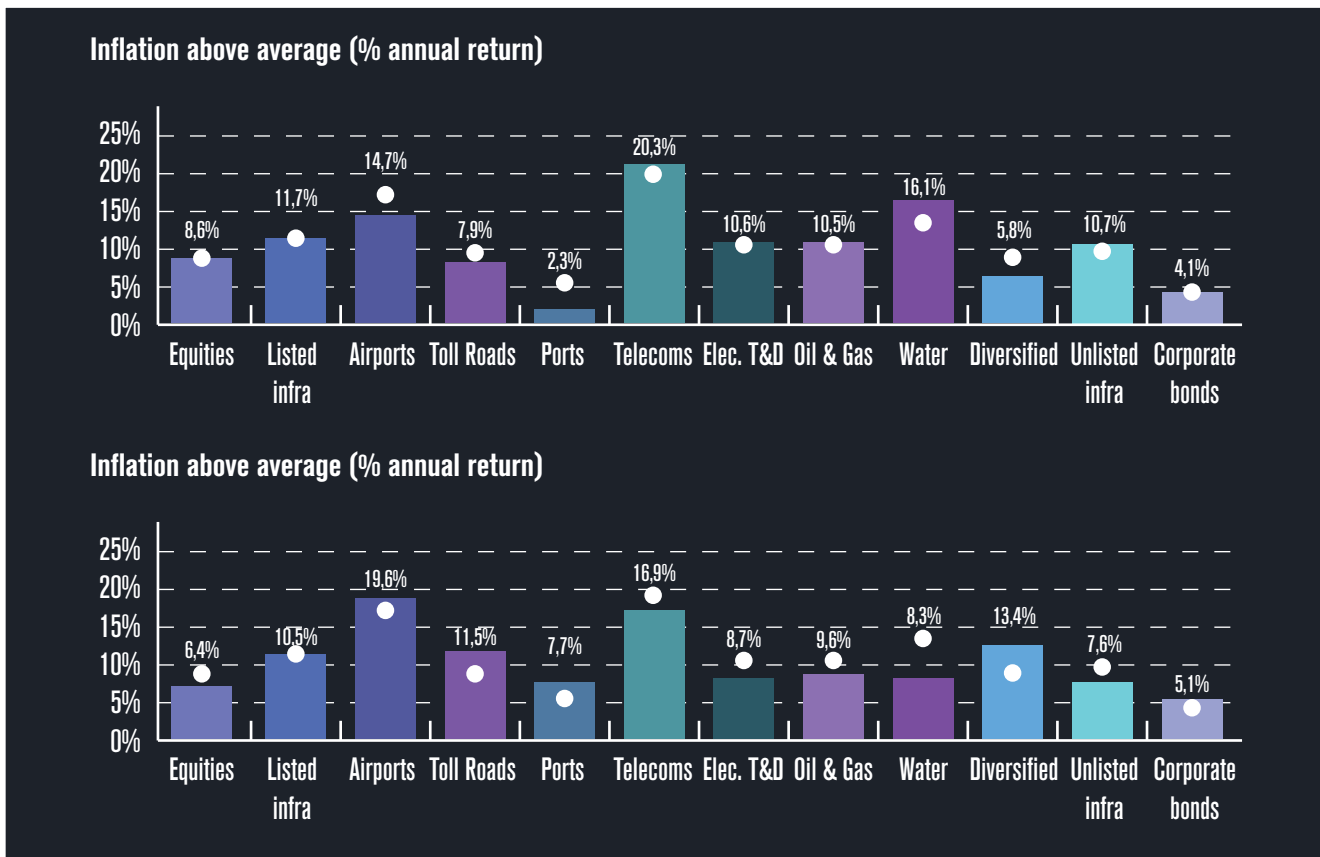


Gráfico 7 – Inflación por encima del promedio.

Gráfico 8 – Inflación por debajo del promedio.

Creemos que esto se debe al impacto temporal de la inflación. Donde existen mecanismos contractuales y regulatorios incluidos en los activos de infraestructura, la mayoría se ajustan a la inflación al final del año o con un retraso de un año. Por lo tanto, ajustando la prueba por un retraso en las ganancias de un año, dio lugar a una correlación más fuerte y los resultados reflejan mejor la comprensión de cómo debe comportarse la clase de activos (ver gráficos 9 y 10).

INFLACIÓN POR ENCIMA DEL PROMEDIO

Los retornos absolutos para las inversiones en infraestructura alcanzaron el 18.9% anual cuando la inflación estuvo por encima del promedio.

INFLACIÓN POR DEBAJO DEL PROMEDIO

Cuando la inflación estuvo por debajo del promedio, tanto la infraestructura como las acciones retornaron significativamente por debajo del promedio; sin embargo, sobre una base relativa, la infraestructura superó a las acciones en un entorno de baja inflación.

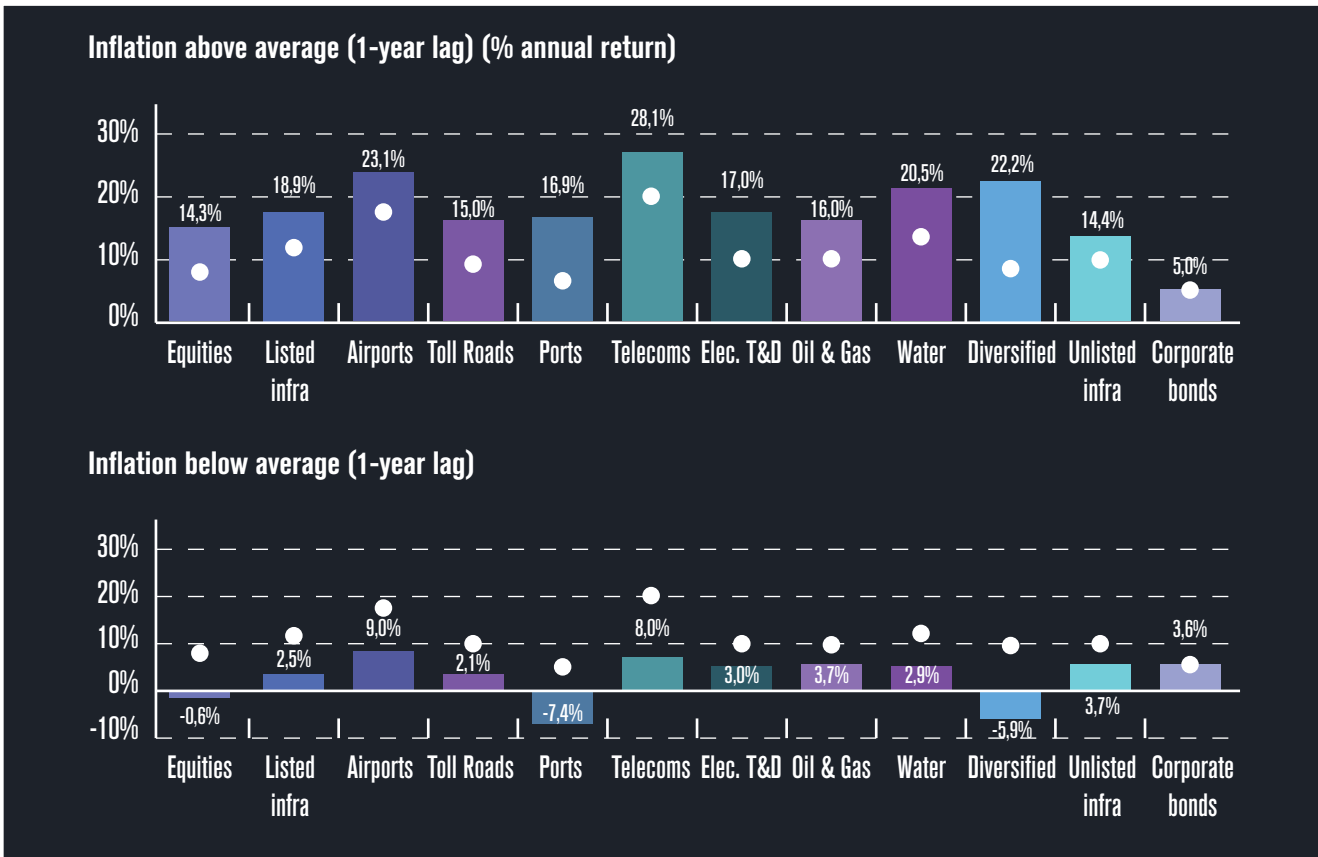


Gráfico 9 – Inflación por encima del promedio, retraso de un año.
 Gráfico 10 – Inflación por debajo del promedio, retraso de un año.

RENDIMIENTO DE LA INFRAESTRUCTURA EN ENTORNOS DE TASA DE INTERÉS REAL EN AUMENTO / CAÍDA

AUMENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS REALES

Las tasas de interés nominales generalmente aumentan como respuesta al crecimiento más rápido del PIB o la inflación, los cuales son positivos para el rendimiento de la infraestructura.

Los retornos para la infraestructura cuando las tasas reales subieron fueron 10.1% anual (gráfico 11).

CAÍDA DE LAS TASAS DE INTERÉS REALES

La infraestructura retornó 12.9% anual (en comparación con el promedio de 11.5% anual o 12% superior al promedio) en periodos de tasas reales decrecientes.

Este rendimiento superior refleja el beneficio de la caída de las tasas reales o el aumento de la inflación en las inversiones en infraestructura. El impacto positivo de la caída de las tasas reales refleja el hecho de que los activos de infraestructura suelen ser altamente apalancados (gráfico 12).

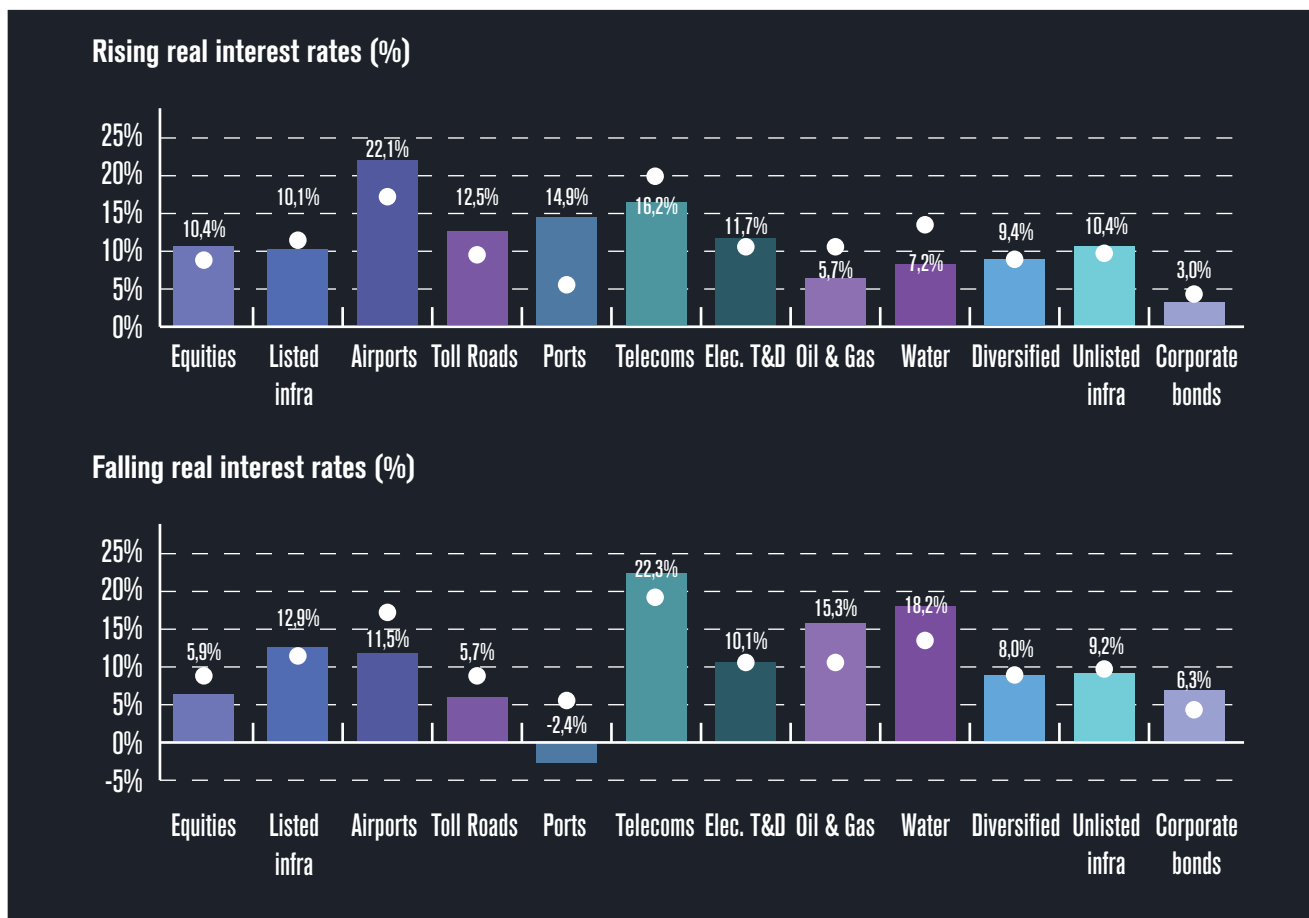


Gráfico 11 – Aumento de las tasas de interés reales.

Gráfico 12 – Caída de las tasas de interés reales.

RIESGO CREDITICIO O DE INCUMPLIMIENTO EN LAS INVERSIONES EN INFRAESTRUCTURA

En las inversiones en infraestructura, las tasas de incumplimiento de pago de deuda han sido relativamente bajas y las tasas de recuperación luego de un evento de incumplimiento o default han sido relativamente altas en comparación con las correspondientes a la deuda corporativa¹¹.

La deuda de infraestructura también muestra una menor volatilidad en la calificación de riesgo crediticia.

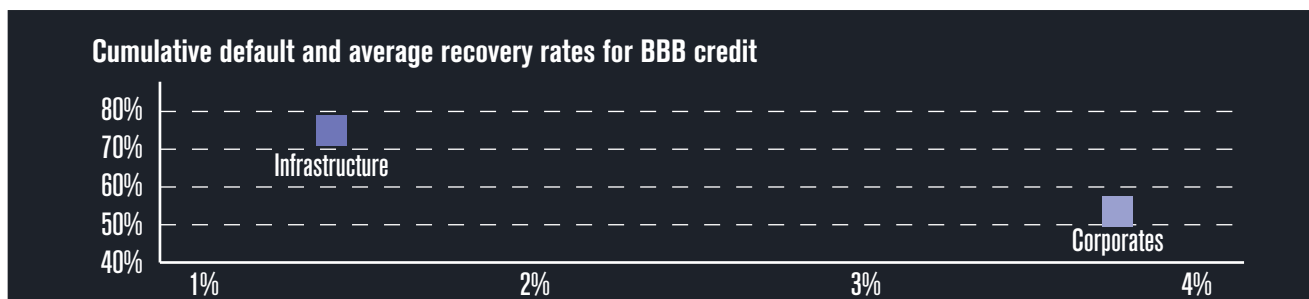


Gráfico 13 – Incumplimiento acumulado y tasas de recuperación promedio.

¹¹. Infrastructure and the economy. Infrastructure white paper series: Part 2. UBS. March 2018

a

capítulo 3

**VEHICULOS VIGENTES PARA
EL FINANCIAMIENTO DE
OBRAS DE INFRAESTRUTURA**

INVERSIÓN PÚBLICA

Si analizamos específicamente la inversión pública desde la crisis financiera mundial de los años 2008-2009, algunas de las grandes economías avanzadas realizaron un gasto público destinado a infraestructura que alcanzó su punto máximo alrededor de 2009, pero desde entonces han disminuido¹² (grafico 14)

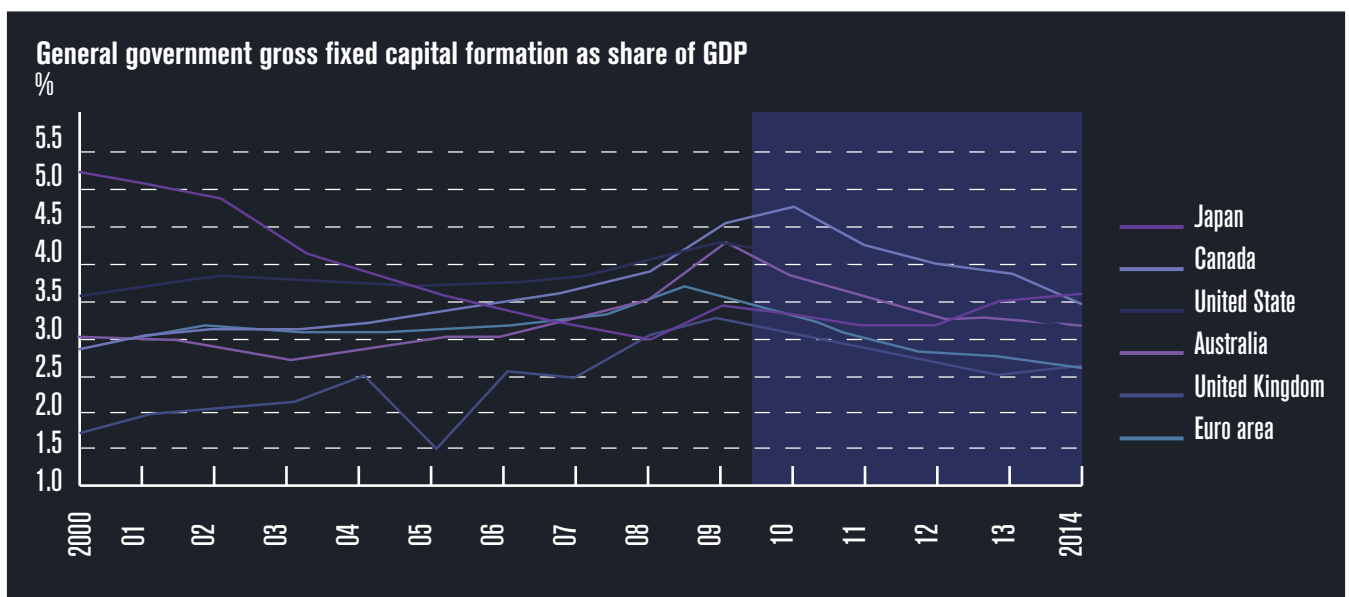


Gráfico 14 – Formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB
Fuente: Instituto de análisis Mackinsey.

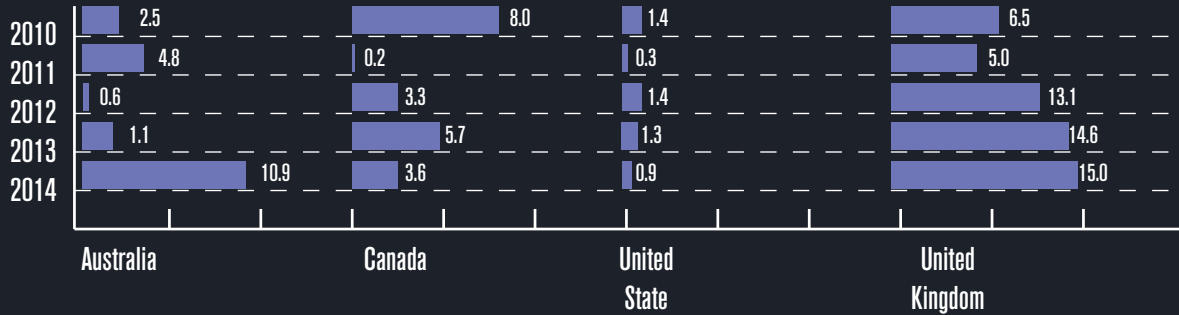
PPP

Muchos analistas señalan a las asociaciones público-privadas (PPP) como la solución para cerrar la brecha de infraestructura durante períodos de financiamiento público ajustado. Sin embargo, incluso en economías que hacen fuertes uso de ellos, las PPP normalmente representan solo del 5 al 10% de la inversión total en infraestructura económica.

¹². OECD. Mc Kinsey Global Institute

Public-private partnerships account for 10 to 15 percent of infrastructure investment in some advanced economies, but the average is 3.1 percent

PPP spending as a share of total infrastructure spending %



PPPs account for an average of 7.5 percent of infrastructure investment in major developing countries, and a much higher share in some countries

PPP spending % of total infrastructure spending in major developing economies

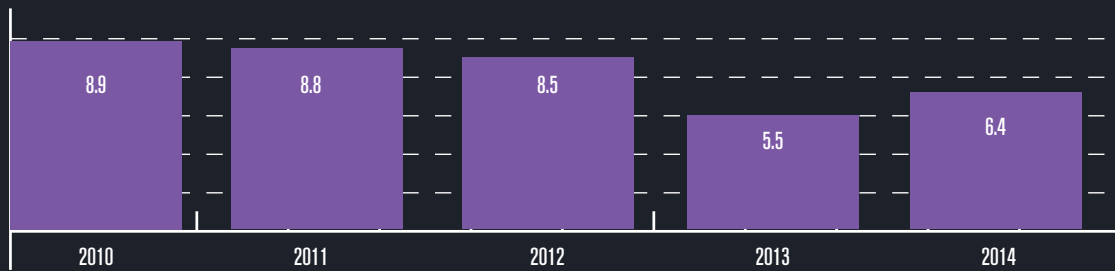


Gráfico 15 – Porcentaje de la inversión en infraestructura en economías avanzadas.

Gráfico 16 – Las PPP representan el 7.5% de la inversión en infraestructura en países en desarrollo.

LOS FLUJOS OFICIALES CONCESIONALES: LA ASISTENCIA OFICIAL PARA EL DESARROLLO

En 2016, los flujos oficiales netos de asistencia oficial para el desarrollo (AOD) hacia América Latina y el Caribe fueron de 11.284 millones de dólares, lo que representa un 0,25% del ingreso nacional bruto promedio de la región y un aumento del 11% en comparación con el año anterior.

En los últimos años, el principal proveedor de AOD de tipo multilateral hacia la región ha sido el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que representó un 12,1% del total de los desembolsos netos de AOD durante el período que va de 2008 a 2016 (en dólares constantes de 2015). En 2016, su participación fue de un 6,6%. Las instituciones de la Unión Europea contribuyeron un 10,2% y un 9,8% durante ese período y ese año, respectivamente. En el caso de los flujos netos de AOD provenientes de los proveedores bilaterales, los Estados Unidos, Alemania y España fueron los tres países que más aportaron al total durante el período que va de 2008 a 2016 (en dólares constantes de 2015), mientras que, en ese último año, la participación de estos países fue del 16,4%, el 13,4% y el 19,7%, respectivamente.

