

Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado

---

MAESTRÍA EN FINANZAS

---

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

---

Productos estructurados como alternativas de  
financiamiento en mercados de capitales no profundos

---

AUTOR: ELOISA GÓMEZ LOSINO

TUTOR: SERGIO CHODOS

JUNIO, 2018

---



## Resumen

El siguiente trabajo expone el estudio de las posibles soluciones que se plantean a raíz de las necesidades que surgen como consecuencia del desarrollo de los mercados financieros y las industrias, indagando puntualmente, en el contexto del mercado de capitales argentino, analizando las limitaciones que presenta y formas alternativas para acceder al mismo.

El desarrollo de la investigación se realiza bajo el diseño de un estudio de caso, con un enfoque de estudio mixto y características del tipo transversal, por lo que se tomará información al momento en que se realiza el desarrollo de dicho trabajo.

Las soluciones estructurales o productos estructurados son instrumentos de inversión sumamente flexibles que se pueden adaptar a diferentes necesidades de los inversionistas y sus diferentes perfiles, por ejemplo: preservar el capital, generar flujo de efectivo periódicamente, obtener rendimientos con mercados a la baja o bien potencializar ganancias con mercados a la alza. Los mismos surgen como una alternativa, a raíz de la limitación que presenta el mercado y como forma de acceso a financiamiento.

Una de las principales características de estas tecnologías financieras reside en su condición no estándar, es decir la necesidad de diseño de estructuras a medida de cada caso en particular, dependiendo de que activos se requieran financiar, quienes intervienen, los montos a financiar, garantías disponibles y el contexto normativo.

Estos esquemas implican por lo general estructuras financieras y legales que permitan captar una determinada porción – o totalidad- del flujo de fondos del negocio a ser financiado.

Ante lo expuesto, se realiza el proceso de investigación sobre lo planteado. Buscando indagar como estos vehículos dan soluciones a los sectores de la industria, que no tienen acceso a los medios tradicionales para financiarse, la posibilidad de hacerlo a través de mecanismos de ingeniería financiera, y obtener los fondos por medio del mercado de capitales.



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



**Palabras claves:** G14 Información y eficiencia del mercado; estudios de casos. G2 Instituciones y servicios financieros. G32 Política de financiación; Estructura del capital y la propiedad.



## Contenido

Resumen.....	2
Palabras Claves.....	3
1. Introducción.....	6
2. Planteamiento del problema	
2.1 Formulación del Problema.....	7
2.2 Objetivos Generales y Específicos.....	8
2.3 Hipótesis.....	8
3. Marco teórico.....	9
4. Metodología.....	13
4.1 Tipo de estudio/diseño.....	13
4.2 Fuentes de datos, herramientas de recolección y procesamiento.....	14
5. Productos Estructurales en el mercado local.....	15
5.1 Como está formado el Mercado de Capitales argentino.....	15
5.1.2 Medios de acceso al financiamiento en Argentina.....	20
5.2 Que son los productos estructurados: concepto y características.....	27
5.2.1 Fideicomisos.....	28
5.2.2 Private Equity y Venture Capital.....	32
5.2.3 Asociaciones Público Privadas.....	36
5.2.3.1 Ley de financiamiento PPP: Caso Argentina.....	39
5.2.3.1.1 Principales disposiciones del proyecto.....	40
5.2.4 Obligaciones Negociables Pyme Garantizada.....	45
5.2.5 Pagaré Bursátil.....	50



6. Proyecto de Ley de Financiamiento Productivo.....	53
7. Los inversores y los principales demandantes de financiamiento.....	57
7.1 Inversores en el mercado local.....	59
7.2 La demanda de financiamiento.....	60
7.3 Ventajas y desventajas de los productos estructurados.....	61
7.3.1 Como mitigar riesgos.....	62
8. El rol de los inversores institucionales.....	63
8.1 Fondo de Garantía de Sustentabilidad.....	64
9. Conclusiones/ reflexiones finales.....	70
10. Referencias bibliográficas.....	72
11. Anexos.....	79



## 1. Introducción

Al analizar el mercado financiero y su desarrollo, producto de la globalización, se pueden notar las disparidades entre países desarrollados y emergentes, como así también en los distintos sectores de las industrias que buscan capital para su desarrollo o crecimiento.

El trabajo se centra puntualmente en estrategias para acceder a financiamiento por medio del mercado de capitales, cuando el capital propio es escaso y los bancos no proveen esos fondos, o bien cuando los instrumentos que operan en el mercado, no se adaptan al negocio o proyecto a financiar.

Cuando decimos que un mercado financiero presenta limitaciones, se hace referencia a que el mismo carece de profundidad, es decir que no presenta la oferta de instrumentos necesaria para satisfacer las necesidades de los inversores. En un mercado profundo por ejemplo, existen títulos financieros que protegen contra el alza o la caída del precio de un determinado commodity. Algunos autores definen un sistema financiero desarrollado cuando el conjunto de instrumentos financieros, mercados e instituciones financieras existentes, mejoran los problemas de información y los costos de transacción.

A raíz de lo mencionado, es que surgen los llamados productos estructurados, que son soluciones financieras, cuya principal característica es su condición no estándar, su estructura es diseñada a medida de cada caso en particular, dependiendo de los activos a financiar, las partes que intervienen, el capital requerido, los esquemas de garantías, el tipo de negocio y el contexto normativo.

La fuerte debilidad institucional, reflejada en condiciones políticas y económicas de alta volatilidad para el desenvolvimiento de los negocios, constituye sin duda el principal motivo para el desarrollo de condiciones de base que potencien la utilización de esta tecnología financiera. La escasa profundidad de los sistemas financieros, mercados de capitales domésticos con baja diversidad de oferta de productos de financiamiento, base deficiente de inversores institucionales para participar en alternativas no convencionales y marcos normativos de la actividad financiera no del todo aptos, constituyen restricciones



estructurales de fuerte impacto en la posibilidad de consolidar estructuras de capital acordes a los requerimientos de este tipo de proyectos. (Cosentino, 2002).

Resulta de gran importancia, ver el efecto en el crecimiento de la economía y las industrias, que se produce como consecuencia de tener acceso a financiamiento para capital de trabajo o para el desarrollo de proyectos.

## **2. Planteamiento del problema**

### *2.1. Formulación del problema*

Como producto de la globalización, los avances en los mercados financieros de todo el mundo, se vieron en la necesidad de brindar soluciones acorde a las demandas presentadas. El desarrollo de las industrias y las grandes inversiones para adaptarse a estos cambios, llevo a las compañías a requerir grandes cantidades de capitales, que no podían obtener a través de los medios tradicionales.