América Latina y el Caribe: Principales proveedores de asistencia oficial para el desarrollo hacia la región, 1960-2016

(En porcentajes del total de desembolsos netos en cada período)

1960-1989	1990-1999	2000-2007	2008-2016	2016
Estados Unidos 39.7	Estados Unidos 23.5	Estados Unidos 26.9	Estados Unidos 21.8	España 19.7
BID 12.3	Japón 8.8	España 10.0	BID 12.1	Estados Unidos 16.4
Alemania 8.6	Instituciones de la UE 8.5	Instituciones de la UE 10.0	Alemania 10.9	Alemania 13.4
Naciones Unidas 7.4	Alemania 8.5	Alemania 7.0	Instituciones de la UE 10.2	Instituciones de la UE 9.8
Países Bajos 6.4	Países Bajos 6.9	Japón 6.0	España 8.5	Francia 7.7
Francia 5.0	España 6.5	Canadá 4.1	Francia 7.6	BID 6.6
Reino Unido 4.5	Naciones Unidas 5.0	AIF 4.0	Canadá 4.9	Canadá 3.5
Japón 3.3	AIF 4.2	BID 3.7	Noruega 2.5	Rusia 3.3
Canadá 2.9	Francia 3.8	Países Bajos 3.7	AIF 2.5	Reino Unido 3.2
Instituciones de la UE 2.1	Italia 3.8	Francia 3.5	Naciones Unidas 2.1	Naciones Unidas 2.0

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos disponibles a febrero de 2018 de Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD).

Nota: BID corresponde al Banco Interamericano de Desarrollo; AIF corresponde a la Asociación Internacional de Fomenom la parte concesional del Banco Mundial; Instituciones de la UE corresponde a las Instituciones de la Unión Europea.

Tabla 5 –América Latina: principales proveedores de asistencia oficial para el desarrollo hacia la región, 1960-2016.

En términos de montos absolutos constantes en dólares de 2015, se puede observar una tendencia general al alza a lo largo de los años.

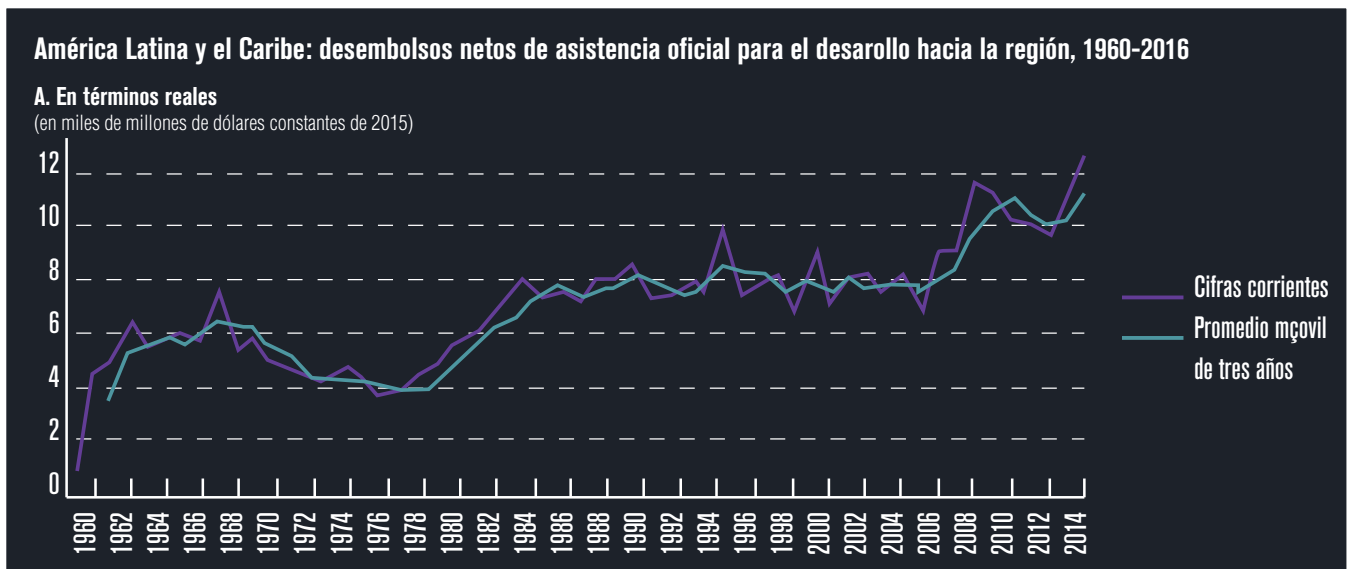


Gráfico 17 – En términos reales (en miles de millones de dólares constantes de 2015).

Sin embargo, el impacto de esta asistencia, medida en términos del ingreso nacional bruto de toda la región ha disminuido desde el 1.2% en 1960 al 0.2% en la actualidad.

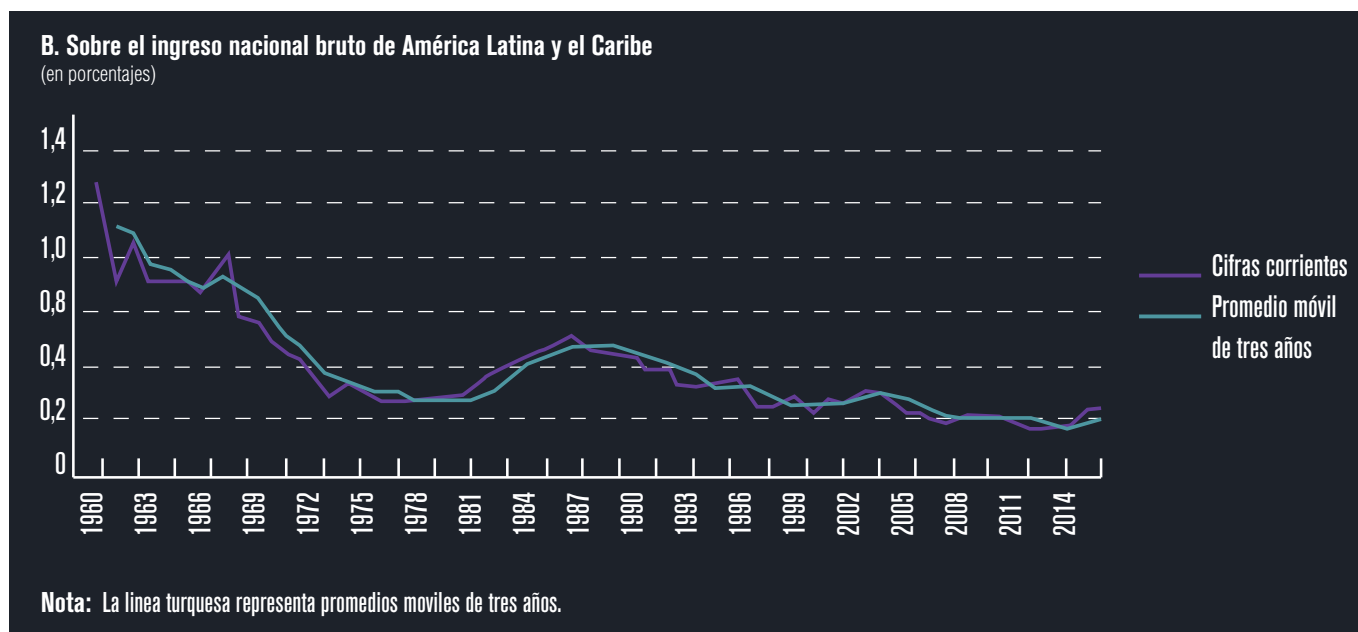


Gráfico 18 – Ingreso nacional bruto de América Latina y el Caribe (en porcentajes).
 Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de disponibles a febrero de 2018 de Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD).

En el gráfico 19 se muestra la participación de las regiones mundiales en los desembolsos totales de AOD. Los desembolsos destinados a la región constituyen un 8,9% de los desembolsos totales.

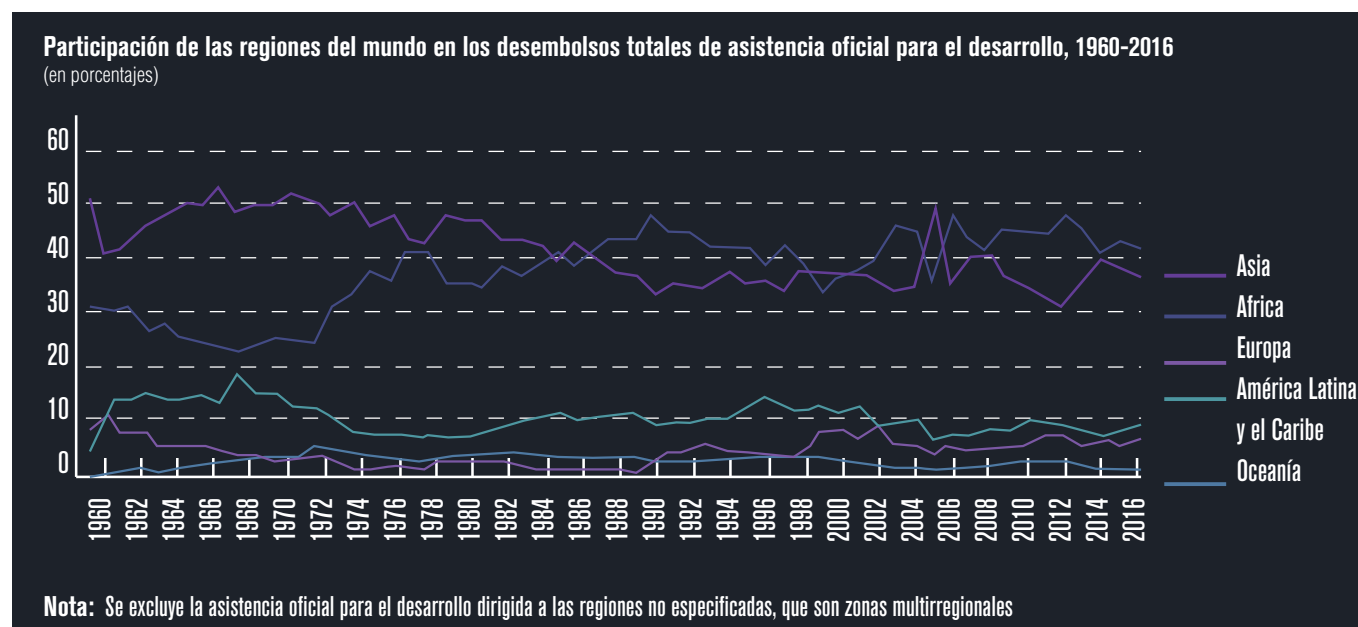


Gráfico 19 – Participación de las regiones mundiales en los desembolsos totales de AOD.
 Fuente: Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre base de datos disponibles a febrero de 2018 de OCDE – CAD.

En los últimos cinco años, los principales países receptores de los flujos concesionales fueron Haití, Colombia, Brasil, Bolivia, México, Honduras y Nicaragua. En el promedio del período 2012-2016, Haití y Colombia fueron los países que recibieron más flujos de AOD: un 10,9% y un 10,2%, respectivamente. En 2016 no se observa mucha diferencia en la distribución de los flujos entre los países de la región, más allá de que los flujos hacia Cuba aumentaron significativamente, al pasar de 553 millones de dólares en 2015 a 2.680 millones de dólares en 2016, año en que constituyeron el 23,7% de los desembolsos de AOD hacia América Latina y el Caribe (grafico 20).

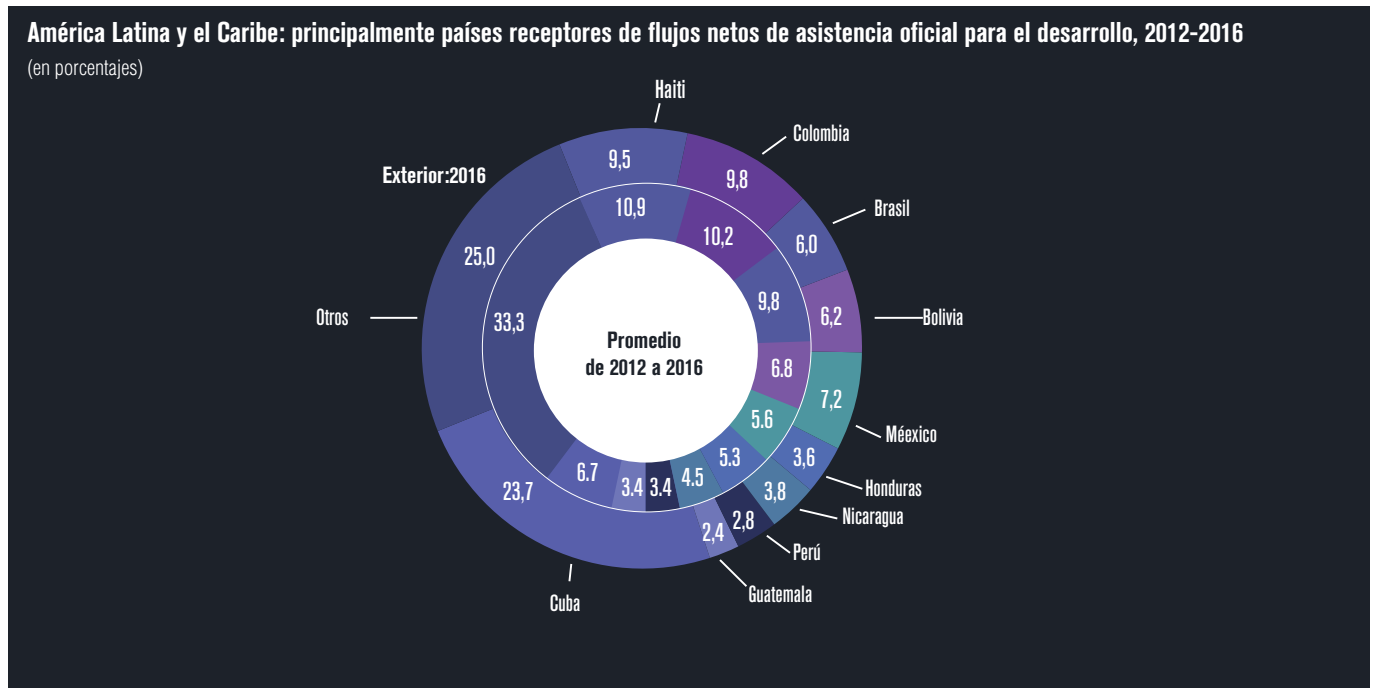


Gráfico 20 – América Latina y el Caribe: principales países receptores de flujos netos de asistencia oficial para el desarrollo 2012-2016 (en porcentajes)

Fuente: Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre base de datos disponibles a febrero de 2018 de OCDE – CAD.

En el análisis de la AOD por sectores, que se muestra en la Tabla 6, se observa que los sectores de asuntos sociales recibieron la mayoría de los fondos: un 35,8% en promedio durante el período 2012-2016. Entre estos se destaca el sector relacionado con el gobierno y la sociedad civil, al cual se dirigió el 15,9% de la ayuda. En 2016, la mayor parte de la ayuda que recibió este sector en la región en su conjunto se destinó al mantenimiento de la paz y la resolución de conflictos, el desarrollo legal y judicial, y, luego, la participación democrática y la sociedad civil.

Desde 2003, se observa un aumento de los flujos dirigidos a los sectores de infraestructura. En términos de su participación porcentual en el total del financiamiento de la AOD, dichos flujos pasaron de un promedio del 6,9% en el período que va de 2003 a 2007, a un promedio del 20,1% en el período que va de 2012 a 2016. Las principales áreas de infraestructura que recibieron asistencia son la energía, el transporte y el agua.

América Latina y el Caribe: distribución promedio de la asistencia oficial para el desarrollo por sectores, 2003-2016
(En porcentajes del total)

	2003-2007	2008-2012	2012-2016	2016
Asignable por sector	66,2	81,0	81,5	71,2
Sectores no productivos	47,7	60,1	59,8	51,3
Asuntos sociales	39,0	39,1	35,8	28,7
Educación	7,2	8,3	6,9	6,0
Salud	4,0	4,0	4,3	3,6
Población	3,6	4,5	3,6	2,6
Gobierno, sociedad civil, leyes e instituciones	10,3	15,0	15,9	13,3

	2003-2007	2008-2012	2012-2016	2016
Otros	14,0	7,3	5,1	3,2
Infraestructura	6,9	17,4	20,1	17,7
Agua	3,4	6,8	5,3	5,6
Transporte	2,1	5,5	7,0	5,5
Comunicaciones	0,4	0,6	0,5	0,2
Energía	1,0	4,6	7,3	6,4
Bancos, finanzas y servicios empresariales	1,7	3,6	4,0	4,8
Sectores productivos	8,8	9,9	8,3	7,4
Agricultura, silvicultura y pesca	6,6	6,6	5,8	5,5
Industria	1,2	2,0	1,4	1,0
Minería	0,2	0,1	0,2	0,2
Construcción	0,0	0,0	0,0	0,0
Turismo	0,1	0,3	0,2	0,1
Regulaciones del comercio	0,6	0,9	0,9	0,6
Multisectorial	9,8	11,0	13,4	12,6
Protección ambiental	4,1	6,0	8,2	7,7
Otros	5,8	5,0	5,2	4,9
No asignables por sector^a	33,8	19,0	18,5	28,8

^a Presupuesto general, asistencia para productos o alimentos, asistencia relacionada con la deuda, ayuda humanitaria o de emergencia, asistencia para refugiados, asistencia administrativa y otros servicios no asignados.

Tabla 6 – América Latina y el Caribe: distribución promedio de la asistencia oficial para el desarrollo por sectores 2003-2016 (en porcentajes del total) Fuente: Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre base de datos disponibles a febrero de 2018 de OCDE – CAD.

LOS FLUJOS OFICIALES NO CONCESIONALES

Casi todos los fondos oficiales no concesionales destinados a países de América Latina y el Caribe provienen de tres fuentes internacionales: el Banco Mundial, por intermedio del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF, 24%); el Banco Interamericano de Desarrollo (BID, 32%) y el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF, 37%), que es un banco subregional.

Dos bancos subregionales más pequeños, el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC), proveen los restantes 6% y 1%, respectivamente. Estos fondos por lo general consisten en préstamos, garantías y participaciones de capital.

Los bancos de desarrollo juegan un papel importante en lo que respecta a desarrollar la infraestructura que permitiría aumentar la productividad de la región. En promedios basados en cinco años, la inversión en infraestructura (transporte, agua, y energía) ocupa el 33% de los fondos aprobados por el BID y casi el 25% de las aprobaciones del Banco Mundial. Alrededor de la mitad del apoyo que cada uno de estos bancos brinda a este sector se destinó al desarrollo de infraestructura para el transporte, con el fin de mejorar las autopistas y la conectividad regional.

Los bancos subregionales también hacen una contribución importante al desarrollo de la infraestructura en la región; se destaca el aporte al sector de la energía. Entre ellos, el BDC aprobó el 39% de su financiamiento para el sector de la infraestructura y también dedicó casi la mitad de este al desarrollo del transporte; el resto se destinó a energía y agua. El BCIE aprobó alrededor del 53% de su financiamiento para la infraestructura, 21% del cual se destinó al sector de la energía. En 2016, el CAF destinó casi el 21% de su financiamiento al desarrollo de la infraestructura. La mayor parte de este se dirigió a la energía (10%) y al transporte (6%).

América Latina y el Caribe: distribución promedio por sector de los fondos multilaterales no concesionales aprobados para la región, 2012-2016
(En porcentajes del total)

	Banco Mundial	Banco interamericano de Desarrollo
Sectores no productivos	89,4	84,0
Asuntos sociales	59,8	34,5
Gobierno, sociedad civil, leyes e institutos	30,4	14,1
Salud y otros	16,3	15,6
Educación	13,2	4,8
Infraestructura	24,9	33,0
Agua y saneamiento	7,2	9,1
Transporte	13,2	15,7
Comunicaciones	0,5	-
Energía	4,0	8,3
Bancos, finanzas y servicios empresariales	4,7	16,4
Sectores productivos	11,5	8,1
Agricultura, silvicultura y pesca	4,0	1,9
Industria	7,4	0,6
Turismo	-	0,7
Regulaciones del comercio e integración regional ^a	-	4,9
Multisectorial	-	7,9
Protección ambiental y desastres naturales	-	3,5
Otros	-	4,4

Tabla 7 – América Latina y el Caribe: distribución promedio por sector de los fondos multilaterales no concesionales aprobados para la región 2012-2016 (en porcentajes del total).

Fuente: Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre base de datos disponibles a febrero de 2018.

LOS FLUJOS PRIVADOS

La mayoría de los flujos netos que ingresan a América Latina y el Caribe son flujos privados, sobre todo flujos netos de inversión extranjera directa, flujos netos de cartera —entre ellos, títulos de participación en capital o patrimonio, y títulos de deuda o bonos— y, finalmente, remesas de migrantes (gráfico 21).

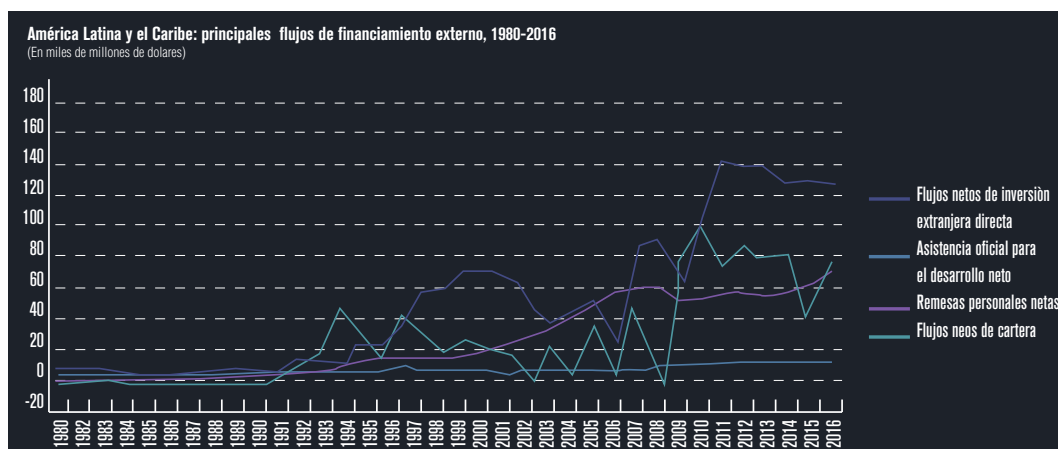


Gráfico 21 – América Latina y el Caribe: principales flujos de financiamiento externo, 1980-2016 (en miles de millones de dólares).

Fuente: Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre base del Banco Mundial, World development indicators, y datos sobre asistencia oficial para el desarrollo.

LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

En 2016, la inversión extranjera directa (IED) neta fue de 130.116 millones de dólares, lo que representó el 2,33% del PIB regional y una caída del 11% respecto al año anterior. Ese fue el cuarto año consecutivo durante el cual la IED neta regional disminuyó después del punto máximo que había alcanzado en 2012, cuando se situó en 149.794 millones de dólares. Desde 2010, la tendencia general de la IED neta corresponde a la disminución de la entrada de flujos (la inversión neta de los extranjeros), a pesar de que también disminuyó la salida (la inversión que los residentes de América Latina y el Caribe hacen en el extranjero en términos netos), lo que da como resultado menores flujos netos que entran a la región (grafico 22)

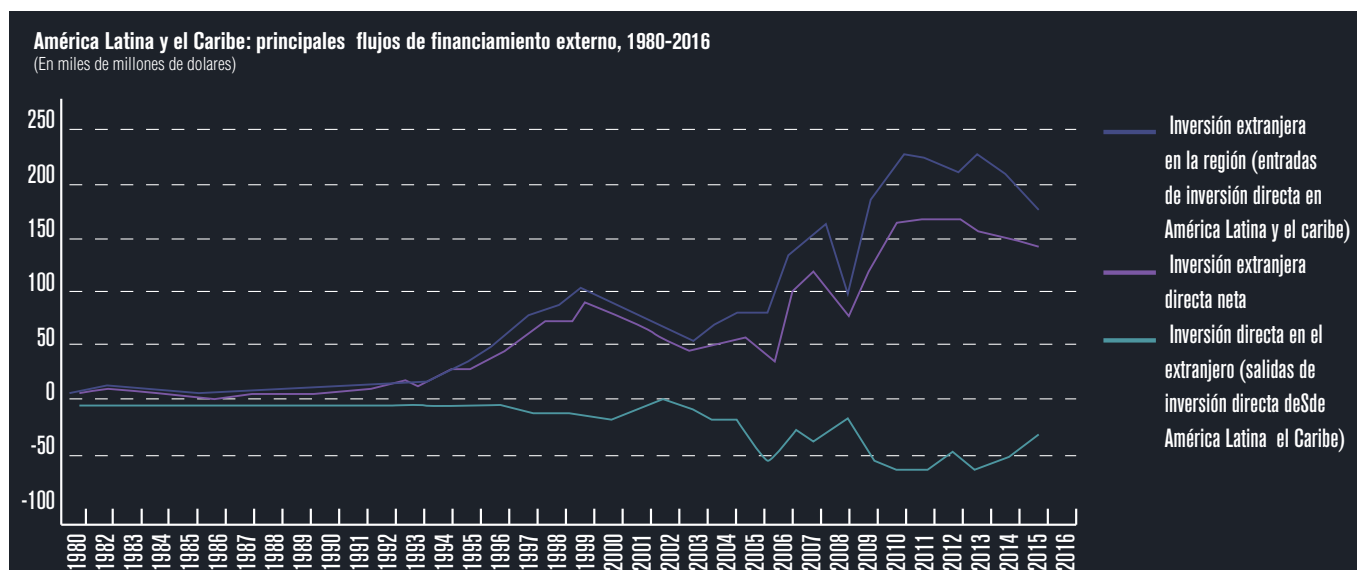


Gráfico 22 – América Latina y el Caribe: inversión extranjera directa 1980-2016 (en miles de millones de dólares)

Fuente: Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

LOS FLUJOS DE CARTERA Y OTROS ACREEDORES

Si se vuelve a considerar la región sin incluir los países clasificados como de ingresos altos, los flujos netos de cartera representaron en total el 1,52% del PIB en 2016, lo que supone un notable incremento frente al 0,80% que se había alcanzado en 2015. En 2016, se alcanzaron los 73.896 millones de dólares en materia de flujos de cartera, una cifra significativamente mayor que los 40.334 millones de dólares registrados en 2015 y más similar a la que se había observado los cuatro años previos, cuando el promedio fue de 81.227 millones de dólares.

En términos generales, los flujos de cartera tuvieron una tendencia similar a la de la IED en los últimos 15 años, aunque siempre han sido mucho más volátiles y susceptibles a cambiar de forma repentina en respuesta a las condiciones económicas.

Los títulos de deuda (bonos públicos o garantizados y bonos no garantizados) componen la mayoría de los flujos de cartera en la región. Es una tendencia que se destaca más después de la crisis financiera-bancaria de 2008, por dos motivos: i) la sustitución general de créditos bancarios por títulos de deuda, que ocurrió mientras los bancos reevaluaban sus carteras de crédito y modelos de negocio en los años que siguieron a la crisis, y ii) el incremento de los flujos provenientes de inversores extranjeros, que buscaban el rendimiento que todavía se encontraba en América Latina y el Caribe pero no en las economías desarrolladas, dado que, en estas últimas, las tasas de interés eran bajas debido a las políticas de expansión cuantitativa (grafico 23)

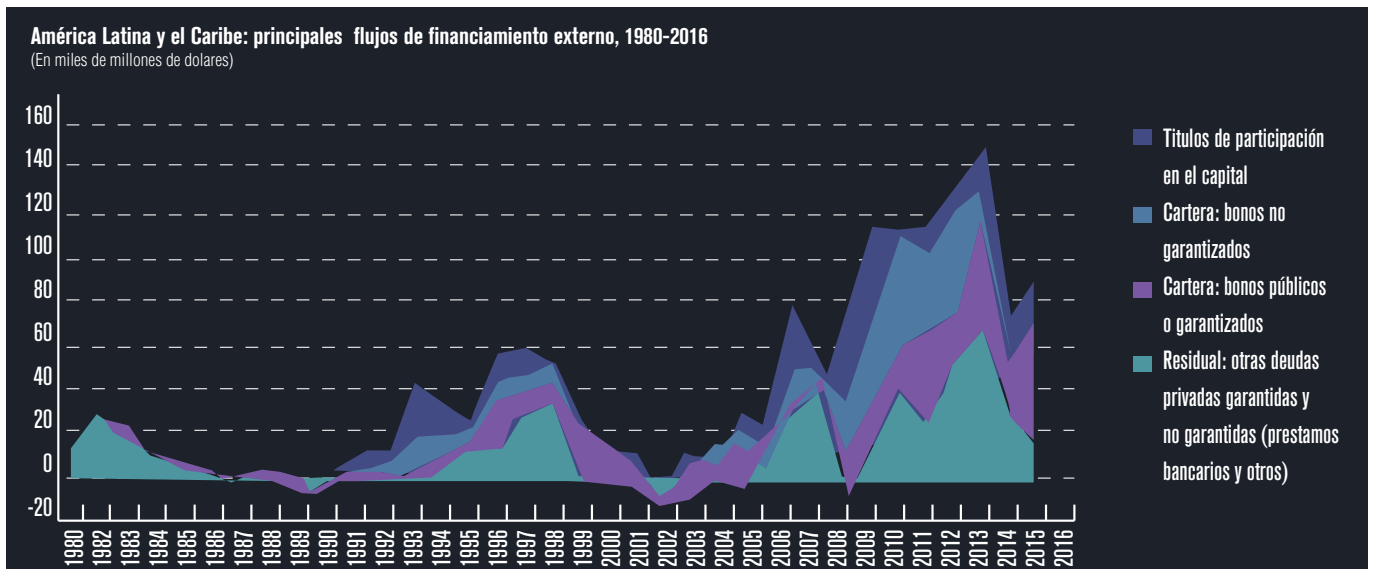


Gráfico 23 – América Latina y el Caribe: flujos netos de acreedores privados y títulos de participación en el capital 1980-2016 (en miles de millones de dólares)
Fuente: Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre base del Banco Mundial.

LA RELEVANCIA DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO A NIVEL DE PAÍS

Al alejarse del análisis agregado de la región de América Latina y el Caribe, se hace evidente que existe una gran distinción entre las tres principales subregiones: el Caribe, Centroamérica y América del Sur. Se observa asimismo que el nivel del PIB per cápita de cada país es un indicador importante del tipo de flujo financiero que se dirige hacia él.

En promedio, durante el período de 2012 a 2016, las remesas y la AOD representaron el 51% de los flujos netos provenientes del exterior en los países cuyo PIB per cápita era significativamente inferior al promedio regional. Por otra parte, los países que tenían un PIB cercano o superior al promedio regional atrajeron más capital del exterior en forma de inversión directa y flujos de cartera, mientras que las remesas y la ayuda oficial representaron el 14% de los flujos financieros totales.

Las remesas ocupan una posición importante en los países centroamericanos, y la relación inversa entre el PIB per cápita y las remesas como porcentaje del PIB total es más predominante en esas economías (grafico 24).

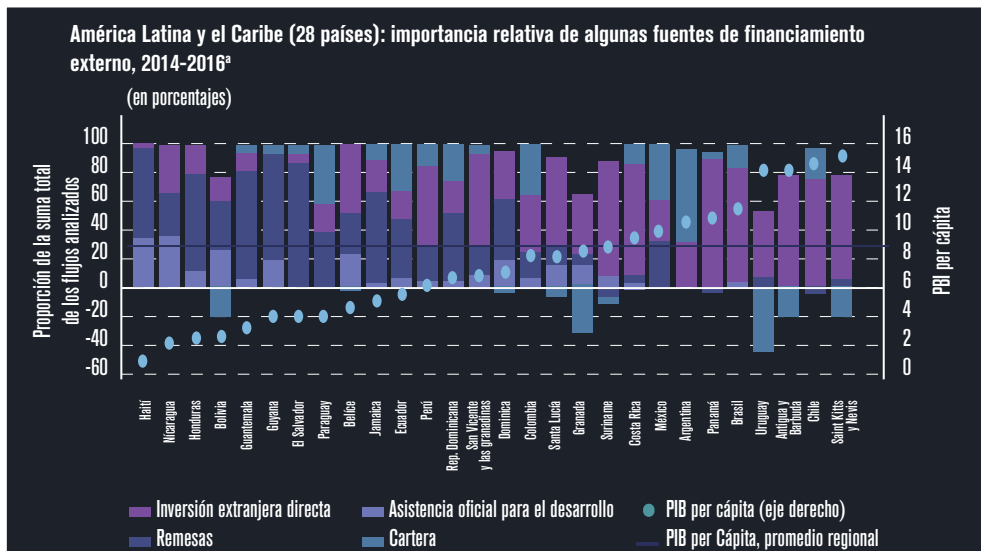


Gráfico 24 – América Latina y el Caribe 28 países: importancia relativa de algunas fuentes de financiamiento externo 2014-2016 (en porcentajes)
Fuente: Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre base del Banco Mundial, World development indicators, y datos sobre asistencia oficial para el desarrollo, OCDE, CAD, AOD.

Otra diferencia que existe en la región es la importancia relativa del capital extranjero como porcentaje del PIB nacional. Entre 2014 y 2016, en promedio, el total de los flujos financieros extranjeros que llegaron al Caribe representó el 10,1% del PIB. En las economías centroamericanas, este porcentaje también fue alto y alcanzó un promedio del 16,1% del PIB. La importancia relativa de dicho porcentaje fue significativamente menor cuanto mayor era el ingreso nacional per cápita. En América del Sur, por su parte, los flujos financieros extranjeros representaron, en promedio, el 4,3% del PIB y alcanzaron un máximo del 7,4%, con independencia del nivel de ingreso nacional per cápita (grafico 25).

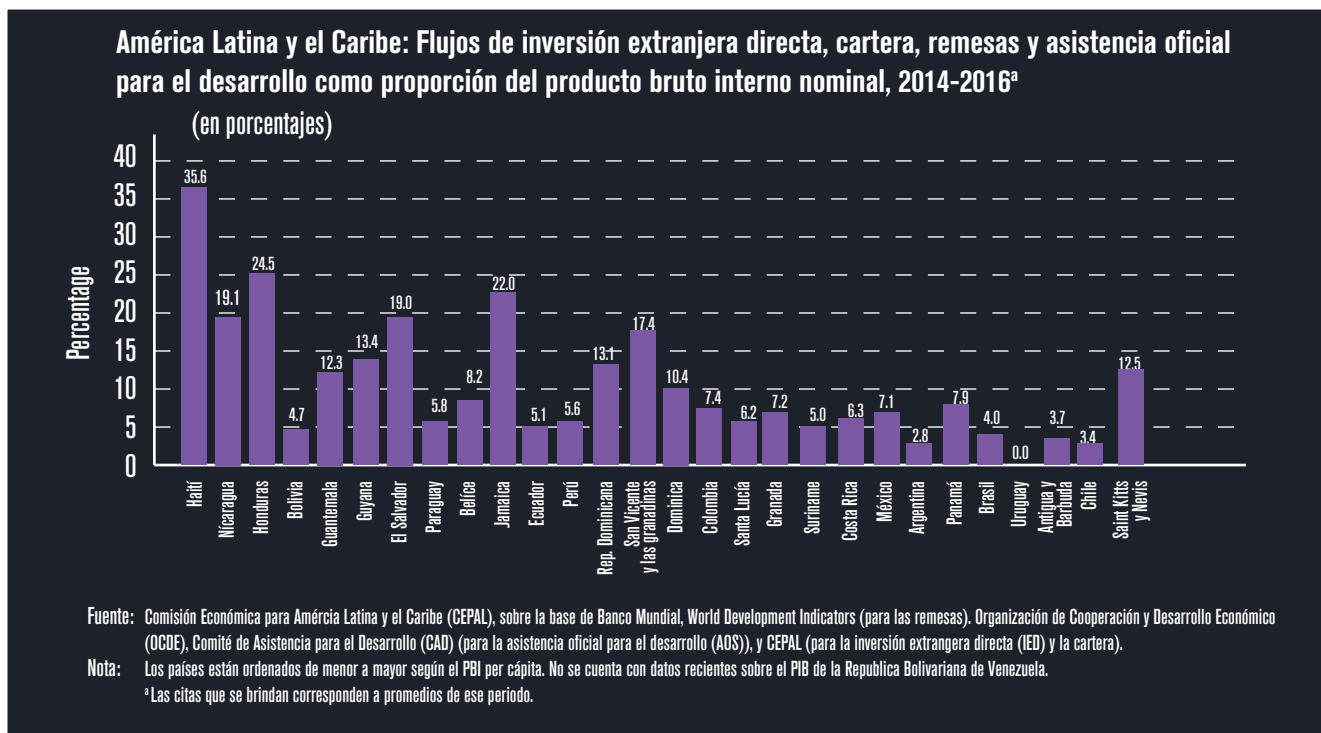


Gráfico 25 – América Latina y el Caribe: flujos de inversión extranjera directa, cartera, remesas y asistencia oficial para el desarrollo como proporción del producto bruto interno nominal (en porcentajes)

Fuente: Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre base del Banco Mundial, World development indicators, y datos sobre asistencia oficial para el desarrollo, OCDE, CAD, AOD

INSTRUMENTOS PARA EL FINANCIAMIENTO DE INFRAESTRUCTURA

A medida que los inversores evalúan los tipos de activos de infraestructura que están disponibles además de las preferencias geográficas, también tienen la opción de elegir cuáles instrumentos pueden utilizar para participar en inversiones en infraestructura. Existe una variedad creciente, y a veces confusa, de vehículos de inversión disponibles para los activos de infraestructura. Se pueden distinguir principalmente las inversiones directas e indirectas. Además, Standard & Poor's¹⁴ clasifica también las oportunidades indirectas en fondos de infraestructura listados y no listados.

Las inversiones directas, por definición, ofrecen control directo y brindan la oportunidad de poseer o arrendar activos tales como autopistas de peaje y compañías de energía. Sin embargo, la inversión directa requiere experiencia en la actividad que puede hacerla prohibitiva para los inversionistas más pequeños y requiere un elevado nivel de capital.

Uno de los principales riesgos en la inversión directa en infraestructura es el riesgo regulatorio ya que los inversionistas tienen una influencia limitada en el resultado del proceso político. Este riesgo es una cuestión clave, ya que la estabilidad de los flujos de efectivo solo se garantiza en caso de no producirse cambios en las condiciones legales y reglamentarias correspondientes a un proyecto.

Respecto a la inversión indirecta, los fondos de infraestructura listados implican valores negociados públicamente en índices bursátiles bien establecidos.

Los fondos de infraestructura no listados incluyen acuerdos de capital mancomunados a través de los cuales se realizan inversiones en una variedad de activos de infraestructura. Cada fondo tiene una estrategia diferente (diferenciada por sector, nivel de madurez, geografías, etc), por lo que los inversores pueden obtener la diversificación requerida mediante la contratación de diferentes entidades administradores de fondos.

La liquidez de los fondos no listados es muy reducida en comparación con la de los fondos listados.

CARACTERÍSTICAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA

Los fondos de infraestructura son vehículos de inversión para invertir en una cartera de activos de infraestructura. Este modelo de inversión ganó aceptación mundial en respuesta a la necesidad de una clase de activos alternativa después de la crisis financiera del año 2000. El modelo de estos fondos de infraestructura pioneros fue luego adoptado por numerosos bancos de inversión e instituciones financieras de todo el mundo.

Actualmente, los fondos de infraestructura más grandes se concentran principalmente en Estados Unidos, Canadá y Europa.

Desde el año 2003 se han incrementado sensiblemente la cantidad de fondos dedicados a infraestructura¹⁵ (grafico 26).

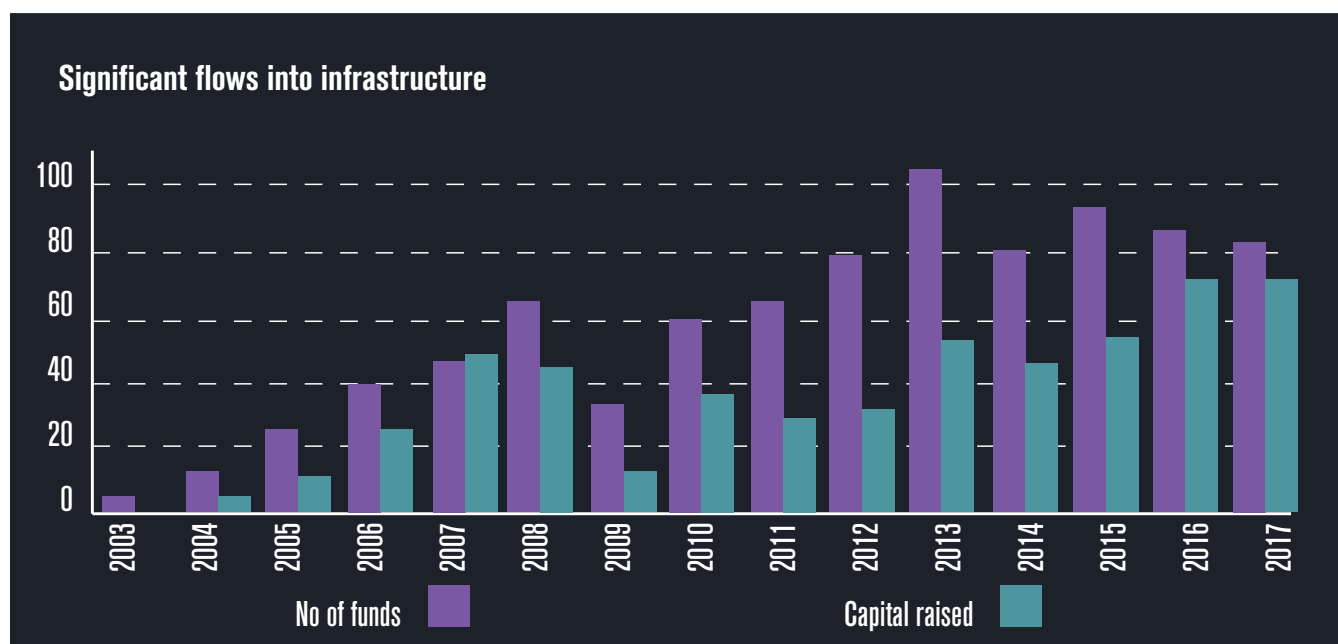


Gráfico 26 – Flujos significativos en la infraestructura.

¿CÓMO FUNCIONA UN FONDO DE INFRAESTRUCTURA?

El esquema utilizado por la mayoría de los fondos de Inversión en infraestructura es un vehículo de inversión con un administrador de dinero y varios socios o inversores con derechos y responsabilidades limitados y no están involucrados en forma directa en las operaciones diarias de la empresa que está a cargo de la construcción u operación de la obra¹⁶.

El administrador del fondo (llamado Socio General) recauda dinero de los Socios y lo invierte en proyectos de infraestructura durante un período específico. Además, el Socio general cobra una tarifa básica fija (fee) por la administración y una tarifa variable (success fee), en función de los beneficios obtenidos. Los inversores iniciales a menudo son bancos y grandes empresas que comprometen un aporte inicial de capital para invertir en el Fondo.

Por otro lado, los Socios o inversores reciben las ganancias de capital y los beneficios impositivos, de modo que el capital invertido se devuelve al inversor. Los inversores no tienen el poder de decisión o control, ni ninguna influencia significativa en la toma de decisiones financieras; solo poseen derechos económicos basados en su compromiso con el Fondo. Los términos, estructuras, comisiones y otros asuntos que rigen la relación contractual entre el Socio General y los Socios Limitados se establecen en la llamada Carta de Acuerdo.

Los principales inversores de estos fondos de infraestructura son los inversores institucionales: los fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fondos soberanos, las denominadas oficinas familiares (“family office”) y fondos de fondos.

¹⁴ <https://espanol.spindices.com/indices/equity/sp-global-infrastructure-index>

¹⁵ An introduction to infrastructure as an asset class. UBS. 2018

¹⁶ Lawrence, M. & Stapledon, G.P. (2018). Infrastructure Funds: Creative Use of Corporate Structure and Law – But in Whose Interests? University of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 314. University of Melbourne, Melbourne Australia.