El estudio se enfoca en el marco del desarrollo necesario para satisfacer la demanda de los mercados y en indagar sobre los factores que hacen particularmente al mercado local, más limitado que otros.

Las limitaciones mencionadas, se aplican tanto al concepto de riesgo y rendimiento buscados dentro de las operaciones de mercado, como así también, a las restricciones para acceder al financiamiento de algunos sectores de la industria, como es el caso de las Pequeñas y medianas empresas o proyectos en desarrollo.

Como consecuencia del problema planteado previamente, surgen las siguientes preguntas, que serán respondidas a lo largo del trabajo desarrollado:

¿Que son las soluciones estructurales y cuál es su finalidad?

¿Cómo se accede a ellas y que beneficios proporcionan en relación a los mercados poco profundos?

¿En qué industrias presentan una mayor potencialidad de aplicación?



¿Cuáles son los productos estructurados más utilizados y más conocidos a nivel local?

## *2.2. Objetivos generales y específicos*

### *2.2.1 OBJETIVO GENERAL*

Indagar y analizar las estructuras de financiamiento y su función como facilitadores de acceso a sectores pequeños de la industria en Argentina.

### *2.2.2 OBJETIVO ESPECIFICO*

- Identificar las oportunidades de financiamiento en un mercado poco profundo como Argentina.
- Identificar los productos estructurales que permiten a las industrias obtener financiamiento por medio del mercado de capitales.
- Analizar cuáles son los motivos y sectores de la industria que presentan mayores restricciones de acceso a las fuentes tradicionales de financiamiento

## *2.3. Hipótesis*

El problema de eficiencia en la canalización de los ahorros a la inversión productiva no está puntualmente solo del lado de la oferta, sino también, de la demanda, a causa de su aversión a abrir su estructura de capital, como consecuencia de desconocimiento de los instrumentos financieros y su manejo, para el logro de un esquema eficiente.



### 3. Marco teórico

Los productos estructurados son una clase de inversión que debido a sus características son capaces de generar ganancias con diversas tendencias y expectativas del mercado. Estos están conformados por instrumentos derivados y por lo tanto tienen un grado de apalancamiento, lo que les permite crear una gran variedad de perfiles para el modelo media-dispersión, brindando a los inversionistas diferentes grados de tolerancia al riesgo y se encuentran con mayor frecuencia e importancia en los portafolios de inversionistas institucionales como: sociedades de inversión, aseguradoras, bancos, casas de bolsa y fondos de pensiones. En términos generales, un producto estructurado es un instrumento de deuda combinado con otro activo de rendimiento incierto.

Argentina constituye un excelente caso de análisis con relación a las condiciones de aplicación de estas tecnologías de financiamiento para inversión productiva. En tal sentido, resulta útil analizar la evolución registrada por esta modalidad con anterioridad a la ruptura del régimen de convertibilidad cambiaria, resultando particularmente importante observar que ha pasado con estas estructuras de financiamiento con posterioridad a la devaluación y el cambio del modelo macroeconómico.

El tamaño del sistema financiero argentino constituye, un fenómeno verdaderamente anómalo en comparación con otros países de la región y del mundo.

Durante la década de los 90 un agresivo proceso de inversiones alimentado por un flujo de ingresos de capitales externos que, no solo permitió el financiamiento de proyectos de fuertes requerimientos de capital, sino que además la necesidad de comenzar a estructurar ingenierías financieras a tono con las prácticas internacionales modernas. El desarrollo del mercado de obligaciones negociables y del mercado de capitales en general, fue en cierta medida una manifestación visible de este proceso de inversión.

El problema de insuficiencia de escala del sistema, es una consecuencia del histórico deterioro de la moneda argentina en su función de reserva de valor y de unidad de cuenta. Sin una moneda de curso legal que funcione como unidad de cuenta contractual y como



reserva de valor, se dificulta el crecimiento de los depósitos bancarios locales y esto naturalmente impide que pueda desarrollarse un sistema financiero nacional. (Fundación observatorio Pyme, 2013).

El crédito puede definirse como un contrato que se extiende en el tiempo. Los contratos requieren especificaciones de ciertos compromisos que deben denominarse en una determinada unidad de cuenta que preserve su valor y que se supone válida durante su vigencia. Los mecanismos más usuales de los contratos económicos se basan en la utilización de la moneda nacional, la indexación de contratos a través de algún índice de evolución de precios o bien en el uso de una moneda extranjera fuerte.

Se puede ver a través de estadísticas, que en lo que respecta al sector Pyme, más del 60% autofinancian sus proyectos de inversión. El sector bancario, considera a estos demandantes como de “alto riesgo” y rechazan alrededor de un 20% de las solicitudes.