INICIATIVA EN EL MERCADO DE CAPITALES LOCAL PARA EL FINANCIAMIENTO DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA

Respecto a las iniciativas locales para la generación de vehículos destinados a la inversión en obras de infraestructura, cabe mencionar que la Comisión Nacional de Valores ha incorporado recientemente un régimen diferenciado de oferta pública para los llamados “Project Bonds”¹⁷, Obligaciones Negociables que tengan como destino el financiamiento de proyectos individuales, generalmente de infraestructura, y que pueden emitirse en mercados de valores o colocarse de forma privada.

Los conocidos internacionalmente como Bonos de Proyectos son estructurados por una empresa que patrocina el proyecto a través de un “Vehículo de Propósito Especial” (“SPV”), formado como una entidad legal distinta y constituidos de acuerdo al régimen jurídico de que se trate, como fideicomisos financieros sobre los cuales se emitirán valores fiduciarios o como Sociedades de Propósito Especial creadas exclusivamente para el desarrollo de un Proyecto, que emitirá un bono u obligación negociable.

La incorporación de este nuevo instrumento de inversión, en línea con las políticas del Estado Nacional, está destinada a incentivar el desarrollo de Proyectos que hacen al interés público, como los Contratos de Participación Público Privada (PPP) previstos en la Ley N° 27.328, los que abarcan Proyectos de infraestructura, vivienda, actividades y servicios, inversión productiva, investigación aplicada y/o innovación tecnológica, pero estos instrumentos no serán limitados, al campo de la infraestructura. Los Proyectos podrán ser tanto públicos como privados, debiendo ser las Obligaciones Negociables emitidas por sociedades privadas constituidas especialmente a los fines de llevar a cabo los proyectos, donde la fuente de repago dependa exclusivamente del flujo de fondos generado por ellos. Quedan, entonces, exceptuados de este régimen la oferta pública de valores negociables emitidos por entes públicos.

Los proyectos a financiarse deberán ser dentro del territorio nacional, pudiendo encontrarse en cualquier etapa de avance, como en diseño, en desarrollo, en construcción o tratarse del refinanciamiento de deuda. Una vez registrada la primera emisión, no se podrán incorporar nuevos proyectos que no formen parte de la concepción inicial del mismo, excepto que sean necesarios como consecuencia de factores imprevistos, y que puedan considerarse conexos al proyecto inicial. Las características generales del proyecto a desarrollar deberán estar definidas en el acto constitutivo de la Sociedad.

Estos proyectos, a su vez, podrán ser impulsados por un “Patrocinador” en su interés, y por lo cual podrá aportar recursos para su consecución, considerándose en ese caso los responsables del patrimonio inicial el cual deberá ser informado en el Prospecto.

El régimen diferenciado será con requisitos específicos de información vinculados a las características de la emisión: estudios de factibilidad técnica y financiera, cálculos efectuados y proyectados sobre los flujos de fondos futuros, así como a los riesgos asociados al Proyecto, trimestralmente un informe de avance del proyecto, entre otras cuestiones, para lo que se establece un modelo de Prospecto especial. Contará con los beneficios de la Ley de Obligaciones Negociables y podrán ser emitidas con garantía.

Estos Project Bonds se emiten como herramienta de financiamiento a largo plazo exclusivamente para esos Proyectos que pueden ser de diversa índole, y dependen de un flujo de fondos determinado, a diferencia de los corporativos que deben soportar los riesgos crediticios de la entidad. Por sus características y riesgos asociados a la inversión, las emisiones deberán ser destinadas exclusivamente a inversores calificados.

STOCK GLOBAL DE INVERSIONES EN INFRAESTRUCTURA Y PRINCIPALES PLAYERS

El stock global de inversiones en infraestructura, incluyendo las destinadas al real estate y otros proyectos, tanto privadas como públicas, en títulos de deuda y en acciones alcanzan los u\$s 13.9 trillones, y representan sólo el 8.6% del stock total del capital mundial destinado a inversiones¹⁸.

¹⁷Resolución Gral CNV 726/2018. <http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/CNV/esp/RGCRGN726-18.htm>

¹⁸Sharma, R. (2018). Infrastructure: an emerging asset class for institutional investors. The Societal Function of Investment Asset Classes: Implications for Responsible Investment Conference.

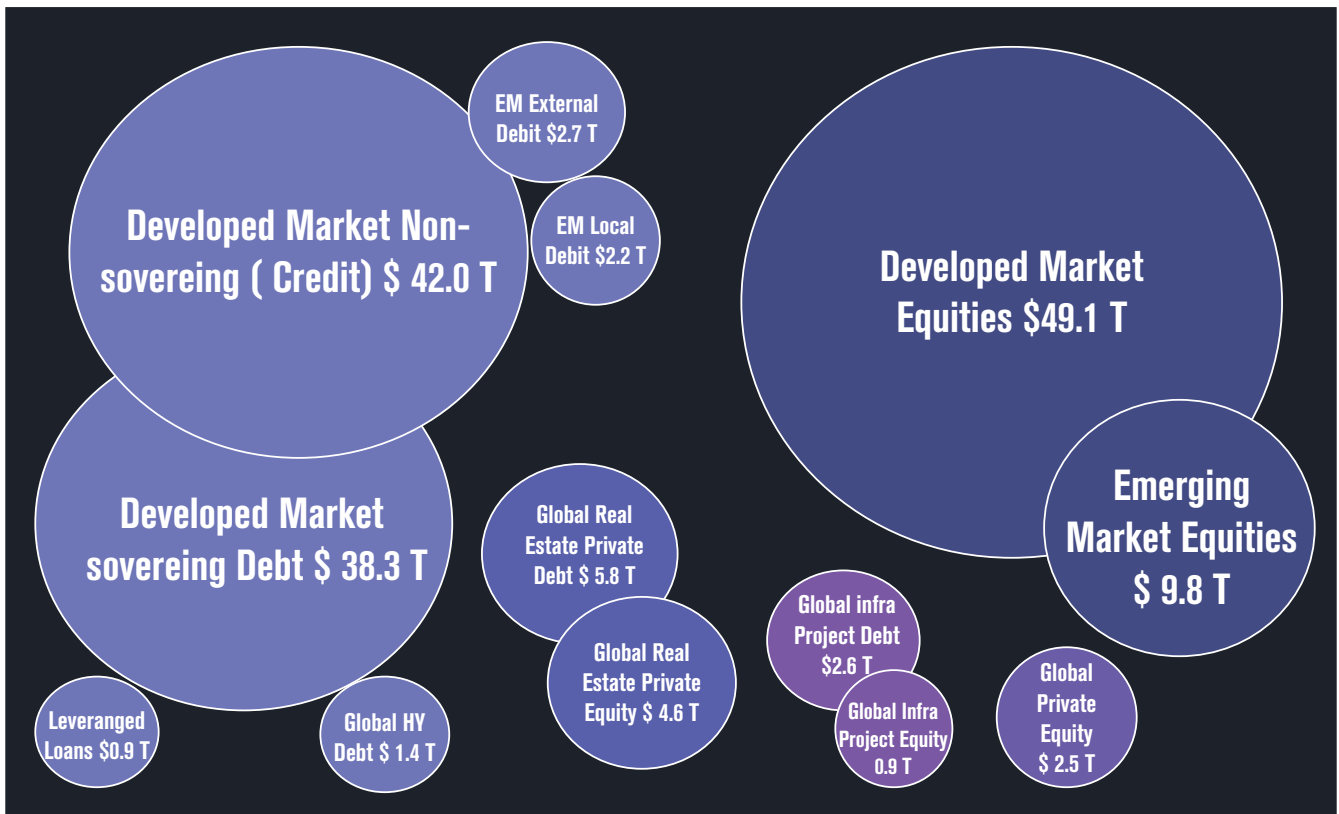
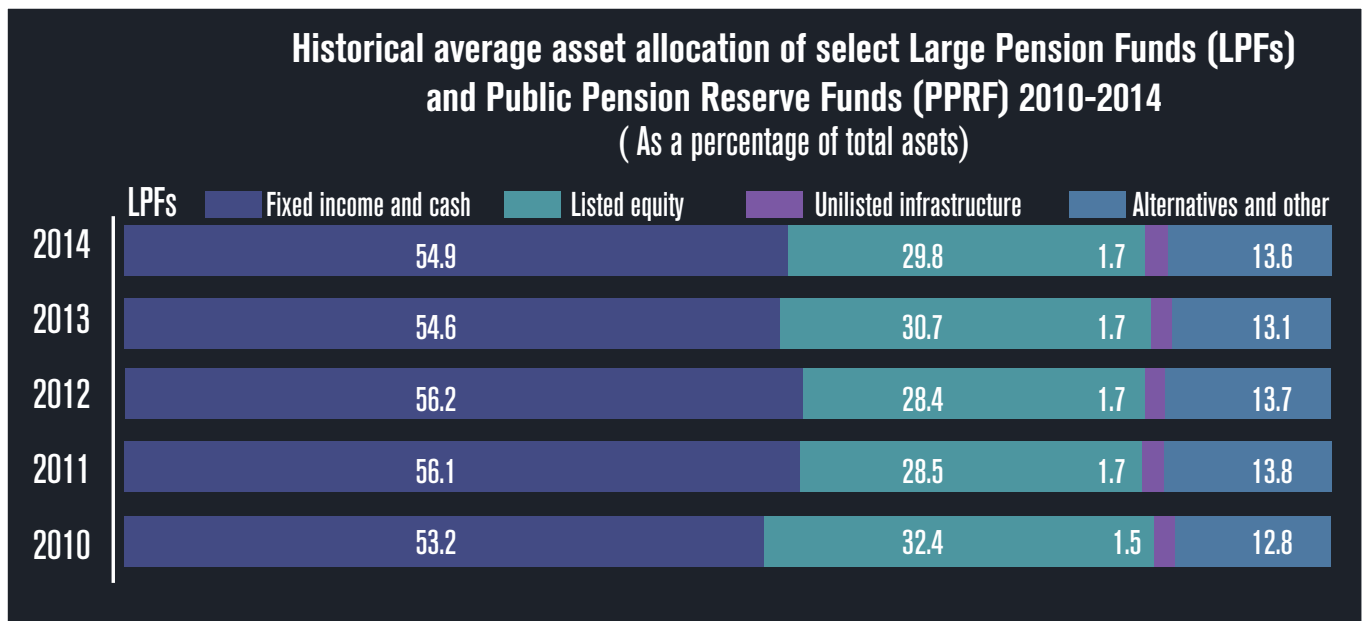


Gráfico 27 – stock global de inversiones en infraestructura.

Los grandes Fondos de Pensión y los Fondos de Reservas Públicos de Inversión (LPF y PPRF, por sus siglas en inglés, respectivamente) están aumentando las inversiones alternativas, entre ellas las inversiones en infraestructura. La asignación histórica de activos para un grupo de 29 LPF en los últimos seis años muestra que las asignaciones a inversiones alternativas (incluida la infraestructura) aumentaron del 12,7% de los activos totales en 2010 al 13,8% en 2015.¹⁹



¹⁹Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds. OCDE 2016

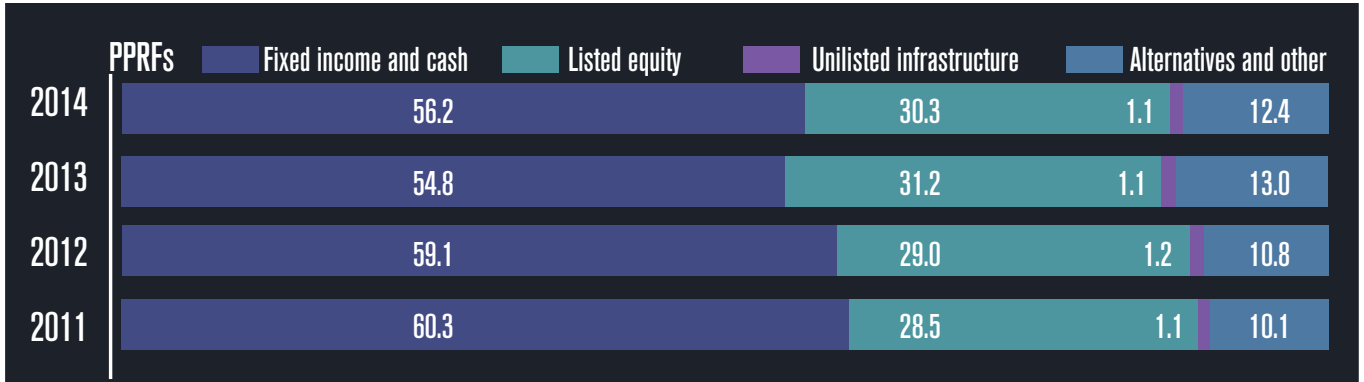


Gráfico 28 – Asignación histórica promedio de fondos de pensión y fondos de reservas públicas de inversión 2010-2016.

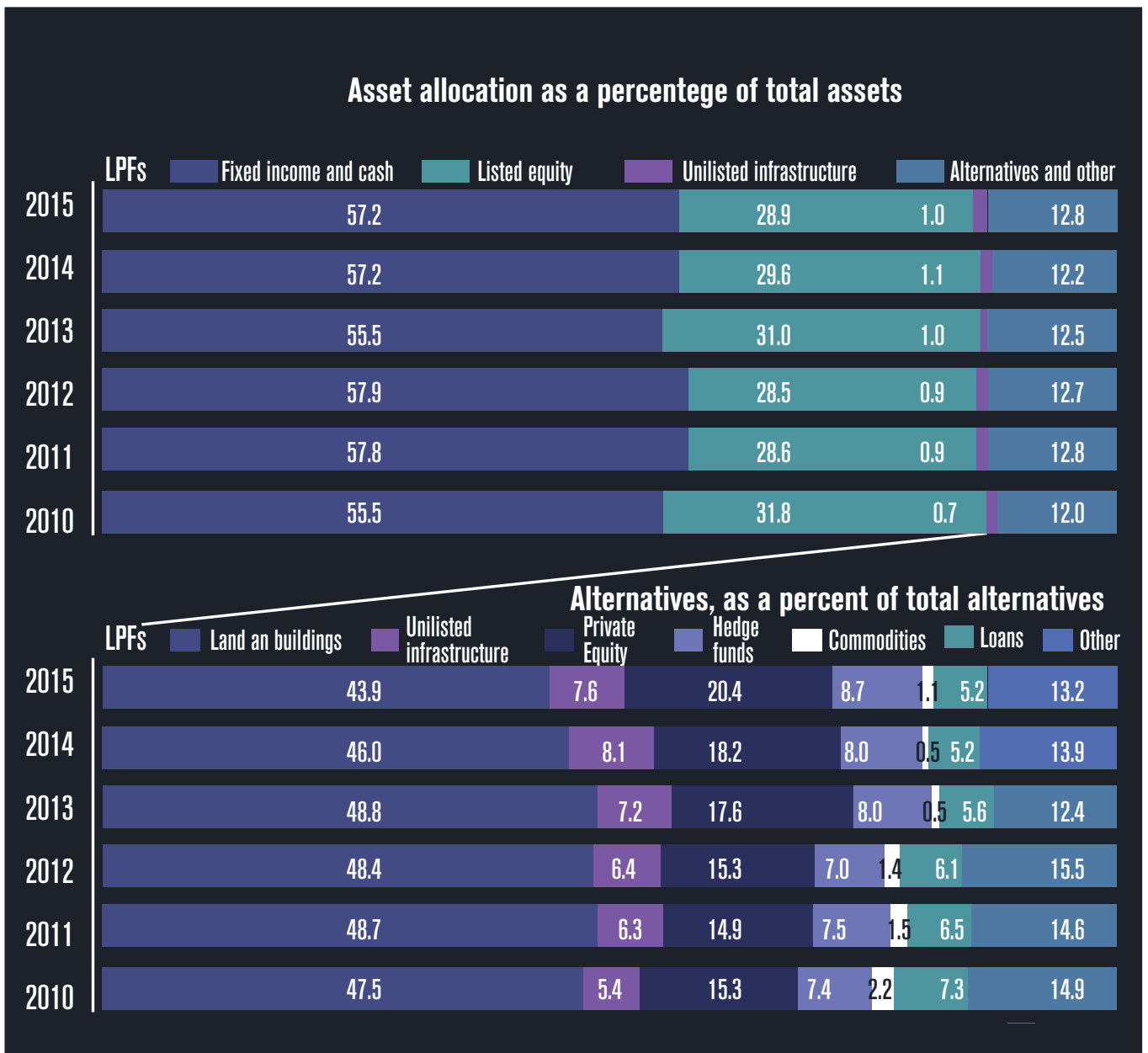


Gráfico 29 – Asignación histórica promedio de activos LPFs seleccionados y desglose de activos alternativos.

Los 20 mayores inversores de infraestructura del mundo administran más de \$ 360 mil millones en activos de infraestructura y se trata de fondos de pensiones, fondos soberanos, aseguradoras y otros propietarios de capital institucional.²⁰

Sources: IPE Research, Reinmaker Information

	Investor	Country	Infrastructure assets (\$'000s)	Total assets (\$'000a)
1	China Investment Corporation	China	40.676.000	813.513.000
2	Abu Dhabi Investment Authority	UAE	24.840.000	828.000.000
3	Canada Pension Plan Investment Board	Canada	18.234.800	237.802.000
4	National Pension Service	South Korea	16.020.200	498.004.000
5	Ontario Teachers' Pension Plan	Canada	13.215.000	130.368.000
6	OMERS	Canada	13.024.900	79.825.700
7	APG	Netherlands	12.850.500	514.021.000
8	Legal & General	UK	13.301.600	575.535.000
9	CDPQ	Canada	10.913.500	154.199.000
10	AustralianSuper	Australia	8.617.230	81.245.200
11	PSP Investments	Canada	8.329.460	101.754.000
12	bcIMC	Canada	8.254.420	101.679.000
13	Future Fund	Australia	8.209.820	102.265.000
14	PGGM	Netherlands	7.901.700	216.823.000
15	China Life	China	7.703.250	352.445.000
16	Teacher Retirement System of Texas	US	7.646.282	152.925.647
17	Unisuper	Australia	7.335.670	42.881.100
18	Allianz	Germany	6.959.670	741.605.000
19	PKA	Denmark	6.290.100	37.894.000
20	USS	UK	4.981.360	78.381.800

Tabla 8 - 20 mayores inversores de infraestructura del mundo.

²⁰Top 100 Global Infrastructure Investors. Intelligence on European Pensions and Institutional Investment. <https://www.ipe.com/top-100-global-infrastructure-investors/realassets.ipe.com/top-100-global-infrastructure-investors/10020822.fullarticle>

**NUEVAS ESTRATEGIAS O POLITICAS
PUBLICAS PARA REDUCIR
OBSTACULOS A LA INVERSION
PRIVADA EN INFRAESTRUCTURA**

Como se señaló anteriormente, proporcionar la infraestructura necesaria simplemente para apoyar las tasas esperadas de crecimiento económico requerirían \$ 3.3 trillones anuales hasta el año 2030. Economías avanzadas y en desarrollo por igual están analizando cómo llevar a cabo los proyectos urgentemente necesarios al mismo tiempo que procuran reducir el gasto público y/o reducir la carga de la deuda.

Existe una gran desconexión entre los inversores institucionales (como las aseguradoras, los fondos de pensiones, y fondos soberanos de riqueza) que buscan oportunidades de inversión y los proyectos que necesitan su capital.

La restricción más grande parece ser el desarrollo de una cartera suficiente de proyectos bien estructurados ajustados al riesgo dispuesto a tolerar por los inversores.

También hay restricciones en el lado de la oferta de financiamiento, incluidas las estrictas regulaciones vigentes en los mercados de capitales extranjeros, referidos a las exigencias de suficiencia de capitales (o niveles mínimos de capitales que deben disponer los inversores institucionales) como Basilea III y Solvencia II que recaen sobre bancos y fondos de inversión.

Los mercados de capitales para el financiamiento de los activos de infraestructura siguen siendo relativamente complejos, y los instrumentos de inversión destinados a obras de infraestructura no están estandarizados y son ilíquidos. La estandarización limitada y la escasa agrupación de proyectos aumenta sensiblemente los costos de transacción para los inversores.

ESTRATEGIAS QUE PODRÍAN DESBLOQUEAR LA FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA POR PARTE DE INVERSORES INSTITUCIONALES

Los bancos e inversores institucionales disponen de \$ 120.000 millones en activos bajo administración, y es necesario evaluar cómo desbloquear esta fuente de financiación y crear un mercado que funcione mejor para el financiamiento de la infraestructura.

Para atraer a estos inversores, los gobiernos deben estructurar adecuadamente sus proyectos, eliminar ciertas barreras reglamentarias y estructurales, y construir mercados propicios para que los instrumentos de inversión puedan cotizar.

También la regulación y las normas de inversión transfronterizas a menudo limitan el interés de los inversores por proyectos de infraestructura.

Las posibles soluciones incluyen:

- I) Mejorar el entorno de inversión: Una de las consideraciones más importantes para el sector privado cuando se toma una decisión de inversión es que se trate de un entorno de inversión propicio. Esto incluye inestabilidad política, riesgo de corrupción, un marco legal débil o complejo, riesgo de tipo de cambio, falta de cumplimiento contractual, baja calidad de contraparte, riesgo de construcción, desafíos reputacionales en torno a criterios ambientales, sociales y de gobernanza, riesgos de incumplimiento, etc. La capacidad de gestión de un gobierno y su disposición a tomar decisiones también son importantes. Mejorar la política y el marco legal en los países receptores sería, por lo tanto, un poderoso catalizador para captar más inversión privada para la infraestructura sostenible.
- II) Ajustes reglamentarios: Basilea III y Solvencia II establecen obligaciones de altos niveles de reservas de capital cuando el destino de las inversiones son en infraestructura.

- III) Involucramiento de terceras partes para mejorar el riesgo de crédito y adquirir seguro de riesgo político. Los inversores institucionales tienen la posibilidad de comparar su potencial inversión en infraestructura con el retorno de títulos públicos emitidos por el mismo país en el cual se encuentra radicada la obra a desarrollar. En este sentido, los bancos de desarrollo pueden proporcionar financiación transitoria amortiguando la primera pérdida potencial que pudiera ocurrir o implementando otras herramientas para mejorar el crédito, así como asegurar contra el riesgo político.

Los inversores institucionales a gran escala prefieren activos que gocen del “grado de inversión” (calificación mínima otorgada por las calificadoras de riesgo para medir un umbral aceptable de recupo de la inversión en tiempo y forma) y horizontes a largo plazo con mercados secundarios que permitan la salida de la inversión en forma rápida. Su objetivo es reducir el costo del capital a través de la mitigación del riesgo, siempre que los rendimientos estén en línea con los requisitos de retorno a largo plazo. Esto significa que una forma de impulsar una mayor inversión en infraestructura sostenible es utilizar instrumentos financieros que mitiguen el riesgo y que fueran ofrecidos por contrapartes que decidieran asumir o soportar la hipotética primera pérdida en caso de ocurrencia de siniestros de crédito u ocurrencia de eventos crediticios negativos.

- IV) Mejorar los marcos de inversión generales e internacionales: Existen más de 3.200 acuerdos internacionales de inversión. Los gobiernos del G20 deberían desarrollar un acuerdo internacional único no vinculante de principios de inversión internacional para reducir la complejidad. Este debería establecer y hacer cumplir un conjunto de leyes y reglamentos para

un trato justo y equitativo para el inversor extranjero, establecer límites claros para expropiar la inversión y proporcionar derechos para el pago de una compensación pronta, adecuada y efectiva cuando fuera el caso; y proporcionar mecanismos de resolución rápida de disputas entre empresas y gobiernos. La adopción de la Declaración de la OCDE sobre las inversiones y las empresas multinacionales podrían ser un paso importante para estos países.

- V) Normalización. En todos los países, e incluso dentro de un mismo país, los proyectos de infraestructura a menudo tienen términos contractuales completamente diferentes, lo que dificulta evaluar los mismos de manera eficiente. Una mayor estandarización ayuda a atraer fondos a proyectos de infraestructura más pequeños. Los gobiernos, bancos multilaterales de desarrollo y otras instituciones deberían promover la estandarización de la preparación y evaluación del proyecto, mediante el uso de marcos de evaluación de riesgos y documentación estandarizada.

La ausencia de contratos de financiación financiera estándar con convenios comparables y principios de ejecución legal puede conducir a complejidades significativas e innecesarias. Una mayor estandarización financiera reduciría los costos y facilitaría las asignaciones de los inversores institucionales a la inversión en infraestructura. Los contratos financieros estructurados de forma más homogénea, basados en buenas prácticas, también permitirían una mejor divulgación e información, al tiempo que simplificarían el proceso de calificación de las agencias de calificación crediticia. Finalmente, un conjunto de cláusulas financieras comunes puede ayudar a crear una masa crítica de proyectos estructurados de manera similar y fomentar el desarrollo de mercados secundarios profundos y líquidos.

- VI) La estandarización de productos puede reducir las barreras al acceso de capital privado.

Estandarizar un conjunto de instrumentos financieros básicos en forma combinada (seguros de riesgo específicos, préstamos subordinados, garantías de primera pérdida, bonos de impacto social, etc.) alineando sus términos y condiciones contractuales aliviaría algunas dificultades que experimenta el sector privado, que incluyen las complejidades de los contratos y los altos costos de transacción asociado con la falta de familiaridad y experiencia interna para evaluar las estructuras financieras a medida.

La estandarización ha llevado a una mayor transparencia, concentración o agregación de liquidez y eficiencia operativa para ejecutar y liquidar operaciones. La estandarización también ha sido un ingrediente importante para los productos que han migrado con éxito a la comercialización eficiente en plataformas electrónicas.²¹

- VII) Agrupación por proyectos. Otra forma de reducir los costos de transacción para los inversores es mediante el agrupamiento de proyectos, incluido el desarrollo de fondos, índices y vehículos de titulización específicos según destinos de la inversión: carreteras, viviendas, energía, etc.

La agrupación de activos con una calificación de crédito adecuada

puede ayudar a aumentar la escala de la inversión institucional para la infraestructura sostenible.

La agregación de los activos subyacentes en estructuras y carteras de fondos financieros combinados puede aumentar el tamaño de las transacciones, mejorar la liquidez de los activos a largo plazo, diversificar los riesgos y crear tramos de inversión que atraigan a diferentes inversores institucionales. Crear más vehículos de inversión con el perfil adecuado de riesgo / rendimiento que sea familiar para un mercado amplio (es decir, agrupando activos con calificación inferior a la de grado de inversión y luego aplicando alguna mejora crediticia para obtener un vehículo con grado de inversión) sería fundamental para ampliar la inversión institucional en transacciones financieras con destino a la infraestructura.

La agrupación de activos, por supuesto, requiere que haya activos suficientes para la agrupación.

- VIII) Poner a disposición datos para la toma de decisiones del inversor: La disponibilidad de datos claros y oportunos garantiza que los inversores puedan evaluar las características clave de los proyectos de infraestructura, en particular su perfil de riesgo-rendimiento esperado. Sin embargo, los gobiernos y los mercados carecen de datos completos, detallados y sistematizados a nivel de activos para realizar evaluaciones adecuadas e informadas. Para abordar esta deficiencia, se debe dedicar más trabajo al desarrollo de datos sobre el rendimiento a largo plazo de la infraestructura a nivel de activos y proyectos.
- IX) Desarrollo de mercados secundarios: Los gobiernos pueden aumentar significativamente la inversión privada en activos de infraestructura agregando liquidez a las bolsas de valores, actuando como creadores de mercado, para la cotización de los títulos de deuda y/o certificados de inversión que emitieran los fondos de inversión en infraestructura.

²¹ Infrastructure Investing and the S&P Global. Infrastructure Index Standard & Poor's, April 2008

LA IMPORTANCIA DE LOS BANCOS COMO MARKET-MAKERS Y LA CREACIÓN DE MERCADOS SECUNDARIOS PARA OPERACIONES DE TRADING

La característica principal de los denominados “market-makers” es su obligación de apoyar el mercado secundario de determinados títulos valores, cumpliendo con la función de generar mercado (mantener en todo momento precios de compra y de venta, generando una curva permanente) en los títulos pertinentes, creando liquidez al cotizar en forma continua para asegurar un mercado de dos vías, y facilitando la eficiencia en el funcionamiento del mercado. Paralelamente, y dado que las necesidades de los inversores mayoristas y minoristas son distintas, los market-makers actúan a su vez como una especie de puente para unir esos mercados, intermediando habitualmente entre ambos tipos de inversores.²²

Obviamente, su rol los expone a riesgos financieros tales como los de no poder vender a un precio razonable los títulos que hubiesen comprado y/o no poder comprar a precios razonables los títulos que hubiesen vendido en descubierto. Para cubrir ese riesgo deben contar necesariamente con una posición de capital suficiente para soportar las eventuales pérdidas.

Entre los elementos comunes en los modelos de negocios de los distintos tipos de market-makers se pueden incluir, a saber:

- I) Una base suficientemente amplia de clientes para asegurar la ejecución de un flujo de órdenes importante,
- II) Un nivel de capital adecuado para sustentar grandes posiciones,
- III) Acceso continuo a diversos mercados, incluyendo aquellos para obtener el fondeo necesario o para operar con derivados,
- IV) Capacidad para gestionar grandes inventarios de títulos, asumiendo los riesgos asociados,
- V) Experiencia en mercados de capitales para proveer cotizaciones competitivas, aún en periodos de elevada volatilidad financiera.

Pero los market-makers no son los únicos participantes que contribuyen a dotar de liquidez a los mercados. También los bancos universales operando con su cartera propia (proprietary trading) contribuyen a absorber desequilibrios temporarios del mercado estando esta actividad muy relacionada con la función de los market-makers, a menudo dentro de distintas áreas en la misma institución. Asimismo, es importante diferenciar ambas actividades en función de distintos aspectos:

- I) Objetivos: la actividad de market-making contribuye para afianzar la relación con los clientes, a partir de distintas operatorias tales como underwriting, originación, gestión de activos u operaciones de bolsa, todas ellas estrechamente vinculadas con la provisión de servicios de market-making. La importancia de la base de clientes explica por qué estos market makers continúan proveyendo este servicio aún en mercados muy volátiles donde la rentabilidad es sumamente pequeña. En cambio, la actividad de manejo de cartera propia de la banca universal, al no estar relacionados específicamente con operatorias comerciales, genera una potencial disminución de la operatoria en situaciones de estrés de mercado, interviniendo

solamente para buscar rentabilidad en lo que podrían considerarse correcciones temporarias del mercado.

- II) Asimetría en la información: dado el objetivo de facilitar la operatoria en vez de tomar posiciones direccionales (compradas o vendidas), los market-makers típicamente son entidades consideradas como que no operan en función del aprovechamiento de ventajas en el manejo de la información. Por el contrario, cuando las instituciones operan con su cartera propia, buscan obtener ganancias a partir de un correcto análisis de la información que disponen.
- III) Perfiles de riesgo: si bien el perfil de riesgo puede ser similar en algunos aspectos, existen algunas diferencias dado que las actividades de market-making pueden variar muy fuertemente dependiendo de las características del mercado.

En mercados donde la liquidez es elevada, el riesgo que asumen estos operadores es más limitado, mientras que la participación en mercados ilíquidos muchas veces trae aparejada la necesidad de mantener inventarios elevados de títulos en función de la demanda potencial futura de los clientes, cosa que no ocurriría en el caso de la gestión de cartera propia.

Un aspecto clave del comportamiento de los bancos universales con relación a la función de proveedor de liquidez al mercado es que ninguno de los participantes puede esperar que estos se expongan en forma deliberada al riesgo de desvalorización de los activos en los cuales están obligados a hacer mercado. Es más, los market-makers podrían representar en sí mismos una fuente importante de contagio de inestabilidad financiera en caso de no poder manejar adecuadamente estos riesgos. La actividad de market-making se basa en que existe un desequilibrio entre la oferta y demanda de los activos financieros y que se equilibra por esta actividad.

La percepción de los participantes del mercado respecto del valor de estos activos genera cambios en la oferta y demanda y consecuentemente produce un ajuste en su valuación. Por ende, existen algunos factores que contribuyen a que se produzcan grandes desequilibrios con los consiguientes impactos adversos en el mercado, tales como:

- I) la denominada “ilusión de liquidez” (una sobreestimación de la liquidez) por parte de los participantes del mercado.
- II) un flujo de órdenes concentrado en pocos participantes, que amplifican la volatilidad.
- III) la mayoría de los participantes del mercado siguiendo estrategias de inversión similares (el denominado efecto “manada”).
- IV) los participantes utilizando estrategias de fondeo vulnerables a cambios en las condiciones del mercado.

Otro punto relevante está referido a si sería factible lograr una mitigación de los riesgos de ocurrencia de inestabilidad financiera en el mercado generando políticas para robustecer a las instituciones participantes en la operatoria. En ese sentido, los últimos cambios regulatorios apuntan a exigir más capital y un menor nivel de apalancamiento a los bancos para prevenir el efecto negativo de exposiciones excesivas en estos portafolios riesgosos, por ende, reduciendo el riesgo de reversiones imprevistas que generen a su vez grandes desequilibrios en el mercado. En esta misma dirección apuntan las distintas metodologías de gestión del riesgo de mercado (valor ajustado al

²²“Fundamentos del market-making y los mecanismos de los mercados”.Saul Musicante. 2018

riesgo), que al fijar objetivos de rentabilidad ajustados por volatilidad, hace que los participantes tengan menos incentivos a construir inventarios muy riesgosos, e incluso reduzcan las exposiciones durante periodos de alta volatilidad.

Una reducción en la oferta de servicios realizados por los market-makers tradicionales habilita la posibilidad a que otros participantes del mercado comiencen a actuar como proveedores de liquidez, balanceando en cierta manera el impacto negativo. Pero, estos nuevos proveedores no tendrían el incentivo de actuar si las condiciones del mercado empeoran (especialmente si no visualizan ganancias extraordinarias que compensen el mayor riesgo asumido). Este cambio en el mercado, especialmente si los nuevos proveedores no son entidades reguladas pueden generar un deterioro adicional en la solvencia general del mercado.

Las ventajas de este cambio en los tipos de market-makers (de entidades más reguladas sujetas a menor regulación) apuntarían a poder generar mejores estándares en la provisión de liquidez y una oferta superior de estos servicios a los participantes en el mercado producto de la mayor competencia.

Algunos puntos de los mencionados tienen influencia potencial a nivel de la regulación, en especial para los siguientes aspectos:

- I) Mayor transparencia y mejor monitoreo: promover mayor transparencia a nivel de la capacidad de las entidades en forma individual de proveer los servicios de market-making en los distintos sistemas financieros. El hecho de tener información más precisa sobre las posiciones brutas y netas de los market-makers contribuirá a mejorar la evaluación de la solvencia del mercado. De todos modos, los reguladores necesitarán evaluar las ventajas y riesgos entre promover mayor transparencia al exigir a los market-makers a divulgar sus posiciones, dado que esto podría implicar que estas entidades eviten la acumulación de inventarios de activos muy riesgosos, especialmente en mercados poco líquidos y de alto riesgo por temor a que el mercado perciba que son más riesgosas y ello pudiese poner en riesgo sus fuentes de fondeo y/o su costo de captación, y por ende contribuyendo a generar una mayor volatilidad en el mercado.
- II) Mejorar la gestión del riesgo de liquidez: una mayor transparencia generalmente contribuye a una mejor apreciación del riesgo de liquidez, donde los distintos participantes del mercado necesitan asegurarse de que en sus métodos de cálculo de este riesgo esté incluido el impacto para cada participante que representaría una reducción en la oferta de servicios de market-making y por ende un impacto incremental en los precios.
- III) Aumentar la capacidad de absorción de shocks por parte de los market-makers: regulaciones que tiendan a mejorar la capacidad de absorción de pérdidas por parte de los bancos y a incentivar a conseguir estructuras de fondeo prudentes, tenderán a fortalecer a las entidades que cumplan con la función de market-making.
- IV) Mejorar las condiciones para el cumplimiento de la función de market-making: una opción sería la de expandir los incentivos para que los market-makers actúen más ampliamente en los mercados secundarios de los distintos tipos de activos, especialmente en los cuales exista una escasa liquidez. Estos cambios pueden contribuir a una mayor liquidez en todo el sistema, si los market-makers perciben que pueden generar una mayor rentabilidad a partir de prestar mayor volumen de estos servicios.

- V) Mejorar la fortaleza de los mercados de fondeo y de cobertura (hedging markets): como se mencionó la función de market-making está relacionada estrechamente con los mercados de fondeo y de cobertura. Las iniciativas que se implementasen beneficiarán la liquidez de los mercados (especialmente los de renta fija) facilitando la administración del riesgo de acumulación de inventarios de bonos por parte de los market-makers. Con relación a esto, medidas tendientes a reducir el riesgo de contraparte tales como la utilización de terceros que actúen en la liquidación de las operaciones que sean concertadas en forma bilateral por los participantes del mercado también contribuirá a mejorar la función de market-making.

Otro set de medidas que eventualmente podrían establecer los reguladores está relacionado con posibles alternativas de otorgamiento de financiamiento en caso de ocurrencia de crisis en los mercados donde actúan los market-makers. Las mismas tendrían como objetivo mitigar los riesgos de ocurrencia de crisis en los mercados y en caso de ocurrencia, brindar elementos que permitan limitar las consecuencias negativas de dicha crisis. Estas medidas se pueden plantear de acuerdo a tres grandes grupos.

CRITERIOS DE FINANCIAMIENTO SEGÚN TIPO, ETAPA Y TAMAÑO DE OBRA

Tal como venimos reseñando, la multiplicidad de sectores y subsectores, la vastedad de los proyectos de obras involucrados en el desarrollo de la infraestructura del país, la dispersión geográfica y amplitud de rango en los montos vincula dos, es aconsejable no tener un criterio único a la hora de seleccionar un instrumento de financiamiento, sino varios según obra, monto, si es nacional o regional.

En este sentido proponemos aquí el siguiente mecanismo de determinación de fuentes potenciales de financiamiento:

- **1° Criterio:**

Las obras públicas que ya se encuentran en la etapa de “Ejecución” deberían continuar con el esquema de financiamiento previsto en la actualidad, bajo el supuesto de la existencia de una alta probabilidad de que dichas obras serán continuadas hasta ser finalizadas.

- **2° Criterio:**

Todas aquellas obras que sean de carácter “Privadas” es altamente probable que sean financiadas a través de una combinación de autofinanciamiento (capitalización de compañías vía aporte de accionistas, reinversión de utilidades acumuladas en el pasado, emisión de acciones preferidas, préstamos intercompany desde la casa matriz a la subsidiaria, etc), emisiones de deuda canalizadas en primera instancia hacia el mercado de capitales local y/o internacional (emisión de Obligaciones Negociables simples y/o Convertibles) y además por préstamos bancarios simples o sindicados cuando el monto y los riesgos de las obras involucradas así lo justificasen.

- **3° Criterio:**

Para el caso de las obras que sean de carácter “Públicas” y cuando se tratasen de obras de mantenimiento, refacción o mejoramiento de caminos, escuelas y hospitales y en caso de que los montos involucrados en forma individual sean razonables de acuerdo a la capacidad de recaudación de cada jurisdicción a través de los impuestos y tasas locales, fondos de afectación específica, cargos y organismos internacionales de crédito; aparece como óptimo que se destinen directamente las partidas presupuestarias asignadas al efecto para su financiamiento. Entendemos como montos razonables a aquellos que por ítem o campo no superan el 5% del Presupuesto jurisdiccional.

- **4° Criterio:**

Para aquellas obras públicas en las cuales ya se ha implementado y demostrado que la figura del Fideicomiso Financiero ha sido eficaz, como por ejemplo la construcción de las centrales energéticas de Brigadier López y Barragán y/o el Plan Federal de Viviendas, que implicó la construcción de viviendas en distintas provincias, financiados a través de FONAVI y garantizados por goteo de recursos de la Ley de Coparticipación, deberían continuar también con la misma modalidad de financiamiento. Numerosos casos pueden sustentar el éxito de este esquema, tales como los planes de viviendas ejecutados en Mendoza, Chaco, Entre Ríos, Rio Negro, etc.

- **5° Criterio:**

Ahora bien, cuando se trata de la consecución de nuevas grandes obras públicas nacionales como el caso de Hidroeléctricas o Gasoductos que requieran un financiamiento de gran envergadura (mayor al 5% del Presupuesto Jurisdiccional) y cuya ejecución está prevista de ocurrir durante varios años, se hace evidente que los presupuestos locales, las emisiones de deuda en los mercados de capitales locales o el crédito bancario resultan ampliamente insuficientes, por lo que se requiere una combinación de esfuerzos del sector público garantizando los pagos a través de alguno de los métodos que se desarrollan en los capítulos siguientes, y el sector privado, suscribiendo los valores mobiliarios emitidos por un fideicomiso financiero o por un fondo de inversión específico creado a tales fines.

Asimismo, será de vital importancia el acceso al financiamiento externo proveniente de inversores del exterior que pudieran redireccionar flujos de inversión con destino a la inversión de grandes obras de infraestructura en nuestro país.

FONDO DE INVERSIÓN PÚBLICO PARA LA INFRAESTRUCTURA (FIPA)

En particular, se pone énfasis en la creación de un Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA), tendiente a invertir recursos específicos en dicho campo, que permitan en el futuro generar mayor nivel de empleo formal y desarrollo económico y por lo tanto incrementar la recaudación para el organismo. Los inversores privados, locales e internacionales, podrían suscribir cuotas partes de dicho fondo.

DISEÑO DE LA INGENIERÍA FINANCIERA ESPECÍFICA PARA UN MARCO ESTRUCTURAL DE UN PROGRAMA DE FINANCIAMIENTO PARA EL PLAN DE OBRAS

Como hemos mencionado anteriormente, resulta indudable que la inversión en obras de infraestructura aparece como un elemento basilar para la producción, el empleo y el desarrollo sustentable, tanto desde el punto de vista económico como social; no sólo por su contribución directa en la actividad general sino por el efecto multiplicador sobre otros sectores de la industria, el comercio y los servicios financieros.

En este sentido resulta necesario promover la expansión de las inversiones en obras de infraestructura en todo el territorio nacional a través de un esquema integral de participación del sector público y privado, local e internacional, que permita extender las capacidades potenciales de crecimiento de largo plazo.

Asimismo, se requiere la coordinación de los distintos sectores de la economía y la producción a los fines de permitir la obtención de una mejora sustancial, en términos de eficiencia y razonabilidad administrativa, optimizando la utilización de los recursos disponibles tanto a nivel local como internacional para ser aplicados en las obras proyectadas.

De este modo, proponemos aquí el diseño de la ingeniería financiera específica de un Programa de Financiamiento para la consecución de obras públicas, razón por lo cual entendemos que la propuesta de creación del Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) podría resultar acorde con el objetivo propuesto.

Las características del FIPA así como la descripción de sus funciones principales y el circuito operativo de funcionamiento para la estructura de financiamiento, se detallarán en los apartados siguientes. Asimismo, se explicitarán los factores innovadores de la propuesta de financiamiento de las obras, las cuales creemos se encuentran en línea con el diseño de las políticas económicas y monetarias vigentes en el país, así como las últimas modificaciones normativas introducidas en el plano nacional.

ÁMBITO Y FUNCIONES DEL FONDO DE INVERSIÓN PÚBLICO PARA LA INFRAESTRUCTURA (FIPA)

El gobierno prevé un significativo plan de obras de infraestructura, lo que indefectiblemente requerirá diseñar, coordinar y canalizar re-

ursos de distintas fuentes de financiamiento alternativos para poder enfrentar los compromisos que supone.

Por ello, creemos que el Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda es el ámbito adecuado para centralizar la concreción del plan de obras, tanto en su rol de planificación y ejecución de los proyectos así como en aquellos aspectos relacionados netamente con el diseño y estructuración del financiamiento más óptimo a lo largo del periodo, función que estimamos será ejecutada con mayor eficiencia a partir de la creación de un órgano especializado y dedicado a dicha tarea.

En este sentido, se propone que el "FIPA" pueda crearse por Ley Nacional, en el ámbito del Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda, como un ente autárquico con personería jurídica propia y con capacidad de actuar en el ámbito del derecho público y privado; patrimonio propio y autarquía financiera, donde el Estado nacional tenga el control mayoritario del patrimonio o de la formación de las decisiones.