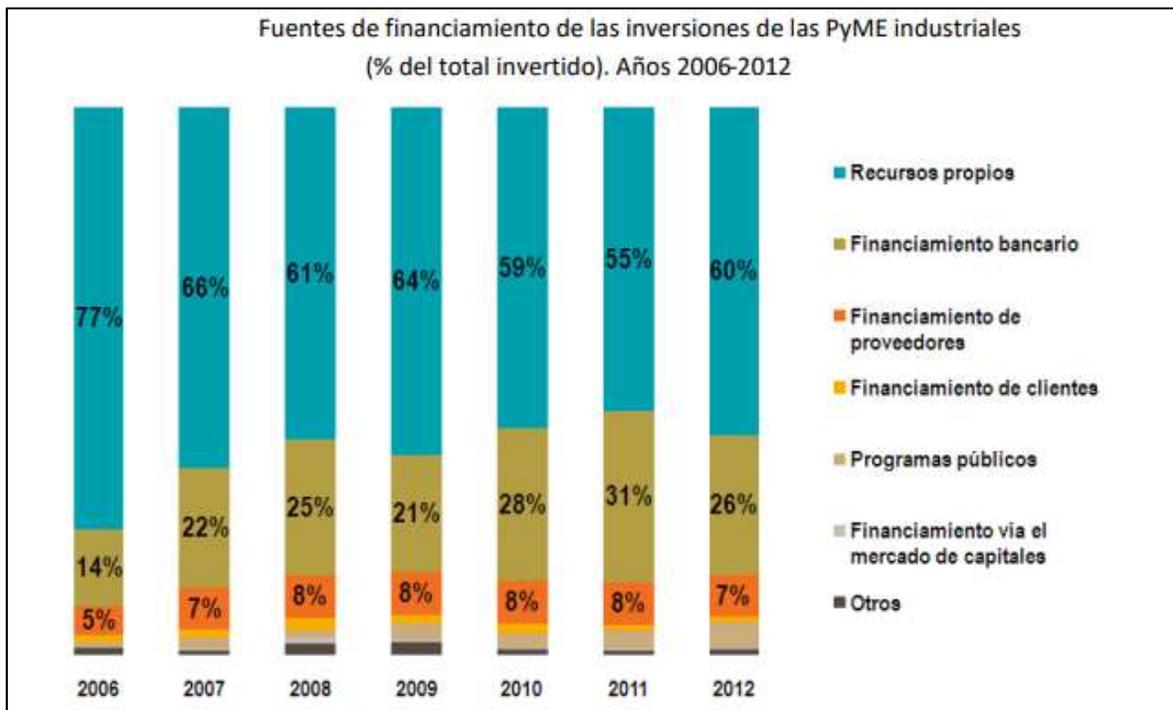


Gráfico N°1: Encuesta Estructural a Pymes Industriales, 2007-2012. Fundación Observatorio Pyme.



Estos flujos de capitales, que permiten el financiamiento de proyectos que requieren grandes inversiones, es el principal motivo por el que se estudian este tipo de productos, que permiten acceder al mercado

Los productos tienen la particularidad de poder estructurarse en función de las necesidades de quienes requieren el financiamiento, articulando en relación al activo subyacente. Estos pueden ser elaborados tanto por el sector público como por el privado, en el caso de los mercados desarrollados, estos instrumentos ya están estandarizados. En los mercados emergentes, como es el caso de Argentina, estos productos requieren un armado específico para cada caso puntual, porque estos instrumentos no se ofrecen en el mercado con frecuencia.

Los instrumentos en referencia, representan soluciones estructurales cuyos activos subyacentes se traducen en financiamiento productivo. Entre estos se distinguen, los que acercan el financiamiento a las Pymes, los llamados Venture Capital o Private Equity y las Asociaciones Publico Privadas, Pagares bursátil, Obligaciones negociables, entre otros. Cualquiera de estos instrumentos mencionados, el estructurado, cumple la función de obtener los fondos necesarios para invertir ya sea en cualquier etapa del proceso productivo, para capital de trabajo, inversión en herramientas y maquinarias, u otra necesidad que presente la empresa, según en qué etapa se encuentre, desarrollo, crecimiento, etc.

En lo que se refiere a las economías en desarrollo, es vital la necesidad de canalizar los ahorros a quienes requieren financiamiento de la manera más eficiente. Hacemos en este caso, hincapié sobre los flujos que se destinan a la actividad productiva.

Dentro de los estructurados generados para obtener financiamiento para las pymes, el mismo puede tomar forma en relación a la industria donde se desarrolla la pyme, el tipo de productos que comercializa y otras características esenciales al diseño del estructurado. Estos productos, tienen como finalidad principal, el acercar al financiamiento por medio del mercado de capitales, en este caso al sector Pyme o Cadena de Valor.



Para ello, podemos hacer una securitización de contratos de leasing o armar estructurados de cadena de valor por medio de fideicomisos.

El fideicomiso financiero es una alternativa de financiamiento de la empresa y una opción de inversión en el mercado de capitales e integra el denominado "proceso de titulación de activos o securitización". La titulación es un mecanismo que permite la conversión de activos ilíquidos en activos líquidos a través de la emisión de valores negociables (en el caso valores fiduciarios). (Comisión Nacional de Valores, 2006)

Es necesario que el mercado perciba con claridad que el objetivo del fideicomiso generara un retorno suficiente para recuperar su inversión en tiempo y forma.

Partiendo de este flujo de efectivo cierto, se puede armar un estructurado según la necesidad del negocio o la industria en la que se desarrolla.

Por otro lado, el Venture Capital, puede definirse como a todas aquellas inversiones a través de acciones que sirven para financiar compañías de pequeño o mediano tamaño, normalmente startups (empresas que tienen muy pocos años de vida y se encuentran en su primera fase temporal). Son empresas que no cotizan en bolsa y no pueden obtener la financiación deseada en los mercados públicos de acciones o mediante otras formas tradicionales de financiación de empresas, como, por ejemplo, de los bancos.

Las empresas jóvenes o que empiezan su actividad, sin activos realizables o con peso elevado de activos intangibles, de valor difícilmente determinable, con flujos de caja negativos o pérdidas contables, sin una historia pasada que avale su actividad o credibilidad y en entornos operativos arriesgados, no son el objetivo prioritario de la actividad financiera tradicional, basada en elementos de garantía y colaterales que, en muchos casos, estos nuevos negocios no están en condiciones de absorber. (Escuela de Negocios, 2004)

En un número cada vez mayor de países se han creado asociaciones público-privadas (APP) para promover la oferta de activos y servicios de infraestructura por parte del sector privado.



Las experiencias acumuladas en diferentes países parecen indicar que la infraestructura económica (por ejemplo, el transporte) es generalmente un ámbito más propicio para la creación de este tipo de asociaciones que la infraestructura social (por ejemplo, la atención de la salud y la educación) por tres razones principales. Primero, los proyectos sólidos encaminados a resolver limitaciones evidentes de la infraestructura —como carreteras, ferrocarriles, puertos y electricidad— probablemente tengan altas tasas de rentabilidad económica y por ello resulten atractivos para el sector privado. Segundo, a menudo el cobro de tarifas a los usuarios resulta más factible y además más conveniente en los proyectos de infraestructura económica. Tercero, por lo general los proyectos de infraestructura económica cuentan con un mercado más desarrollado para combinar la construcción con la prestación de servicios conexos (por ejemplo, la construcción y la explotación y mantenimiento de una carretera de peaje) que los proyectos de infraestructura social. Habida cuenta de estas consideraciones, no es de sorprender que las asociaciones público-privadas se utilicen en forma preponderante para la infraestructura vial, como sucede en varios de los países analizados en los estudios piloto. (Akitoby, Hemming y Schwartz 2007)

#### **4. Metodología**

##### *4.1 Tipo de estudio*

El trabajo presenta un diseño de estudio de caso. Este tipo de investigación implica el estudio en profundidad de las características de un fenómeno determinado para facilitar su comprensión. (Fassio, Pascual y Suarez, 2002)

Este tipo de diseño, se basa en que analizaremos puntualmente el problema de acceso al financiamiento, teniendo como objeto principal, la utilización de productos estructurados como posible solución a las dificultades planteadas, brindando una descripción detallada de estos instrumentos y su funcionalidad.