La misión principal del FIPA será promover el desarrollo de las inversiones en infraestructura dentro de la República Argentina, actuando en el ámbito de la planificación y formulación de las obras, así como la instrumentación y estructuración del financiamiento requerido para concretar los proyectos, contribuyendo de este modo a la generación de empleo, crecimiento económico sustentable y desarrollo social.

El FIPA cumplirá dos tipos de funciones claramente diferenciadas. Por un lado, tendrá funciones de ejecución y adicionalmente las propias funciones de estructuración del financiamiento.

A) FUNCIONES DE EJECUCIÓN:

- **Actuar como ventanilla única de presentación de obras de infraestructura para su evaluación**

El FIPA centralizará la recepción de las necesidades de obras de infraestructura, tanto desde los gobiernos u organismos a nivel nacional, provincial o municipal, para su evaluación según criterios preestablecidos y procurando agilizar los plazos operativos y administrativos.

- **Prestar servicios de asesoría e información sobre marco jurídico e incentivos a la inversión**

El FIPA brindará todo tipo de asistencia a los potenciales inversores locales e internacionales interesados en participar en las estructuras de financiamiento que se vayan diseñando para la consecución de las obras públicas. Esta tarea implica realizar o recibir visitas a/

de los oferentes de fondeo, disponer de toda la normativa vigente en términos de acuerdos bilaterales de inversión (BITs), facilitar a contrapartes privadas la presentación de credenciales institucionales ante otros organismos públicos del país, recibir y responder consultas sobre marcos jurídicos vigentes en nuestro país y esquemas de asociatividad posibles.

- **Identificar sectores estratégicos de desarrollo y fijar prioridades de obra**

El FIPA identificará sectores que representen desafíos estratégicos para el crecimiento económico y el desarrollo social del país, para luego fijar como prioritarias y dirigir el foco sobre aquellos proyectos de obras que impliquen externalidades positivas, tanto en aspectos económicos a través de la recaudación, ampliación de la capacidad productiva para generar mayor oferta agregada, así como la generación de empleo genuino y sustentable.

- **Planificar y formular los proyectos de inversiones en infraestructura**

Luego de cumplida la etapa anterior y en base a la complejidad, monto y duración de las obras en cuestión, establecerá los requisitos administrativos, normativos y procedimentales necesarios para llevar a cabo las obras públicas.

- **Proponer los mecanismos de incentivo pertinentes**

El FIPA podrá determinar diferentes mecanismos en la creación y otorgamiento de incentivos para impulsar la concreción de las obras de infraestructura. En este sentido, los instrumentos podrán reflejarse en incentivos fiscales, financieros, económicos y/o laborales con el objeto de orientar el financiamiento de las obras a sectores productivos y regiones estratégicos específicos.

- **Efectuar el seguimiento y coordinación de las políticas de inversión**

El FIPA dispondrá de mecanismos para efectuar un seguimiento periódico del estado de avance de cada una de las obras de infraestructura, verificando los desvíos que pudieran ocurrir en materia de fondeo y atender las necesidades de financiamiento en forma coordinada con las políticas de inversiones establecidas.

- **Mapear el riesgo de inversión en infraestructura que enfrenta el sector privado, considerando las evaluaciones de inversión y los precios.**

- **Estandarizar y armonizar la documentación de los proyectos y de los enfoques para la valoración y el análisis de la infraestructura.**

- **Recopilar datos de infraestructura, que incluya datos cuantitativos sobre los flujos de efectivo históricos y el rendimiento de los proyectos.**

B) FUNCIONES DE ESTRUCTURACION DE FINANCIAMIENTO:

- **Diseñar la mejor ingeniería financiera a aplicarse dado las características de la obra pública a desarrollarse**

El FIPA participará en el desarrollo e instrumentación de distintos esquemas de estructuración financiera, permitiendo generar instrumentos que sirvan para canalizar los recursos en forma eficiente.

- **Articular los recursos disponibles en los distintos sectores económicos, tanto a nivel local como internacional**

El FIPA deberá determinar las fuentes de fondeo disponibles, su costo y magnitud para proceder a completar el diseño de la estructura

de financiamiento óptima.

- **Seleccionar los Desarrollistas y Bancos que financian las obras**

El FIPA identificará por un lado a los desarrollistas o grupo de constructores que califiquen para la ejecución de los proyectos establecidos, y los seleccionará de acuerdo a parámetros preestablecidos de capacidad, solvencia, trayectoria, etc. Por otro lado, contará con un grupo de entidades financieras, tanto públicas como privadas, que dispongan de las características necesarias para canalizar las inversiones hacia los desarrollistas.

Ventajas del FIPA respecto al esquema actual de funcionamiento del financiamiento de la Obra Pública

- **ARTICULACION**

En la actualidad, los diferentes actores, tanto públicos como privados, involucrados en la planificación de las políticas de desarrollo, la formulación del Plan de Obras y el financiamiento se encuentran desarticulados. La creación de un único organismo que actúe como nexo coordinador permitirá generar una interacción dinámica entre los proyectos y las estructuras de financiamiento requeridas para su ejecución.

Asimismo, la actuación como nexo orgánico entre los citados actores, permitirá obtener una mejora sustancial, en términos de eficiencia y razonabilidad administrativa, optimizando la utilización de recursos.

Esto redundará en un acceso directo a la información relacionada con cada uno de los procesos, con el consiguiente ahorro de costos de intermediación y aprovechamiento de economías de escala.

De esta manera, el FIPA actuará como facilitador de la gestión de los proyectos de inversión, mediante la coordinación de las áreas competentes, brindando asistencia directa al desarrollador y participando en la creación de las estructuras financieras que mejor se adecúen a una determinada obra.

Por su parte, se prevé además que el FIPA entienda en la planificación y formulación de los proyectos de inversiones en infraestructura, facilitando la identificación de los sectores estratégicos, las obras necesarias y las fuentes de financiamiento de modo que se logre una equitativa promoción territorial.

- **CONCENTRACION**

La creación de un único organismo que reúna en su seno a los diversos actores involucrados en el proceso de formulación de las políticas de desarrollo, el financiamiento y la ejecución del Plan de Obras permitirá una ajustada correlación entre la planificación y la asignación de los recursos financieros.

Además, al actuar como ventanilla única para la presentación de proyectos de obra de infraestructura contribuirá a evitar la dispersión y falta de uniformidad en los requisitos y demás condiciones aplicables.

- **ESPECIALIZACION**

El rol específico que le compete a las áreas de gobierno involucradas en la obra pública, más orientado a la planificación y generación de políticas, debe ser completado con un nuevo rol que permita la activa participación en la estructuración financiera, así como la generación de los vehículos, instrumentos, valores mobiliarios y mercados.

- **ASESORAMIENTO**

En términos generales, las áreas gubernamentales y demás organismos públicos involucrados en la planificación y formulación de obras públicas tienen vedado brindar asesoramiento a particulares interesados, excepto en el marco de licitaciones preestablecidas.

La creación del FIPA permitirá prestar servicios de asesoría e información sobre el marco jurídico, la disponibilidad de fuentes de financiamiento y los incentivos a la inversión.

PROMOCION

El Plan de Obras y las necesidades de financiamiento hacen necesario la creación de un organismo que promueva la expansión de las inversiones locales y la captación de inversiones extranjeras, que contribuyan al crecimiento sostenido y el desarrollo sustentable de las distintas actividades económicas del país, el aumento de su competitividad, del empleo y la mejora de la calidad de vida de sus habitantes.

ESQUEMA DE ESTRUCTURACIÓN DE FINANCIAMIENTO DEL FIPA - CIRCUITO INICIAL DE FINANCIACIÓN

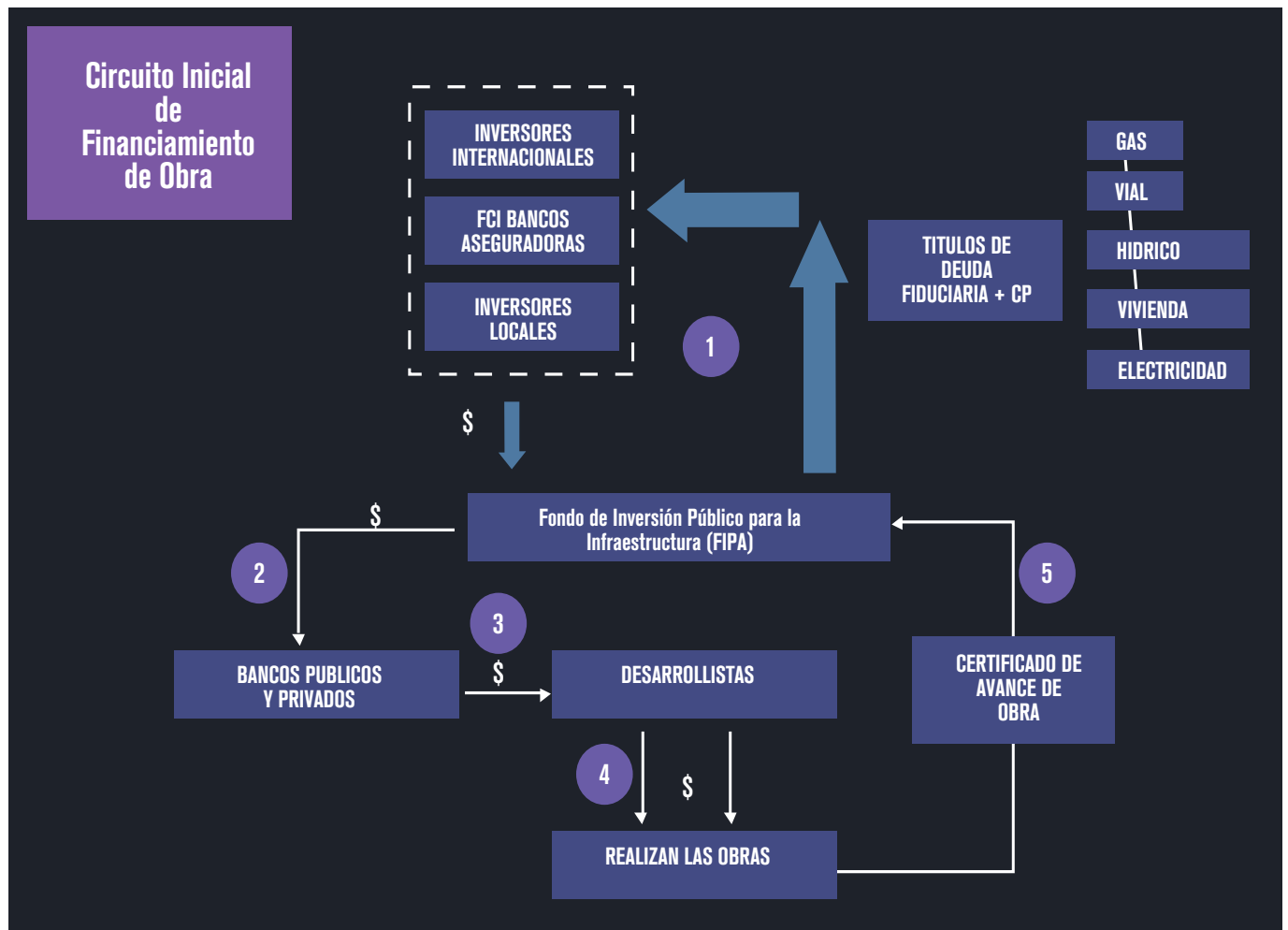


Gráfico 30 – Circuito Inicial de Financiación.

- 1) El Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) diseñará y estructurará diversos fideicomisos de inversión segmentados por distintos segmentos o destinos específicos de las obras a desarrollar. Los títulos valores emitidos por los fideicomisos tendrán oferta pública y calificación de riesgo y serán suscriptos por los inversores a través del mercado de capitales, local e internacional.
- 2) Los fondos obtenidos por el FIPA serán canalizados hacia los bancos públicos y privados que han sido seleccionados en un proceso previo, y que actuarán como intermediarios y ventanilla de cobro y pago.
- 3) Los bancos redireccionan los fondos hacia los desarrollistas.
- 4) y 5) Los desarrollistas ejecutan los proyectos y en cada etapa determinada previamente obtienen los certificados de avance de obra que presentan al FIPA.

ESQUEMA DE ESTRUCTURACIÓN DE FINANCIAMIENTO DEL FIPA - CIRCUITO DE CESIÓN DE FLUJOS

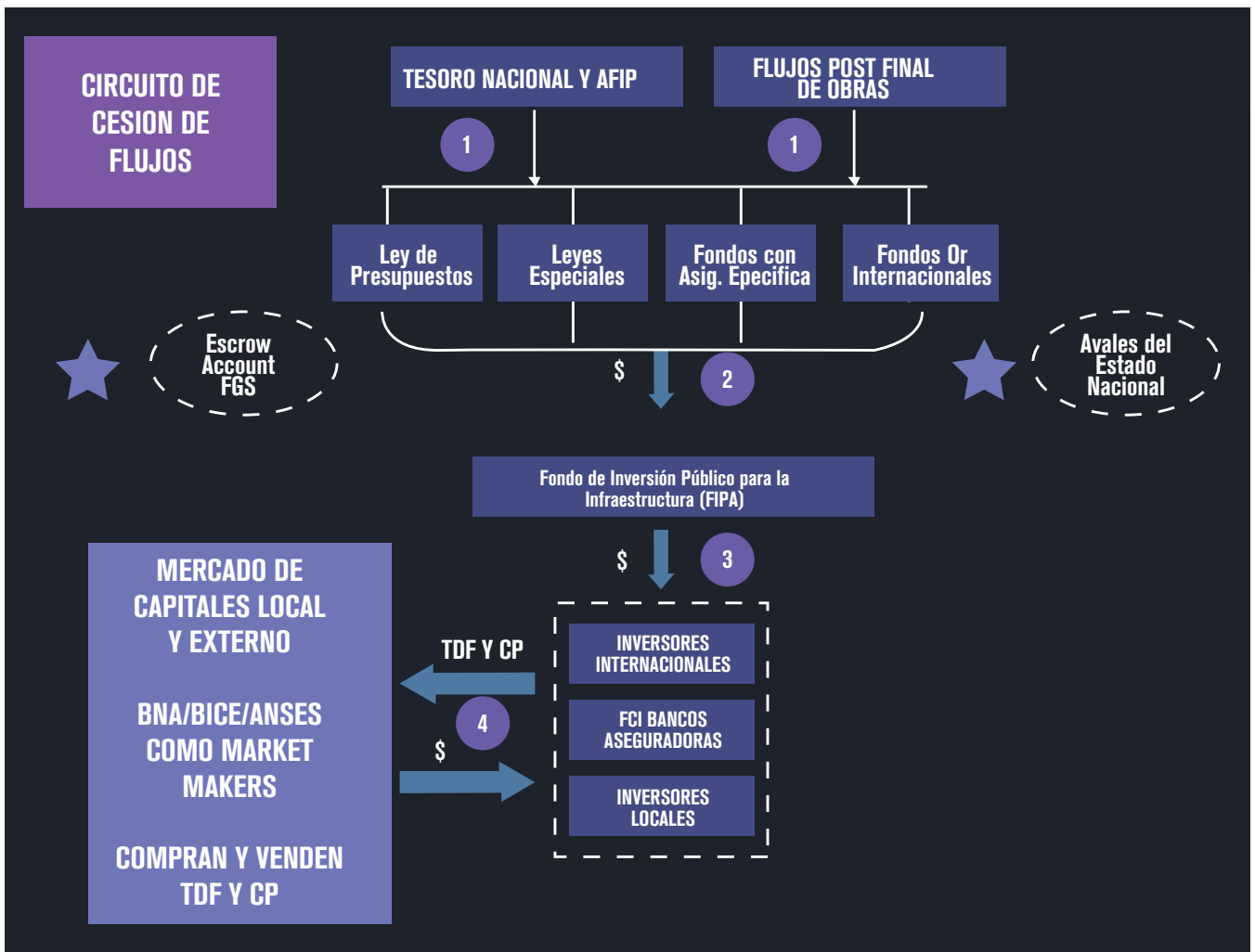


Gráfico 31 – Circuito de Cesión de Flujos.

- 1) y 2) Los flujos económicos generados por las obras ya construidas, como sería el caso de peajes o venta de la generación energética, así como también las tasas, impuestos y contribuciones recaudadas por los fiscos cuando tuvieran como destino específico la consecución de obras de infraestructura, serán dirigidas al FIPA.
- 3) FIPA transfiere el dinero a cada uno de los fideicomisos estructurados para pagar el capital intereses en tiempo y forma a los inversores.
- 4) Los inversores podrán en cualquier momento comprar o vender títulos valores de los fideicomisos en un mercado secundario a desarrollarse.

**FACTORES CLAVES ADICIONALES QUE
PODRIAN POTENCIAR LA PROPUESTA
DE FINANCIAMIENTO DE OBRAS DE
INFRAESTRUCTURA**

En el marco de la propuesta que estamos aquí presentando hemos agregado cinco factores que entendemos fundamentales para la concreción exitosa del financiamiento de las obras.

En particular estos elementos tenderán a promocionar, incentivar y asegurar la provisión y canalización de fondos suficientes a largo plazo para poder financiar las obras públicas de gran envergadura en su totalidad.

Y estos factores de éxitos son:

INCORPORACION DE INVERSORES QUE DISPONEN DE AHORROS FUERA DEL SISTEMA FORMAL LOCAL (“COLCHON”) E INTERNACIONAL PARA CANALIZAR HACIA TDF DE FIDEICOMISOS DE INFRAESTRUCTURA.

El Estado Nacional debe destinar una porción sustantiva de los recursos para implementar políticas públicas destinadas a sostener las actividades productivas, preservar el nivel de empleo y financiar la inclusión social de los sectores desprotegidos.

Frente a tamaña exigencia, es imperativo recurrir a la captación de nuevos recursos, que permitan asimismo, la adopción de políticas anticíclicas con miras al fortalecimiento del sistema.

Bajo las premisas de profundizar el modelo, orientado a la producción, el empleo y el desarrollo sustentable, se advierte la necesidad de articular medidas novedosas o adecuar aquellas que se revelaron exitosas.

En este sentido, aparece propicio proponer la instauración de un mecanismo que permita la exteriorización, repatriación de capitales y regularización impositiva de fondos cuando fueran exclusivamente aplicados a la suscripción de un menú de valores mobiliarios emitidos a fin de financiar el Plan de Obras.

Breve referencia al Régimen de Regularización Impositiva y Repatriación de Capitales creado por la Ley N° 26.476.

Mediante la sanción de la Ley N° 26.476, se estableció un “Régimen de Regularización Impositiva, Promoción y Protección del Empleo Registrado con Prioridad en Pymes y exteriorización y Repatriación de Capitales”.

El citado régimen se estructuraba en torno a tres grandes capítulos:

- la regularización de impuestos y recursos de la seguridad social.
- un régimen especial de regularización del empleo no registrado y promoción y protección del empleo registrado.
- la exteriorización de la tenencia de moneda nacional, extranjera, divisas y demás bienes en el país y en el exterior.

Sin perjuicio de que excede en mucho el propósito del presente informe, a simple título de recensión informativa, digamos que el primer Título del cuerpo normativo que venimos relacionando, apuntaba a la regularización de ciertos impuestos y obligaciones con la

seguridad social, suspendiendo y en su caso, extinguiendo las causas penales que podrían haber estado sustanciándose, mediante ciertas franquicias a la hora de satisfacer deudas tributarias anteriores a la sanción de la ley. Quienes así procedieran, resultaban beneficiario de un rango de condonaciones de deudas.

Por su parte, el segundo Título, confería ciertas facilidades tendientes a la regularización del empleo no registrado, sea por el lado de una rectificación de la remuneración o la fecha de inicio de ciertas relaciones laborales. La regularización acarrea como beneficio la liberación de multas y otras sanciones; así como la extinción de la deuda de capital e intereses originada en la falta de pago de aportes y contribuciones de la seguridad social, así como las cuotas sindicales. Asimismo, se adicionaba como incentivo una reducción en las contribuciones vigentes respecto de los trabajadores regularizados. Finalmente, el tercer Título, que es en definitiva el que interesa al presente desarrollo, facilitaba la exteriorización de la tenencia de moneda nacional, extranjera, divisas y demás bienes en el país y en el exterior.

Resultaban beneficiarios de dicha franquicia las personas físicas, las sucesiones indivisas, las sociedades constituidas en el país o empresas unipersonales; los comisionistas, rematadores, consignatarios y demás auxiliares de comercio y los fideicomisos (salvo los fideicomisos financieros), entre otros, quienes podían exteriorizar la tenencia de moneda extranjera, divisas y demás bienes en el exterior y la tenencia de moneda nacional, extranjera y demás bienes en el país.

Se establecían diversos mecanismos registrales a fin de exteriorizar la tenencia de moneda extranjera, que iban desde la declaración de un depósito en entidades financieras del exterior; la transferencia a una entidad financiera del país; la presentación de una declaración jurada respecto de los demás bienes y/o mediante el depósito en una entidad financiera de aquellas tenencias en el país (Cfr. Art. 25 Ley N° 26.476).

Así las cosas, las divisas y bienes exteriorizados estaban sujetos a un impuesto especial (Cfr. Art. 26 Ley N° 26.476), cuya tasa alícuota variaba según el lugar de radicación de los mismos. En efecto, para bienes radicados en el exterior y tenencia de moneda extranjera y divisas en el exterior, que no se transferían al país, la tasa era del 8%; para bienes radicados en el país y tenencia de moneda local o extranjera en el país que no se utilizara para suscribir títulos públicos emitidos por el Estado nacional, un 6%; mientras que si los mismos bienes se utilizaban para la suscripción de títulos públicos emitidos por el Estado nacional, la tasa alícuota era del 3%, con la obligación

de mantenerlos en cartera por un período no inferior a 24 meses, caso contrario la tasa alícuota era de un 5% adicional.

También en el mismo artículo que venimos comentado, se amparaba con una tasa diferencial del 1% a aquellas tenencias de moneda extranjera y/o divisas en el exterior, y moneda local y/o moneda extranjera en el país, por personas físicas, que se destinaran a la compra en el país de viviendas nuevas, construidas o que obtengan certificado final de obra a partir de la vigencia de la ley, con la obligación de permanecer en cabeza del titular por un plazo de 2 años. La misma tasa del 1% era aplicable a aquellas tenencias de moneda extranjera y/o divisas en el exterior, y moneda local y/o moneda extranjera en el país, que se destinara a la construcción de nuevos inmuebles, finalización de obras en curso, financiamiento de obras de infraestructura, inversiones inmobiliarias, agroganaderas, industriales, turismo o de servicios.