El enfoque del estudio es mixto, es decir que “representan un conjunto de procesos sistemáticos, empíricos y críticos de investigación e implican la recolección y el análisis de datos cuantitativos y cualitativos, así como su integración y discusión conjunta, para realizar inferencias producto de toda la información recabada (metainferencias) y lograr un mayor entendimiento del fenómeno bajo estudio” (Hernández, Collado y Baptista, 2014).

Damos este enfoque al estudio, porque a lo largo del mismo analizaremos datos cuantitativos, como resultados estadísticos de informes realizados sobre los sectores de las industrias donde más se acentúan los problemas de financiamientos, como así también cualitativos, análisis de bibliografía, informes y resultados de encuestas.

En cuanto a las características del estudio, se puede definir como del tipo transversal. Los estudios transversales no pretenden medir cambios en las variables o en sus relaciones, por el contrario, recogen la información en un momento dado en el tiempo. (Fassio, et al.). Por ello el trabajo se desarrolla sobre cómo se presenta el problema planteado en la actualidad.

#### 4.2. Fuente de datos, herramientas de recolección y procesamiento de datos

Objetivos	Fuente	Técnica de análisis
Identificar las oportunidades de financiamiento en un mercado poco profundo como Argentina	Entrevista a Gerentes de Bancos y Pymes, profesionales asesores del sector financiero.	Método comparativo: Puntos comunes y diferencias.
Identificar los productos estructurales que permiten a las industrias obtener financiamiento por medio del mercado de capitales.	Fuentes secundarias: Informes y datos estadísticos del Banco de Valores, la CNV, el	Análisis de informes.



	Observatorio PyME, Banco Mundial, BCRA.  Activos financieros en el mercado argentino	
Analizar cuáles son los motivos y sectores de la industria que presentan mayores restricciones de acceso a las fuentes tradicionales de financiamiento.	Entrevistas a los actores antes mencionados.  Estructuras de capital de la industria argentina.	Método comparativo (Sampieri) Categorías de análisis.  Limitaciones de los diferentes accesos al financiamiento.

## 5. Productos Estructurados en el mercado local

### 5.1 Como está formado el mercado de capitales argentino

El mercado de capitales argentino, esta supervisado por la Comisión Nacional de Valores y presenta dos sistemas:

Un sistema bursátil, integrado por bolsas de comercio, mercados de valores y entidades de depósito colectivo y liquidación y compensación de operaciones.

Un sistema extrabursátil, conformado por una entidad autorregulada no bursátil denominada Banco Abierto Electrónico S.A.



Estas entidades desarrollan cada una funciones diferentes, tales como el registro y la difusión de las operaciones, la negociación, la administración de garantías y liquidación de operaciones, la custodia colectiva y el registro de accionistas.

El mercado de capitales tiene la función de conectar a quienes desean recursos y quienes están dispuestos a ofrecerlos. Este proceso mediante el cual se canalizan los ahorros hacia la inversión se produce en gran medida a través del mercado de capitales (sea interno por reinversión de ahorros propios como sería en el caso de empresas que reinvierten ganancias, o externo por obtención de financiamiento a través de ahorros de terceros).

Particularmente, el mercado de capitales argentino, está compuesto por pequeños actores que manejan grandes cantidades. Se caracteriza principalmente, por los niveles de volumen que opera y por los instrumentos que el mismo ofrece, los cuales son muy bajos en comparación con algunos mercados vecinos.

En este marco, el mercado es muy elástico a las decisiones de inversión, es decir que, al ser poco los actores que manejan grandes cantidades, hace que estos tengan una gran influencia sobre el valor de mercado de los vehículos, ya que cualquier movimiento que los inversores decidan hacer en sus portafolios, debido a los grandes porcentajes de posesión que tienen, se ven reflejados en los precios de los activos.

En lo que respecta a los productos que ofrece el mercado, como se refleja en el gráfico N°2, podemos observar que, el volumen es mayor en instrumentos de renta fija, como títulos públicos, letras del tesoro, algunos contratos de futuro, fondos comunes y en un menor porcentaje acciones de compañías privadas.

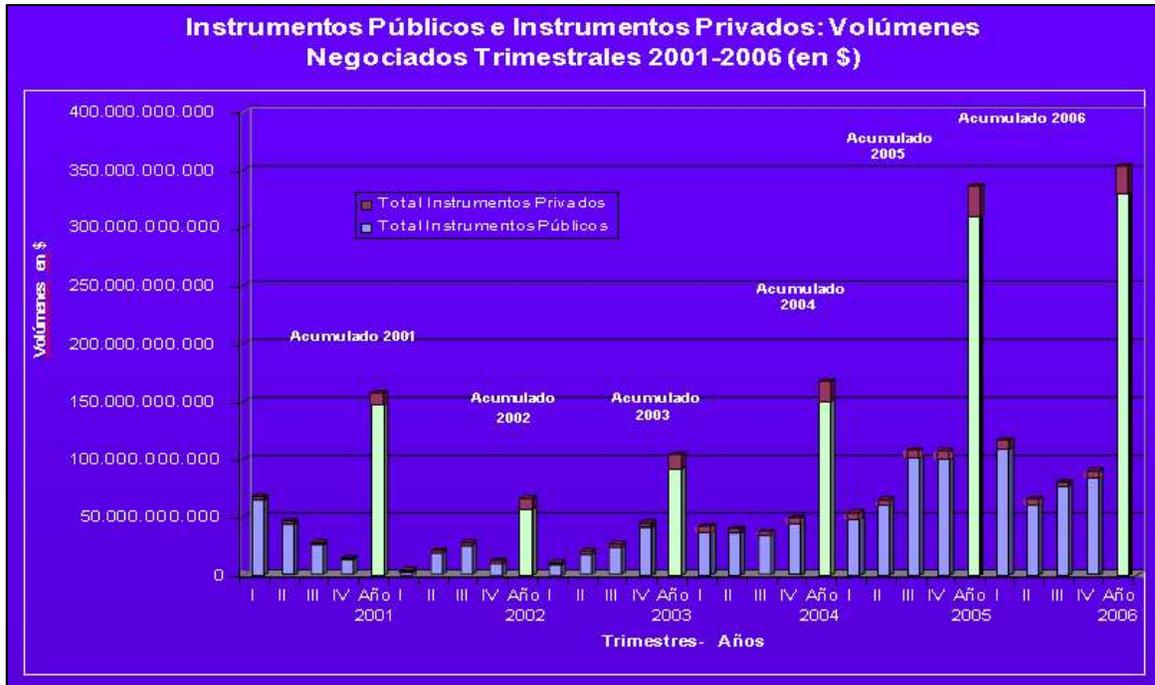


Grafico N°2: Ejes estratégicos para un mercado de capitales al servicio de la economía real: El papel de la Comisión Nacional de Valores, 2000 – 2006. CNV

En el caso de los países desarrollados, las ofertas y los volúmenes operados son mayores. Existen mecanismos de financiamiento estandarizados, y las empresas o proyectos encuentran respaldo para el desarrollo y crecimiento dentro de este medio.

La capitalización bursátil que tiene cada país, permite dimensionar el mercado accionario, ya que es entendida como el valor de mercado de la totalidad de las acciones de las sociedades cotizantes. (Ayerbe, Blanco y Bongiorno, 2009).

Para dimensionar el mercado accionario argentino a continuación se analiza la evolución de la capitalización bursátil.

Para el período analizado (2003 – 2009) se observa un crecimiento en la capitalización total de las empresas que cotizan en el mercado bursátil argentino del orden del 302% frente al crecimiento del 127% del período 2003-2008. Dicho comportamiento es explicado por la



crisis económica y financiera experimentada a nivel mundial durante el año 2008 y parte del 2009. A partir de marzo de 2009 el sector financiero comienza una rápida recuperación.

La capitalización bursátil alcanza un nuevo máximo en diciembre de 2009 (2.269 miles de millones de pesos) superando incluso al máximo registrado en Mayo de 2008 (1.984,04 miles de millones de pesos). De esta forma, 2009 se presenta como un año positivo para los precios de las acciones ya que se produjo un fuerte incremento en la capitalización total, en torno al 77,12% (el año 2009 finaliza con una capitalización total de 2.184,95 miles de millones de pesos. (Ayerbe et al., 2009)

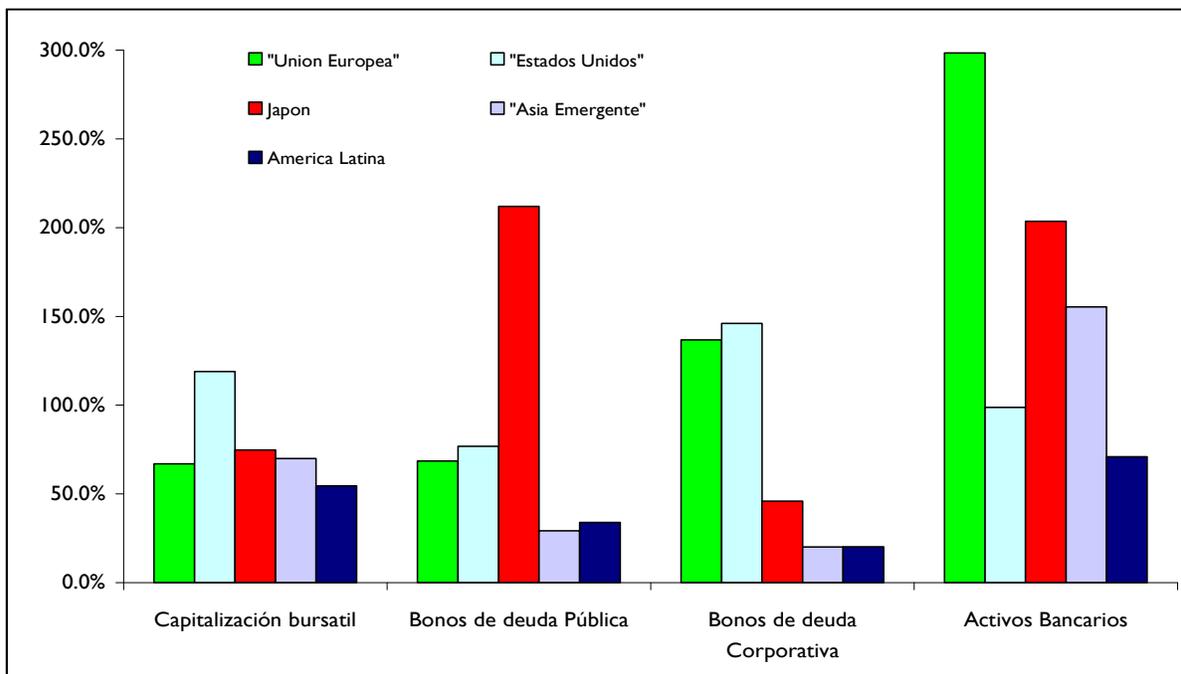


Grafico N° 3: Innovaciones Financieras Aplicadas al desarrollo de los Mercados de Capitales Domésticos. (2015). Asunción, Paraguay.

Puntualmente, analizando el mercado Argentino, una de las causales que se observan es la deficiencia del sistema para transformar el ahorro en inversión. Es decir, es



institucionalmente débil para canalizar los ahorros hacia quienes requieren capital para invertir. Importante es tener en cuenta las oscilaciones de la economía, a la hora de analizar los motivos de esta deficiencia, como así también el factor cultural, que se refiere a la falta de conocimiento del mercado de capitales y la reticencia de los empresarios a abrir sus compañías. No deja de ser relevante el marco regulatorio, que genere la confianza necesaria, para operar en el mercado. (Ayerbe et al., 2009)

Si bien, como se mencionó previamente, el tamaño del sistema financiero argentino, es inferior comparado con países vecinos, puede este no ser el causal principal de las dificultades de financiamiento.

Esta limitación de acceso al financiamiento en Argentina, es una consecuencia de la pérdida del peso como moneda de reserva de valor. La contracción de la economía, y fenómenos como la inflación no son los mejores escenarios para recuperar el valor de la moneda y hacer más rentable el proceso de bancarización.

En la búsqueda de encontrar una solución o una alternativa a esto, el Banco Central, presento propuestas para incentivar a los bancos a prestar a empresas más pequeñas.

En este tipo de industria, manufactureras, el costo del financiamiento juega un papel importante a la hora de concretar inversiones dado que son empresas que tienden a autofinanciarse en mayor proporción a medida que su dimensión es más reducida, utilizando especialmente utilidades generadas en períodos anteriores.