Resulta del caso señalar, que los sujetos beneficiarios que efectuaran la exteriorización e ingresaran el impuesto especial antes enunciado, estaban eximidos de informar a la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) la fecha de compra de las tenencias y el origen de los fondos con las que fueran adquiridas, al tiempo que quedaban liberados de las acciones judiciales, así como del pago de ciertos impuestos que hubieran omitido declarar (Cfr. Art. 32 Ley N° 26.476).

En su hora, el blanqueo de capitales alcanzó en su conjunto una suma de aproximadamente u\$s 8.300 millones. El 98,5% de los capitales exteriorizados en sus distintas formas –sean activos monetarios o físicos– correspondió a tenencias en el país, mientras que sólo el 1,5% de las presentaciones fueron por activos radicados en el exterior.

Por entonces se estimaba que en el exterior existían unos u\$s 140.000 millones, de los cuales ingresaron al país aproximadamente u\$s 4.400 millones.

Breve referencia a la Ley 26.860 de Exteriorización voluntaria de la tenencia en moneda extranjera en el país y en el exterior.

Puede llamar la atención que a menos de cinco años de la promulgación de la Ley 26.476 (BO del 24/12/2008), que contempló un régimen de exteriorización y repatriación de capitales, el Estado Nacional insistió nuevamente con una medida que la doctrina considera aplicable para situaciones extraordinarias de la economía.

Sin embargo, aquel régimen tenía un objetivo recaudatorio y de regularización impositiva de los contribuyentes, ya que a los beneficios del blanqueo se le sumaba un plan de pagos que incluía la condonación de sanciones y reducción de intereses, y además un régimen de promoción y protección del empleo registrado.

En esta nueva versión, el blanqueo otorgaba beneficios “hacia adelante”, sin perjuicio de algunas alternativas de regularización que serían analizadas y tiene como génesis de su creación dos aspectos centrales: (i) la posibilidad de que el Estado introduzca en la economía formal los dólares no declarados, que se infiere tienen los particulares ocultos en el país y en exterior; y (ii) la financiación de proyectos de inversión pública (infraestructura e hidrocarburos), como así también la promoción de la industria de la construcción.

El Título I de la norma disponía entonces la creación de tres instrumentos destinados al cumplimiento de los citados objetivos: (i) El Bono Argentino para el Desarrollo Económico (BAADE); (ii) el Pagaré de Ahorro para el Desarrollo Económico; y (iii) El Certificado de Depósito para Inversión (CEDIN). El goce de los beneficios que establece la ley estaría sujeto a que el importe correspondiente a la moneda extranjera que se exteriorice, se afecte a la adquisición de alguno de

los citados instrumentos.

Las personas físicas, las sucesiones indivisas y las sociedades -se encontrarán inscriptos o no ante la AFIP- podrían exteriorizar voluntariamente la tenencia de moneda extranjera en el país y en el exterior, como así también la tenencia de moneda extranjera en el país y en el exterior, que resulte del producido de la venta de bienes existentes.

La referida exteriorización se efectuaba, para el caso de tenencia de moneda extranjera en el país, mediante su depósito en entidades financieras comprendidas en el régimen de la Ley 21.526, y para la tenencia de moneda extranjera en el exterior, a través de su transferencia al país a través de las citadas entidades.

A diferencia del régimen de exteriorización y repatriación de capitales que estuvo vigente en el año 2009, la versión 2013 del blanqueo no estuvo sujeta al pago de impuesto especial alguno, condición que confirma la tesis de que dicho esquema no tuvo un objetivo recaudatorio.

Los sujetos que efectuaron la exteriorización, no estuvieron obligados a informar a la AFIP, la fecha de compra de las tenencias, ni el origen de los fondos con las que fueran adquiridas, y gozaron de los siguientes beneficios:

- I) Las tenencias exteriorizadas no fueron considerados como incrementos patrimoniales no justificados.
- II) Quedaron liberados de toda acción civil, comercial y penal tributaria, administrativa, penal cambiaria y profesional que pudiera corresponder.
- III) Quedaron eximidos del pago de los impuestos que hubieran omitido declarar.

La Ley 26.860 no contiene eximición alguna con respecto al impuesto sobre los ingresos brutos de las distintas provincias. Ello se debe a que el Congreso Nacional no tiene potestad tributaria sobre dicho gravamen, sino que es facultad de las provincias legislar sobre éste. Por consiguiente, fueron las legislaturas locales las que debieron dictar una ley para eximir de la obligación tributaria frente al impuesto sobre los ingresos brutos de su provincia a los sujetos que exterioricen moneda extranjera.

LA APLICACIÓN DEL CEDIN

La Ley 26.860 dispone en su artículo 2° que el Certificado de Depósito para Inversión (CEDIN) será cancelado en la misma moneda de su emisión (dólares estadounidenses), por el Banco Central de la República Argentina o la institución que éste indique, ante la presentación del mismo por parte del titular o su endosatario. No obstante, su cancelación estará sujeta a la previa acreditación de la realización de determinadas operaciones. Fue mediante la Comunicación “A” 5447 que el Banco Central se refirió a la aplicación del CEDIN. De acuerdo a dicha normativa, los bancos debían verificar, antes de cancelar cada certificado, que se acompañe la documentación correspondiente a la aplicación del mismo en el país en los destinos admitidos:

- a) Compra de terrenos, lotes o parcelas -sean urbanos o rurales-, galpones, locales, oficinas, cocheras, y viviendas ya construidas.
- b) Construcción de nuevas viviendas.
- c) Refacción, ampliación o mejora de inmuebles.

LA EMISIÓN DEL BAADE

Se trató de título público en dólares estadounidenses que pagó un interés del 4% (en dos cuotas semestrales) y venció el 17 de julio de 2016. Este lo podían suscribir personas o empresas que tuvieran fondos no declarados en el país o el exterior y quieran blanquearlos, o bien público en general que contaba con tenencias declaradas de divisas. Por ley, todo lo recaudado con el BAADE debía ser destinado a financiación de proyectos de inversión pública en sectores estratégicos, como infraestructura e hidrocarburos.

El Gobierno prorrogó siete veces la vigencia del blanqueo de capitales. El plan logró captar unos US\$ 1450 millones desde su inicio a mediados de 2013, frente a la expectativa del Gobierno, que planeaba recaudar US\$ 4000 millones. El 97% correspondió a compras de CE-DIN y el 3% a emisión de BAADE.

Breve referencia a la Ley 27.260 del año 2017

El 1 de agosto se reglamentó la ley 27.260 que incorpora la Reparación Histórica a Jubilados y Pensionados y el régimen de exteriorización de capitales, o blanqueo. Su objetivo era lograr la mayor declaración voluntaria de patrimonio no declarado de la historia argentina, y regularizar la deuda con el fisco accediendo, por única vez, a ciertos beneficios.

Sus aspectos principales eran:

Desde el 1 de agosto de 2016 y hasta el 31 de marzo de 2017 se podía efectuar la Declaración Patrimonial de tenencia de moneda nacional, extranjera y demás bienes en el país y en el exterior. El acogimiento al régimen voluntario y excepcional permitía exteriorizar moneda nacional, extranjera y demás bienes en el país o en el exterior, abonando un impuesto especial cuya alícuota dependía del caso específico. Los bienes declarados dentro de este régimen podían ser repatriados o continuar en el exterior. Asimismo, este régimen ofreció la posibilidad de invertir las tenencias y/o valores declarados en Fondos Comunes de Inversión destinados al financiamiento de la economía real, o suscribirlos en forma originaria a títulos públicos que emitiría el Poder Ejecutivo. La ley de blanqueo también les dió a los contribuyentes que adherían al régimen la posibilidad de no pagar el "impuesto especial" que establece la norma si se suscriben a Fondos Comunes de Inversión, abiertos o cerrados, destinados a proyectos de infraestructura, productivos o de vivienda con un plazo mínimo de 5 años.

El blanqueo de capitales alcanzó los u\$s 116.800 millones, equivalente al 1,8% del PBI. Del total exteriorizado el 80% (u\$s 93.300 millones) quedaron en el exterior y solo un 20% (u\$s 23.500 millones) ingresaron al país.

Respecto a destinar los capitales de un nuevo esquema de blanqueo hacia la adquisición de Títulos de Deuda Fiduciaria en el marco de obras de infraestructura

Se debería establecer un plazo obligatorio de mantenimiento en Cartera de dichos valores mobiliarios, plazo que debería ser consistente con el tipo de obra a financiar.

Por su parte, el régimen de la Leyes N° 26.476 y N° 27.260 que venimos analizando establecía ciertas tasas alícuotas diferenciales, según el destino. De considerarse viable la proposición de un cuerpo de reformas normativas como el que aquí se enuncia, habría que efectuar los correspondientes estudios de sensibilidad a fin de determinar la conveniencia de una tasa u otra, o aún, la liberación de todo tributo.

Finalmente, resulta del caso señalar que toda cuestión de índole impositiva, tanto más una excepción al régimen general, debe ser sancionada por ley de la Nación, toda vez que no resulta una materia delegada por el régimen de emergencia.

CREACIÓN DE ESCROW ACCOUNT (CON TÍTULOS PÚBLICOS EN U\$S Y ACCIONES CON COTIZACIÓN) ASEGURANDO LA EXISTENCIA DE DÓLARES BILLETES PARA REPAGO DE ESTRUCTURACION DE INSTRUMENTOS EN MONEDA EXTRANJERA A INVERSORES INSTITUCIONALES INTERNACIONALES DE LARGO PLAZO Y PARA OBRAS DE GRAN DURACIÓN.

Una de las principales dificultades que se manifiestan al momento de diseñarse estructuras de financiamiento destinadas a obras públicas de infraestructura de gran envergadura, como las centrales termoeléctricas por ejemplo, y que conllevan por su naturaleza un plazo de construcción y/o puesta en funcionamiento de al menos siete años que pueden incluso adicionar varios años de gracia hasta que dicho emprendimiento fuera capaz de generar flujos de fondo; es la incertidumbre tácita para el inversor de largo plazo, especialmente del inversor institucional extranjero, de la existencia o no del respaldo o garantía suficiente de cobro del instrumento de deuda originalmente emitido.

Generalmente dichos instrumentos de deuda (TDF de los Fideicomisos) suelen estar acompañados de avales otorgados por el Gobierno Nacional o los gobiernos subnacionales. Sin embargo, desde el punto de vista de las finanzas públicas, los avales constituyen deuda pública y por lo tanto se requiere su aprobación presupuestaria anual quedando sujeta a los vaivenes de las coyunturas económicas (posibilidad de fluctuación del crecimiento económico, de la recaudación proyectada, etc) así como de las coyunturas políticas ya que el Presupuesto es propuesto por el PEN pero aprobado por el Congreso sujeto en algunas circunstancias a un marco de negociaciones entre contrapartes políticas. Ambas coyunturas son factores de incertidumbre para el inversor respecto al grado de respaldo financiero de su activo.

Por este motivo, y a los fines de procurar el aterrizaje de capitales extranjeros para el financiamiento de las grandes obras públicas previstas en el Plan de Obra es que proponemos la creación de la figura de la "Escrow Account" o "Cuenta de Garantía Bloqueada" en la cual el Estado Nacional y/o los Estados Subnacionales depositan títulos públicos en moneda extranjera, ya emitidos y con cotización en el mercado de capitales, a los fines de que actúen como garantía de cobro para los tenedores de TDF emitidos por los diversos fideicomisos que fuera estructurando el FIPA.

Esta "Escrow Account", por su constitución, no es integrada a las finanzas del Tesoro y por lo tanto éste no puede acceder a dichos títulos, asegurando así la existencia permanente de la garantía para el inversor. La Escrow Account tiene como fin garantizar por parte del emisor de deuda (en nuestro caso, el fideicomiso) el cumplimiento de la responsabilidad que pudiese derivarse de la aparición de algún pasivo contingente.

Creemos que el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSES es el Organismo apropiado para ceder las tenencias de títulos públicos a la Escrow Account. El FGS cuenta con una amplia gama de instrumentos financieros sujetos a ser transferidos, lo que evitaría nuevas emisiones de deuda por parte del Tesoro de la Nación.

El plazo de duración de este depósito de títulos deberá ser coincidente con el plazo de duración de la deuda emitida por el fideicomiso de infraestructura y deberá asimismo estar en relación con la duración de las contingencias declaradas y manifestadas por el emisor. En

caso de contingencias, se libera de la “Escrow Account” la cantidad resultante necesaria para hacer frente al cumplimiento del pago del cupón de renta y/o amortización del TDF emitido, en tiempo y forma.

La Escrow Account puede estar a nombre del fideicomiso o del inversor y solamente puede ser liberado por mutuo acuerdo o por decisión del juez o árbitro al que esté sometida la relación contractual (depende del caso). Se designa así a un tercero imparcial para que mantenga en custodia los títulos públicos, para que en el momento oportuno o al cumplirse ciertas condiciones, ese tercero, ejecute ciertas instrucciones específicas acordadas previamente entre esas partes. A ese tercero imparcial se le denomina “Agente Escrow”.

Si bien un Escrow podría contener cláusulas que confieran al Agente Escrow las facultades de un Fiduciario y hasta discreción para decidir cómo proceder en casos de conflictos entre las partes, en la gran mayoría de ellos el Agente asume una función mucho más ministerial. Básicamente su obligación consiste en ejecutar las instrucciones específicas contenidas en el acuerdo. Lo usual es que no corresponde a dicho Agente dirimir los conflictos entre las partes, sino que de presentarse conflictos entre ellas, ello deberá resolverse por tribunal judicial o arbitral competente. Sin embargo, aún en estos casos, resulta admisible que el Agente Escrow, tome decisiones menores que permitan implementar operativamente las instrucciones de las partes y el propósito por el cual se constituyó el Escrow, siempre que ello se haga de modo tal que esto conlleve al cumplimiento de lo pactado entre las partes y el cumplimiento del propósito y espíritu del Escrow.

El Agente Escrow debe respetar el debido proceso de ley, por lo que deberá notificar adecuadamente a las partes y darles audiencias cuando proceda para que expongan sus puntos de vista, pero todo ello de una manera sumaria y tratando de mantener la celeridad que caracteriza a un Escrow. En caso de haber dudas razonables en cuanto a la forma en que deben ejecutarse las instrucciones; o sobre los alcances de lo convenido entre las partes; o sobre si una o varias partes han cumplido o no; o si se han dado las condiciones para la entrega de los fondos, el Agente Escrow podrá prevenir a las partes para que sometan el asunto a decisión del respectivo tribunal.

Por sus servicios el Agente Escrow cobrará un honorario que se fija en proporción al valor de los bienes en custodia y a los deberes y responsabilidades asumidos por el Agente. Sin embargo, podría ocurrir que en el transcurso del Escrow se presenten situaciones que hagan que el Agente tenga que incurrir en gastos o servicios imprevistos o que, aunque previstos, no había seguridad de que se iban a presentar. En tales casos, las partes deberán cubrir los costos que ello demande, pudiendo el agente Escrow exigir que dichos costos sean pagados de previo y/o que sean cubiertas por la parte carente de razón o que haya actuado de mala fe.

Es fundamental que el Agente Escrow, esté autorizado por la Comisión Nacional de Valores u otras entidades reguladoras internacionales para desempeñarse como tal, la cual impone a dichos Agentes serias regulaciones y múltiples requisitos y reportes periódicos para evitar que la actividad de dichos Agentes pueda ser utilizada por el crimen organizado para lavar dinero o financiar el terrorismo.

Cabe mencionar, que la posible cesión de tales instrumentos a la Escrow Account, es sólo en carácter de garantía temporal de pago a los inversores que suscribirían los títulos de deuda fiduciaria de los fideicomisos de obra. A medida que los fideicomisos van cumpliendo con sus pagos de capital e intereses en tiempo y forma, estas garantías (los títulos públicos cedidos por ANSES) se van recuperando o reutilizando para garantizar nuevos fideicomisos de obra pública.

CREACIÓN DE IMPUESTOS Y TASAS AD HOC CON DESTINO ESPECÍFICO AL FINANCIAMIENTO DE OBRAS

Los impuestos con afectación específica abarcan un variado universo y la generación de un flujo de fondos lo convierte en una herramienta idónea para fundear proyectos de infraestructura como los que aquí nos convocan.

En este sentido, sería factible proponer ciertas reasignaciones de partidas en cuanto al destino de los impuestos ya creados y/o la sanción de un nuevo impuesto con una asignación específica para una determinada obra o conjunto de obras.

Ahora bien, debe tenerse presente que en materia impositiva rige el principio de legalidad por el cual es una atribución excluyente del Congreso de la Nación, la creación de un impuesto. A mayor abundamiento, cabe recordar que el art. 99 inciso 3° de la Constitución Nacional, que faculta al Poder Ejecutivo Nacional a emitir, bajo ciertas circunstancias, los llamados decretos de necesidad y urgencia, excluye expresamente de tales facultades delegadas a aquellas normas que regulen (entre otras) la materia tributaria.

En este entendimiento, toda reasignación en el destino de los impuestos existentes o, aún, la creación de un nuevo impuesto con afectación específica a financiar una determinada obra o proyecto, deberá ser sancionado por una norma que observe el trámite legislativo previsto para el tratamiento y sanción de las leyes por el Congreso de la Nación Argentina.

A simple título ilustrativo, se enuncian a continuación algunos impuestos que serían susceptibles de ser creados en el marco descripto precedentemente.

- a) Un impuesto a los casinos, con destino a sufragar obras de infraestructura deportiva.
- b) Un impuesto a las apuestas hípcas, destinado a obras rurales.
- c) Un impuesto a la compraventa de yates y otras embarcaciones suntuarias, destinado a obras portuarias.
- d) Un impuesto a los pasajes aéreos en vuelos de más de 1.000 millas con destino a sufragar la mejora en carreteras de zonas turísticas argentinas.

ESQUEMA DE ELIMINACION DE ALICUOTA IMP A LAS GANANCIAS PARA INVERSORES LOCALES “FORMALES” QUE INVIRTAN EN TITULOS DE DEUDA DE FIDEICOMISOS DE INFRAESTRUCTURA.

El artículo 20 de la Ley N° 20.628 de Impuesto a las Ganancias, texto ordenado en 1997 y sus modificaciones, contempla la exención del Impuesto de la Ganancias para determinadas entidades o bajo ciertas circunstancias.

Se sugiere incorporar a dicho plexo normativo que la compraventa, así como la renta generada, por títulos valores emitidos por el FIPA estén eximidas del pago del Impuesto a las Ganancias para inversores locales.

SOLIDEZ ORGÁNICA DEL FIPA

Se propone que el “FIPA” sea creado por Ley Nacional, en el ámbito del Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda, como un ente autárquico con personería jurídica propia y con capacidad de actuar en el ámbito del derecho público y privado; patrimonio propio y autarquía financiera, donde el Estado nacional tenga el control mayoritario del patrimonio o de la formación de las decisiones.

La concepción de estas características propias del FIPA generan variadas externalidades positivas, a saber:

- a) asegura un marco de previsibilidad de largo plazo a los inversores locales e internacionales que participarán en las distintas estructuras de financiamiento que se diseñarán.
- b) asegura la disponibilidad de fondos para su propio funcionamiento interno sin depender de las asignaciones presupuestarias anuales que pudieran estar sujetas a los eventos económicos coyunturales de los próximos años.
- c) le permite realizar sus propios dictámenes y emitir resoluciones administrativas sin depender de un organismo superior lo cual aceleraría los tiempos de ejecución de proyectos.
- d) el Estado sin participación del sector privado tomará las decisiones lo cual disminuye sensiblemente los tiempos de negociación generalmente involucrados en estos procesos.

Será objeto de la última etapa de este Trabajo presentar los proyectos normativos que facilitarán la creación del FIPA, así como a la normativa vigente para que puedan cumplirse los factores de éxito enunciados precedentemente.

a

capítulo 8

DISEÑO DE BORRADORES DE LOS CUERPOS NORMATIVOS

Finalmente, en esta etapa se acompañarán los borradores de aquellos cuerpos normativos (leyes, decretos, resoluciones, etc.) que pudieran resultar acordes con la estructuración de financiamiento propuesta, en orden a ser presentados a las autoridades gubernamentales con competencia en la materia.

No obstante ello, cabe mencionar y aclarar que para la confección del presente cuerpo normativo se ha utilizado la información disponible a la fecha, lo que implica que de acuerdo a la dinámica de la coyuntura tanto política como económica en el país, en el futuro podría ser necesario realizar ajustes o actualizaciones a los mismos.

PROYECTO DE LEY DE CREACION (con Mensaje al Congreso de la Nación)

“Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA)”

AL HONORABLE CONGRESO DE LA NACIÓN:

Tengo el agrado de dirigirme a VUESTRA HONORABILIDAD con el objeto de someter a su consideración el Proyecto de Ley de creación del Instituto de Financiamiento de Obras de Infraestructura (INFOI), organismo que tendrá por fin participar activamente en la estructuración financiera, así como la generación de los vehículos, instrumentos, valores mobiliarios y mercados para poder financiar las obras públicas y de infraestructura.

VISTO Y CONSIDERANDO QUE:

Resulta indudable que la inversión en obras de infraestructura aparece como un elemento basilar para la producción, el empleo y el desarrollo sustentable, tanto desde el punto de vista económico como social; no sólo por su contribución directa en la actividad general sino por el efecto multiplicador sobre otros sectores de la industria, el comercio y los servicios financieros.

A tales fines, se presenta necesario promover la expansión de las inversiones en obras de infraestructura en todo el territorio nacional a través de un esquema integral de participación del sector público y privado, que permita extender las capacidades potenciales de crecimiento de largo plazo.

Este cometido, requiere la coordinación de los distintos sectores de la economía y la producción a los fines de permitir la obtención de una mejora sustancial, en términos de eficiencia y razonabilidad administrativa, optimizando la utilización de los recursos disponibles tanto a nivel local como internacional para ser aplicados en las obras públicas proyectadas.

El rol específico que le compete a las áreas de gobierno involucradas en la obra pública, más orientado a la planificación y generación de políticas, debe ser completado con un nuevo actor que intervenga en el diseño de las estructuras de financiamiento potencialmente más adecuadas, que permitan proveer de fondos públicos y privados para la consecución de las Obras de Infraestructura necesarias para el desarrollo de nuestro país.