La iniciativa del Gobierno Nacional (BCRA) que impone la simultánea regulación de precios (tasa de interés) y cantidades (proporción obligatoria de los depósitos a prestar al sector privado que lo bancos deben destinar al crédito productivo), resulta insuficiente para satisfacer la demanda insatisfecha de crédito de las PyME, y constituye un sustituto muy imperfecto de las medidas realmente requeridas. Se rescata, en cambio, como positiva la regulación que premia a los bancos que prestan a las PyME con la disminución del Efectivo Mínimo en el BCRA.



El gráfico a continuación, muestra los esfuerzos del Banco Central, y del Gobierno Nacional durante el gobierno de Néstor Kirchner, realizando modificaciones en la Carta Orgánica, para mejorar el vínculo entre los bancos y el sector PyME, e impulsar la inversión.

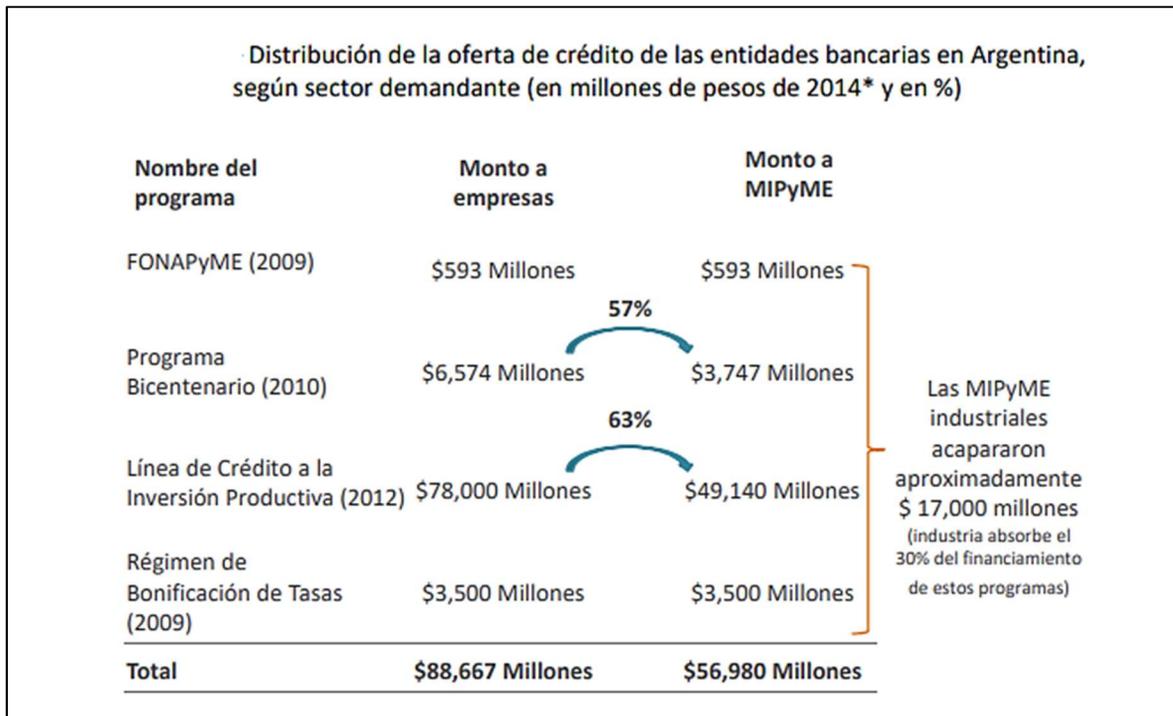


Grafico N°4: Banco Central de la República Argentina y Ministerio de Industria de la República Argentina

### 5.1.2 Medios de acceso al financiamiento en Argentina

Cuando hablamos de medios de financiamiento, hacemos referencia tanto a las fuentes internas como externas. Las primeras son las que se generan dentro de la empresa, como resultado de ejercicios anteriores o aportes de los socios. En lo que respecta a las externas, tienen origen en terceras personas o instituciones, es decir, no se originan dentro de la empresa, como la emisión de deuda o aportes de capitales mediante la venta de acciones.



Haciendo un enfoque más puntualmente hacia Argentina, estudios previos, muestran que las fuentes más utilizadas para financiarse son las internas, fundamentalmente en las pequeñas y medianas empresas.

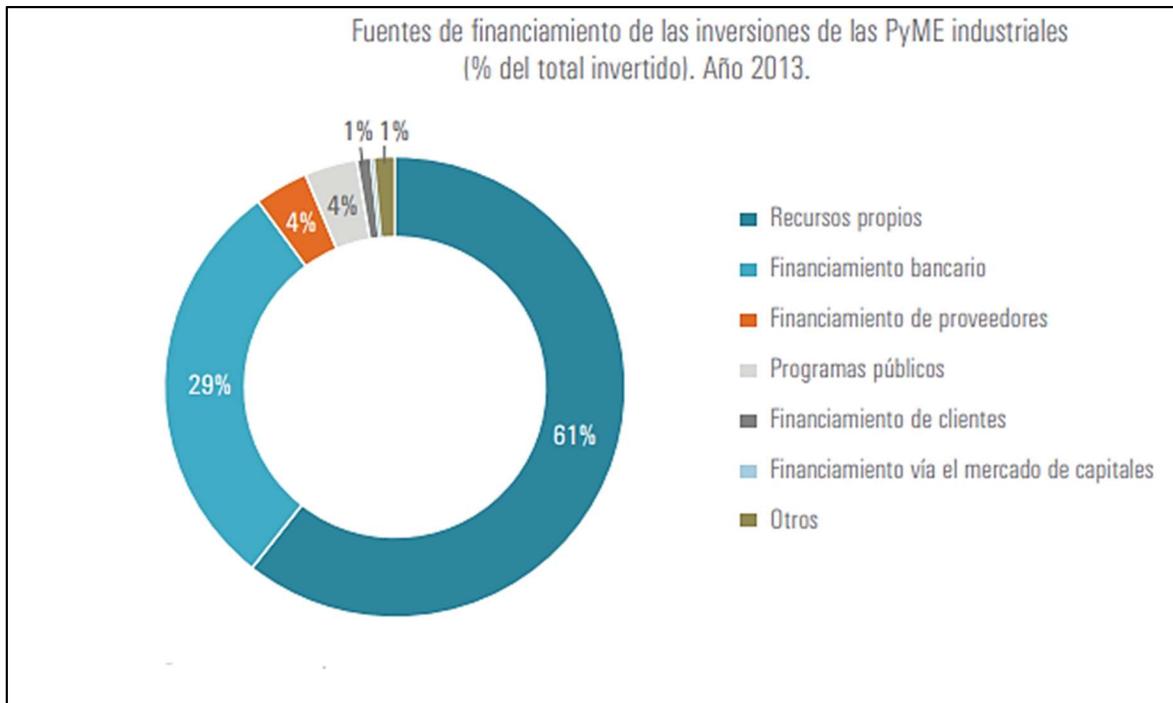


Grafico N°5: Encuesta estructural Pymes Industriales, 2013. Fundación Observatorio Pyme.

“Durante 2016 se registró una sorprendente retracción de la participación de los bancos en el financiamiento de las inversiones de las PyME industriales. El porcentaje de autofinanciación de las inversiones de estas empresas pasó del 54% en 2015 al 68% en 2016, mientras que la participación del financiamiento bancario descendió desde el 35% en 2015 al 22% en 2016”. (Necesidades y fuentes de financiamiento de las Pyme industriales, 2017).

El hecho de que el financiamiento bancario disminuya, se debe a los costos de tomar crédito, como la tasa de interés y los condicionamientos contractuales. Estos son trasladados a los clientes y encarecen el crédito.



Por lo tanto, las inversiones en estas empresas muestran un patrón de prociclicidad muy marcado: en épocas de menor dinamismo de la actividad económica, si sus utilidades bajan, sus inversiones también y viceversa. La inversión es una de las variables más importantes para un buen desempeño a futuro de la unidad productiva y el principal determinante que le permitirá competir en el mercado local e internacional.

En lo que respecta a la diversidad de instrumentos para conseguir financiamiento, una de las principales restricciones es el tamaño que tiene nuestro sistema financiero, es decir la diversidad de instrumentos que cotizan en el mercado, o que comúnmente se operan. Por otro lado, como resultado de ello, es que también se desconoce su operatoria, sus ventajas y de qué manera acceder a ellos.

El siguiente gráfico, muestra como está compuesta la cartera de activos de nuestro sistema financiero. Como se observa, el mayor porcentaje se lo llevan los instrumentos de renta fija, aquellos que son más líquidos o títulos soberanos.

Lo que también puede verse, es los porcentajes de participación en esa cartera de activos, en mayor porcentaje, documentos, aquellos que son mucho más líquidos y que no tienen riesgo de volatilidad, por ejemplo, el descuento de cheques.

En Argentina, el crédito al sector privado es solo del 32,4 % de la cartera del sistema financiero, solo el 20% de los activos tienen como destino la financiación de empresas, en su mayoría son negocios ya desarrollados. Dentro de esos créditos, el de corto plazo representa el 67% y el de largo es el 23%, bajo y segmentado (Gráfico)

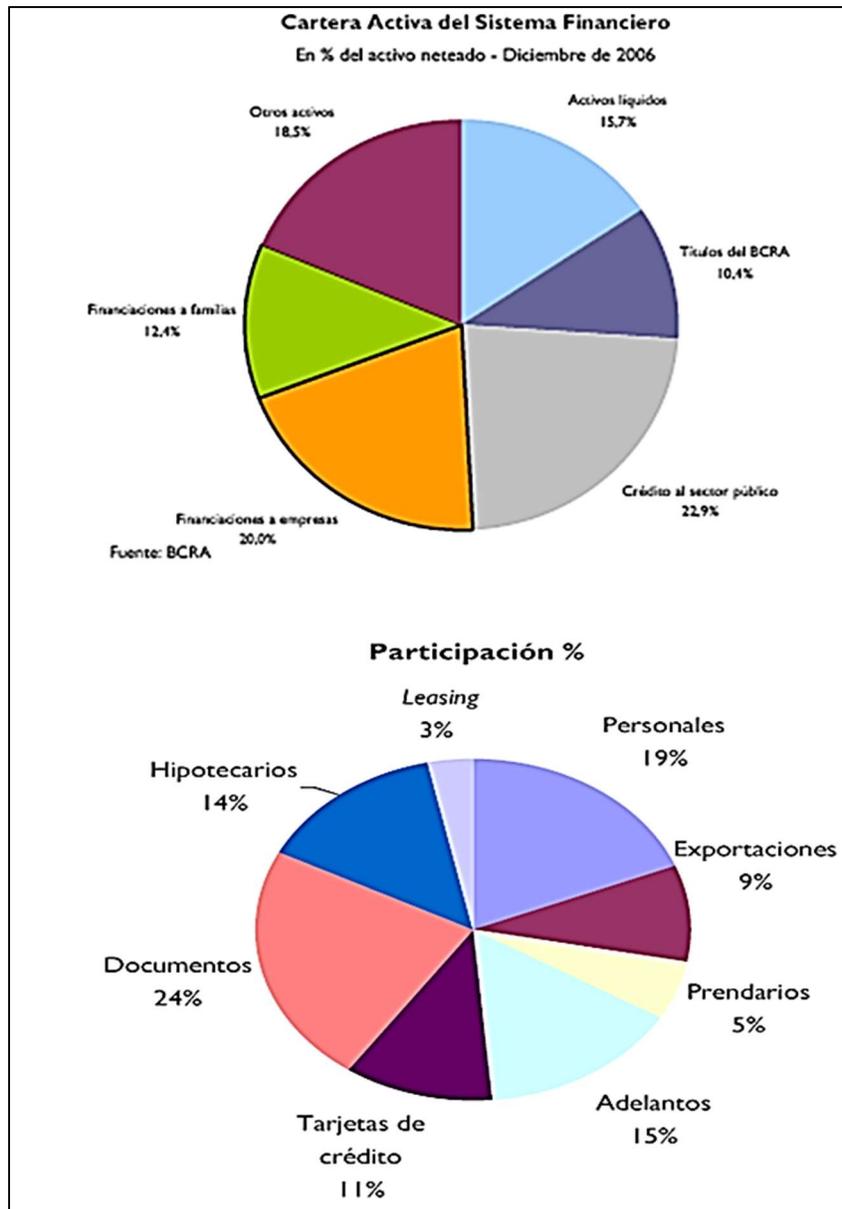


Grafico N°6: Congreso latinoamericano del fideicomiso, Guatemala. 2007. Lic. Adrián Cosentino

Estudios realizado por el Banco Mundial, muestran que los países en desarrollo destinan un promedio de 3,5% del PBI a infraestructura, mientras que las necesidades de financiamiento son de un 7%, tanto para nuevas inversiones como para el mantenimiento de las existentes. (Fundación Observatorio Pyme, 2015)



Por el lado de la demanda, podemos ver en el siguiente gráfico, que el 45% de las PyME manufactureras con proyectos frenados, requieren más de \$1 millón (en pesos 2013, es decir, USD182 mil) para llevar a cabo la totalidad de los proyectos frenados por falta de financiamiento bancario, que presenta una relación directa de acuerdo a la dimensión de la empresa.