Por su parte, se puede advertir una inmensa diversidad de sectores y subsectores económicos como potenciales beneficiarios de obras, así como una vasta dispersión a lo largo de toda la geografía de nuestro país.

En este entendimiento, el objetivo propuesto prevé un significativo plan de obras de infraestructura, lo que indefectiblemente requerirá diseñar, coordinar y canalizar recursos de distintas fuentes de financiamiento alternativos para poder enfrentar los compromisos que supone, y para atender el financiamiento adecuado de la inversión prevista para dichas obras públicas se requiere de un Programa de Financiamiento de Largo Plazo eficientemente administrado.

En la actualidad, podemos advertir que los diferentes actores, tanto públicos como privados, involucrados en la planificación de las políticas de desarrollo, la formulación del Plan de Obras y el financiamiento se encuentran desarticulados, de tal suerte que la creación de un único organismo que actúe como nexo coordinador permitirá generar una interacción dinámica entre los proyectos y las estructuras de financiamiento requeridas para su ejecución.

Así las cosas, se propone la creación del Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA), vinculado al Poder Ejecutivo por intermedio del Ministerio del Interior, Obra Pública y Vivienda, con autarquía técnica, funcional y financiera, con personería jurídica propia y jurisdicción en todo el territorio de la Nación, revistiendo la condición de institución de derecho público, con capacidad para actuar privada y públicamente, conforme a la normativa vigente.

Tal como fuera expresado precedentemente, la misión principal del FIPA será promover el desarrollo de las inversiones en infraestructura dentro de la República Argentina, actuando en el ámbito de la planificación y formulación de las obras así como la instrumentación y estructuración del financiamiento requerido para concretar los proyectos, contribuyendo de este modo a la generación de empleo, crecimiento económico sustentable y desarrollo social.

Se le confiere un presupuesto así como las facultades necesarias para que el Jefe de Gabinete de Ministros, en el marco de sus atribuciones, efectúe las reestructuraciones presupuestarias que fueran menester.

De igual forma, y teniendo en cuenta las funciones de financiamiento que habrá de llevar adelante, se ha entendido conveniente eximir al FIPA de las restricciones contenidas en la Ley de Administración Financiera respecto de la constitución y contribución patrimonial de fondos fiduciarios.

En materia de organización, se crea un Consejo Directivo, quien tendrá a cargo el gobierno y administración, con representación de todos los sectores involucrados en la actividad, estableciéndose las normas y facultades que reglarán su funcionamiento.

A tales efectos, el organismo a crearse actuará como facilitador de la gestión de los proyectos de inversión, mediante la coordinación de las áreas competentes, brindando asistencia directa al desarrollador y participando en la creación de las estructuras financieras que mejor se adecúen a una determinada obra.

En el mismo orden, se prevé que dicha entidad entienda en la planificación y formulación de los proyectos de inversiones en infraestructura, facilitando la identificación de los sectores estratégicos, las obras necesarias y las fuentes de financiamiento de modo que se logre una equitativa promoción territorial.

De modo semejante, se pretende facilitar un acceso directo a la información relacionada con cada uno de los procesos, con el consiguiente ahorro de costos de intermediación y aprovechamiento de economías de escala.

Asimismo, la nueva entidad, al actuar como ventanilla única para la presentación de proyectos de obra de infraestructura contribuirá a evitar la dispersión y falta de uniformidad en los requisitos y demás condiciones aplicables; adicionando además, la prestación de servicios de asesoría e información sobre el marco jurídico, la disponibilidad de fuentes de financiamiento y los incentivos a la inversión.

En otro orden, también se crea un Consejo Consultivo con el objeto de monitorear el desempeño de las actividades realizadas por el FIPA y realizar sugerencias de acciones a desarrollar.

La creación de un único organismo que reúna en su seno a los diversos actores involucrados en el proceso de formulación de las políticas de desarrollo, el financiamiento y la ejecución del Plan de Obras permitirá una ajustada correlación entre la planificación y la asignación de los recursos financieros.

En esta inteligencia, el Ministerio del Interior, Obra Pública y Vivienda es el ámbito adecuado para centralizar la concreción del plan de obras, tanto en su rol de planificación y ejecución de los proyectos diseñados así como en aquellos aspectos relacionados netamente con el diseño y estructuración del financiamiento más óptimo a lo largo del periodo.

En suma, con la íntima convicción que tanto el Plan de Obras como las necesidades de financiamiento hacen necesario la creación de un organismo que promueva la expansión de las inversiones locales y la captación de inversiones extranjeras, que contribuyan al crecimiento sostenido y el desarrollo sustentable de las distintas actividades económicas del país, el aumento de su competitividad, del empleo y la mejora de la calidad de vida de sus habitantes, es que se propone la creación del Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA).

Dios guarde a VUESTRA HONORABILIDAD.

Mensaje N° XXXX

El Senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina, reunidos en Congreso, etc., sancionan con fuerza de LEY:

ARTÍCULO 1º. De la creación — Créase el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA), organismo descentralizado en el ámbito del MINISTERIO DEL INTERIOR, OBRA PÚBLICA Y VIVIENDA, con autarquía técnica, funcional, económica financiera, con personería jurídica propia y con capacidad de actuar en el ámbito del derecho público y privado.

ARTÍCULO 2º — Objeto. El FIPA tendrá por objeto promover el desarrollo de las inversiones en infraestructura dentro de la República Argentina, actuando en el ámbito de la planificación y formulación de las obras así como la instrumentación y estructuración del financiamiento requerido para concretar los proyectos, contribuyendo de este modo a la producción, la generación de empleo, el crecimiento económico sustentable y el desarrollo social y económico del país.

ARTÍCULO 3º — Funciones. Serán funciones del FIPA:

- Planificar y formular los proyectos de inversiones en infraestructura.
- Identificar sectores estratégicos de desarrollo y fijar prioridades de obra.
- Efectuar el seguimiento y coordinación de las políticas de inversión.
- Proponer los mecanismos de incentivo pertinentes.
- Actuar como ventanilla única de presentación de obras de infraestructura para su evaluación.
- Prestar servicios de asesoría e información sobre marco jurídico e incentivos a la inversión.
- Mapear el riesgo de inversión en infraestructura que enfrenta el sector privado, considerando las evaluaciones de inversión y los precios.
- Estandarizar y armonizar la documentación de los proyectos y de los enfoques para la valoración y el análisis de la infraestructura.
- Recopilar datos de infraestructura, que incluya datos cuantitativos sobre los flujos de efectivo históricos y el rendimiento de los proyectos.
- Diseñar la mejor ingeniería financiera a aplicarse dado las características de la obra pública a desarrollarse.
- Articular los recursos disponibles en los distintos sectores económicos, tanto a nivel local como internacional.
- Seleccionar los Desarrollistas y Bancos que financian las obras.

ARTÍCULO 4º — Excepción. Exceptúese al FIPA de lo dispuesto por el artículo 5º inciso a) de la Ley N° 25.152, modificado por el artículo 48 de la Ley N° 25.565, en lo que se refiere a la integración total o parcial de fondos fiduciarios.

ARTÍCULO 5º — Del gobierno y la administración. El gobierno y administración del FIPA estará a cargo de un Consejo Directivo integrado en la siguiente forma:

- UN (1) presidente designado por el Poder Ejecutivo nacional.
- UN (1) representante del Ministerio de Hacienda de la Nación.
- UN (1) representante del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.
- UN (1) representante de la ADMINISTRACION NACIONAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL.
- UN (1) representante de ASOCIACION DE BANCOS PUBLICOS Y PRIVADOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA.
- UN (1) Representante de la CAMARA ARGENTINA DE LA CONSTRUCCION.

El cargo de Presidente será incompatible con el ejercicio de toda otra función pública y/o privada, salvo la docencia y será remunerado conforme lo determine la reglamentación que dicte al efecto el PODER EJECUTIVO NACIONAL. Durará cuatro años en sus funciones y podrá ser reelecto.

Los demás miembros del Consejo Directivo ejercerán su función con carácter ad honórem y serán designados por el Poder Ejecutivo nacional a propuesta de las entidades y organismos respectivos.

ARTÍCULO 6º — Del quórum y mayorías. El Consejo Directorio formará quórum con la mitad más uno de sus miembros. Sus resoluciones se adoptarán por mayoría simple. El Presidente tendrá doble voto en caso de empate.

ARTÍCULO 7º — Funciones y atribuciones del Presidente. Son funciones del presidente:

- Representar legalmente al instituto.
- Cumplir y hacer cumplir esta ley, sus normas reglamentarias y todas las resoluciones que sancione el Consejo Directivo.
- Proponer al Consejo Directivo las medidas y la designación del personal que estime necesarios para el mejor funcionamiento del instituto.
- Aplicar las sanciones que correspondan al personal.
- Ejecutar los actos y celebrar los contratos necesarios para llevar a cabo las resoluciones de orden general o particular que tome el Consejo Directivo, siendo necesario para su convalidación que estén refrendados con la firma de otro integrante del mismo.
- Elevar anualmente al Poder Ejecutivo Nacional el presupuesto y la memoria del instituto, previa aprobación del Consejo Directivo. Mientras no se apruebe el nuevo presupuesto, continuará vigente el del año anterior.

ARTÍCULO 8º — Funciones y atribuciones del Consejo Directivo. Son funciones del Consejo Directivo:

- Aplicar la presente ley.
- Proyectar su reglamentación.
- Proyectar anualmente el presupuesto del instituto.
- Establecer las normas de organización del instituto.
- Adoptar las medidas necesarias para la mejor y mayor promoción del desarrollo de las inversiones en infraestructura, la planificación y formulación de las obras así como la instrumentación y estructuración del financiamiento requerido para concretar los proyectos.
- Nombrar, trasladar, promover y remover a su personal, respetando las normas que garantizan la estabilidad y los derechos de los empleados públicos.
- Resolver la adquisición de inmuebles y celebrar los actos y contratos necesarios para el cumplimiento de sus funciones.
- Administrar los bienes del instituto dentro de las facultades que le acuerdan la presente ley y autorizar los gastos y efectuar las recaudaciones previstas en su presupuesto.
- Disponer la aplicación de los saldos sobrantes de presupuesto al cierre del ejercicio y, en especial, la constitución de fondos de reserva para ulteriores destinos.
- Celebrar convenios con los Estados provinciales, municipales u otros organismos públicos a fin de coordinar la acción a desarrollar.
- Ninguna resolución del Consejo Directivo podrá conservar, establecer o crear privilegios de una o más zonas geográficas respecto de otras.

ARTÍCULO 9º — Del Consejo Consultivo. El FIPA contará con un Consejo Consultivo integrado en la siguiente forma:

- UN (1) representante de la UNION INDUSTRIAL ARGENTINA.
- UN (1) representante UNION OBRERA DE LA CONSTRUCCION DE LA REPUBLICA ARGENTINA.
- UN (1) representante de la administración central de cada región geográfica conforme lo establezca la reglamentación.

ARTÍCULO 10 — Funciones y atribuciones del Consejo Consultivo. Son funciones del Consejo Consultivo monitorear el desempeño de las actividades realizadas por el FIPA y realizar sugerencias de acciones a desarrollar.

ARTÍCULO 11 — Cláusula común para ambos consejos. Cuando las propuestas correspondientes a las designaciones de los miembros del Consejo Directivo y del Consejo Consultivo no hubiesen sido efectuadas, los mismos serán designados directamente por el Poder Ejecutivo Nacional, respetando las bases de representación.

Los miembros de ambos Consejos permanecerán en sus funciones mientras la entidad que representan así lo determine.

Simultáneamente con la designación de los titulares y por los mismos procedimientos e idénticos requisitos, el Poder Ejecutivo Nacional designará un suplente para cada una de las representaciones, quienes sustituirán al titular en los casos que determine la reglamentación.

ARTÍCULO 12º — Presupuesto. El FIPA atenderá los gastos que demande su funcionamiento con los siguientes recursos:

- El 1% de la recaudación del impuesto a las rentas financieras.
- Donaciones y legados.
- Las partidas que asigne el Poder Ejecutivo de rentas generales, cuando fueren insuficientes para completar el presupuesto las partidas anteriormente establecidas.

ARTICULO 13. — Los recursos a los que se refiere el artículo 12, inciso a) de la presente ley, serán recaudadas por el Tesoro de la Nación e ingresados a la orden del FIPA en una cuenta especial que se abrirá en el BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA.

ARTICULO 14. — Los saldos remanentes al final del ejercicio se transferirán al siguiente y su aplicación será dispuesta por el Consejo Directivo, de acuerdo con las facultades que le otorga la presente ley.

ARTICULO 15. — Deber de Consulta. Los organismos públicos nacionales deberán consultar al FIPA antes de adoptar providencias sobre asuntos que se relacionen con lo dispuesto por el artículo 2° de la presente Ley.

ARTÍCULO 16 — Autoridad de aplicación. El MINISTERIO DEL INTERIOR, OBRA PÚBLICA Y VIVIENDA será la autoridad de aplicación de la presente Ley.

ARTÍCULO 17.- Facúltase al Jefe de Gabinete de Ministros para disponer las reestructuraciones presupuestarias que considere necesarias, en los términos y con los alcances de lo dispuesto en el artículo 37 de la Ley N° 24.16 (y modif.) a fin de sufragar los gastos corrientes, gastos de capital y aplicaciones financieras, hasta tanto no se incluya el financiamiento del FIPA en el presupuesto de la Nación.

ARTICULO 18. — Vigencia. Esta ley empezará a regir a los NOVENTA (90) días de su promulgación, en cuyo lapso el Poder Ejecutivo dictará la reglamentación respectiva.

ARTICULO 19. — Comuníquese al Poder Ejecutivo

PROYECTO DE RESOLUCION CONJUNTO MINISTERIO DE HACIENDA Y ANSES

“CREACION DE ESCROW ACCOUNT”

(Con títulos públicos en u\$s y acciones con
contización) asegurando la existencia de
dólares billetes para repago de
estructuración de instrumentos de moneda
extranjera a inversores institucionales
internacionales de largo plazo
y para obras de gran duración

VISTO el Expediente N° S01:0XXXXX/2018 del Registro del MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS y el Expediente N° 0XXXXX/2018 del Registro de ANSES

Y CONSIDERANDO:

Que puede afirmarse sin duda alguna que la inversión en obras de infraestructura aparece como un elemento basilar para la producción, el empleo y el desarrollo sustentable, tanto desde el punto de vista económico como social; no sólo por su contribución directa en la actividad general sino por el efecto multiplicador sobre otros sectores de la industria, el comercio y los servicios financieros.

Que en este sentido, resulta necesario promover la expansión de las inversiones en obras de infraestructura en todo el territorio nacional a través de un esquema integral de participación del sector público y privado, que permita extender las capacidades potenciales de crecimiento de largo plazo.

Que asimismo, se requiere optimizar la utilización de los recursos disponibles tanto a nivel local como internacional para ser aplicados en las obras públicas proyectadas.

Que con la medida que por la presente se propicia, se persigue promover la participación privada en la construcción, mantenimiento, operación y financiamiento de obras públicas en el marco de los objetivos fijados por el Gobierno.

Que una de las principales dificultades que se manifiestan al momento de diseñarse estructuras de financiamiento destinadas a obras públicas de infraestructura de gran envergadura es la incertidumbre tácita para el inversor de largo plazo, especialmente del inversor institucional extranjero, con relación a la existencia del respaldo y/o garantía suficiente de cobro del instrumento de deuda privado originalmente emitido.

Que por este motivo, y a los fines de procurar la captación de capitales extranjeros para el financiamiento de las grandes obras públicas, se ha estimado conducente proponer la creación de la figura de una “Cuenta de Garantía Bloqueada” (“Escrow Account”) en la cual el Estado Nacional depositará títulos públicos en moneda extranjera y/o acciones de empresas privadas, ya emitidos y con cotización en el mercado de capitales, a los fines de que actúen como garantía de cobro para los tenedores de Títulos de Deuda Fiduciaria emitidos por los diversos fideicomisos que fuera estructurando el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) creado por la Ley N° XXXXXXXXXXXX .

Que la “Cuenta de Garantía Bloqueada” (“Escrow Account”) tiene como fin garantizar por parte del emisor de deuda el cumplimiento de la responsabilidad que pudiese derivarse de la aparición de pasivos contingentes.

Que la Dirección General de Asuntos Jurídicos del MINISTERIO DE HACIENDA ha tomado la intervención que le compete.

Por ello:

EL MINISTRO DE HACIENDA

RESUELVE:

ARTÍCULO 1º.- Créase las “Cuentas de Garantía Bloqueada” destinadas a actuar como garantía de cobro para los tenedores de Títulos de Deuda Fiduciaria emitidos por los diversos fideicomisos que estructurase el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA).

ARTÍCULO 2º.- Las “Cuentas de Garantía Bloqueada” mencionadas en el Artículo 1º estarán constituidas por títulos públicos emitidos por el Gobierno Nacional en moneda extranjera, obligaciones negociables en moneda extranjera y/o acciones de empresas privadas y que dispongan de cotización en el mercado de capitales local o internacional.

ARTÍCULO 3º.- El Tesoro de la Nación o el ANSES será quien realice el depósito de los títulos valores en dichas Cuentas y quien seleccione los instrumentos de deuda pública y privada o acciones que en forma específica serán depositados en las mismas.

ARTÍCULO 4º.- El plazo de duración de estos depósitos de títulos deberá ser coincidente con el plazo de duración de la deuda emitida por cada uno de los fideicomisos de infraestructura que estructure el FIPA y deberá asimismo estar en relación con la duración de las contingencias declaradas y manifestadas por el emisor.

ARTÍCULO 5º.- En caso de contingencias, se liberará de las “Cuentas de Garantías Bloqueadas” la cantidad de Títulos valores que al ser valuados a precio de mercado resultara necesaria para hacer frente al cumplimiento del pago del cupón de renta y/o amortización del Título de Deuda Fiduciaria emitido, en tiempo y forma.

ARTÍCULO 6º.- Las “Cuentas de Garantías Bloqueadas” podrán estar a nombre del fideicomiso o del inversor y solamente podrán ser liberadas por mutuo acuerdo o por decisión del juez o árbitro al que esté sometida la relación contractual.

ARTÍCULO 7º.- El Tesoro de la Nación o el ANSES designarán a un “Agente de Custodia” para que mantenga en custodia los títulos públicos, para que en caso de cumplirse las condiciones preestablecidas, ejecute las instrucciones específicas acordadas previamente entre las partes.

ARTÍCULO 8º.- Será obligación del Agente de Custodia ejecutar las instrucciones específicas contenidas en los acuerdos preexistentes firmados entre las partes, debiendo respetar el debido proceso de ley, por lo que deberá notificar adecuadamente a las partes y darles audiencias cuando proceda para que expongan sus puntos de vista. En caso de haber dudas razonables en cuanto a la forma en que deben ejecutarse las instrucciones; o sobre los alcances de lo convenido entre las partes; o sobre si una o varias partes han incumplido o no; o si se han dado las condiciones para la entrega de los fondos, el Agente de Custodia podrá prevenir a las partes para que sometan el asunto a decisión del respectivo tribunal.

ARTÍCULO 9º.- Por sus servicios el Agente de Custodia cobrará un honorario que se fijará en proporción al valor de los bienes en custodia y a los deberes y responsabilidades asumidos por el Agente.

ARTÍCULO 10º.- El Agente de Custodia deberá estar autorizado por la Comisión Nacional de Valores u otras entidades reguladoras internacionales para desempeñarse como tal.

ARTÍCULO 11º.- Comuníquese, publíquese, dese a la Dirección Nacional del Registro Oficial y archívese.

PROYECTO DE DNU

“BANCOS PUBLICOS Y ANSES COMO MARKET MAKERS, Y ADEMAS EXENCIÓN IMPOSITIVA PARA TITULOS VALORES EMITIDOS POR EL FIPA”

BUENOS AIRES

VISTO la Ley N° NNNNNNNNNN de Creación de FIPA y

CONSIDERANDO:

Que es necesario impulsar la demanda de Títulos de Deuda Fiduciaria emitidos por el FIPA.

Que por otra parte, conforme los términos de la Ley N° XXXXXXXXXX, los Títulos de Deuda Fiduciaria y Certificados de Participación de los fideicomisos que estructurará el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) son instrumentos a largo plazo, facilitándose al efecto el marco normativo que permita que los inversores locales e internacionales inviertan en dichos instrumentos financieros.

Que es prioridad de este Gobierno promover la inversión de largo plazo en obras de infraestructura que generen empleo y crecimiento económico, utilizando el ahorro doméstico e internacional como canalizador de fondos hacia la inversión productiva.

Que el servicio jurídico pertinente ha tomado la intervención de su competencia.

Que la presente se dicta en uso de las atribuciones conferidas por el artículo 99, inciso 1, de la CONSTITUCION NACIONAL y la Ley N° 25.561 y sus modificatorias.

Por ello:

LA PRESIDENTA DE LA NACION ARGENTINA

DECRETA:

Artículo 1º —

- i) El Banco Nación Argentina, la ANSES y el BICE deberán definir un valor de comercialización diario para los títulos emitidos por el FIPA en el marco de su diseño y estructuración del financiamiento de obras de infraestructura.
- ii) Dichas entidades públicas deberán dotar de liquidez al mercado secundario de cotización de tales títulos valores. En forma diaria dichas entidades colocarán puntas de precios compradoras y vendedoras, al mismo tiempo, y con un spread mínimo entre ambas puntas.

- iii) Asimismo, tales entidades deberán realizar ofertas de compra y venta con niveles elevados de volumen involucrados; de manera tal que los inversores locales e internacionales que hayan obtenido tales títulos como consecuencia de haber invertido en los fideicomisos de obra pública estructurados por el FIPA dispongan de posibilidades ciertas y reales de vender esos bonos en el mercado.
- iv) El BCRA llevará a cabo las reglamentaciones pertinentes para la implementación.

Artículo 2º — Incorporase como inciso y) del artículo 20 de la Ley N° 20.628 de Impuesto a las Ganancias, texto ordenado en 1997 y sus modificaciones, al resultado de la compra-venta de títulos valores emitidos por el FIPA así como a la renta generada a inversores locales.

ARTÍCULO 3º.- Comuníquese, publíquese, dese a la Dirección Nacional del Registro Oficial y archívese.