Gráfico N°7: Encuesta estructural a PyMEs industriales 2013. Fundación Observatorio Pyme

A partir de esto, podemos ver que, el volumen de crédito que demandarían las PyMes industriales en todo el país para llevar a cabo sus proyectos frenados por falta de financiamiento ascendería a \$11,773 millones de pesos, de los cuales \$6,322 millones, o sea, un 54% equivalen a empresas actualmente inversoras, es decir, empresas que están involucradas en un proceso de mejora de su capacidad productiva por lo que probablemente efectivizarían un aumento de los montos invertidos de tener mayor acceso a fondos externos.

El comportamiento de las empresas frente a las entidades financieras muestra que, en primer lugar, el nivel de desarrollo de la empresa parece un condicionante en su demanda de crédito. En otras palabras, sugiere ser un determinante de la autoexclusión bancaria



En relación con la información expuesta, podemos concluir que, en Argentina, el acceso al crédito es limitado, no solo por las condiciones que presenta el mercado financiero, sino también por la falta de estructura en algunas organizaciones, como así también, por la necesidad de tener un marco regulatorio que garantice este tipo de operaciones. Es decir, que la debilidad del sistema no es solo en el sector bancario, sino también en el sector demandante.

El actual gobierno (Mauricio Macri), con la apertura de los mercados y la liberación del cepo cambiario entre otras acciones de política económica y monetaria, han logrado que inversores pongan su atención sobre nuestro país, esto se ve traducido en el apetito por la deuda soberana argentina.

“Hay una disponibilidad de recursos fenomenal para financiar a los gobiernos subnacionales en el desarrollo de infraestructura, lo cual nos ha llevado a trabajar en productos financieros a media de los inversores especializados en este tipo de activos. La iniciativa gubernamental en el marco de la normativa de Asociaciones Publica Privada (ley APP) genera un ambiente muy propicio para el desarrollo de vehículos de inversión y la posibilidad de que los gobiernos subnacionales cuenten con nuevas mecánicas idóneas para movilizar recursos hacia sus planes de desarrollo”. (Riggi, 2017)

En países como México, Chile, Brasil, los sectores de la economía lograron una mayor colaboración, sus sistemas financieros cuentan con una estructura institucional diversificada, con mercados financieros profundos y líquidos, así como una amplia gama de instrumentos que permiten captar el ahorro y canalizarlo a la inversión productiva.

Dentro de los Informes del Observatorio Pyme referenciados en los párrafos anteriores, exponen cuales son las luces y sombras que muestran el acceso al crédito bancario. Por un lado, se presume que los bancos realizan eficientemente su labor, por lo que otorgan préstamos a aquellas que presentan mejores indicadores. Por otro lado, las Pyme de tamaño inferior, suelen autoexcluirse del sistema bancario por tener menor caudal de inversión o un mercado más acotado, pero sus niveles de endeudamiento y rendimiento son mayores a las



que acceden al crédito. Con acciones de estudio más puntuales e incisivas podrían reducir el tamaño de este universo.

Este cuadro no se presenta en otros países de Sudamérica. “Por ejemplo, en Chile la proporción de depósitos sobre el PBI (Producto Bruto Interno) es dos veces mayor y la asignación de préstamos por empresa industrial es casi cuatro veces superior a los que están destinados actualmente en Argentina. Mientras que en Chile la disponibilidad de créditos bancarios por cada empresa industrial es de aproximadamente USD 2.616.000, en Argentina los USD 742.000”. (Fundación Observatorio Pyme, 2016)

Este bajo volumen de créditos al sector productivo, son los que sobresalen en el análisis de los países emergentes. Las pequeñas y medianas empresas o aquellos negocios que requieren inversiones para su crecimiento o desarrollo, tienen escasas posibilidades de acceder al crédito por medio del sistema bancario, el mismo exige garantías y estructuras que estos tipos de emprendimientos no pueden sostener.

En sus informes, la Fundación antes mencionada, afirma que:

Actualmente el 20% de las Pyme industriales informa que tiene proyectos sin concretar por falta de financiamiento. Un dato más relevante, es que el 60% del monto de proyectos de inversión frenados por falta de financiamiento bancario se concentra en las empresas inversoras (es decir, que invirtieron en los últimos años), y el 84% de dicho volumen se concentra en AMBA y Centro, las regiones industrialmente más dinámicas del país. (Espacio Pyme, 2016, párr. 2).

Planteo por ello, como respuesta al problema que se presenta en el mercado financiero argentino, que una posible solución sería la securitización, el acceso al financiamiento por medio del Mercado de Capitales, utilizando vehículos que no solo presenten las garantías necesarias para el acceso al financiamiento, sino que, además permita diversificar e impulsar la inversión y el crecimiento del mercado.



De esta forma, mostramos en el siguiente apartado, la descripción de algunos instrumentos a los que se puede acceder.

### *5.2 Que son los productos estructurados: Conceptos y características*

Los productos estructurados son herramientas provistas por la ingeniería financiera para satisfacer necesidades que poseen los mercados a raíz de su desarrollo como consecuencia de la globalización, buscando adaptar los riesgos del mismo a la aversión del inversor. Este tipo de vehículos de inversión, debido a sus características, son capaces de generar ganancias siguiendo diversas tendencias y expectativas del mercado. A su vez, están conformados por instrumentos derivados, que son activos atados a un principal y por lo tanto tienen un grado de apalancamiento que les permite crear una gran variedad de perfiles para el modelo media-dispersión, brindando a los inversionistas diferentes grados de tolerancia al riesgo y se encuentran con mayor frecuencia e importancia en los portafolios de inversionistas institucionales como: sociedades de inversión, aseguradoras, bancos, casas de bolsa y fondos de pensiones. En términos generales, un producto estructurado es un instrumento de deuda combinado con otro activo de rendimiento incierto.

Consentino (2002), afirma: “La principal característica de este tipo de este tipo de instrumento, reside en su condición no estándar, es decir la necesidad de diseño de estructuras a medida de cada caso en particular, dependiendo de los activos a financiar, las partes intervinientes, montos de financiamiento requerido, esquemas de garantías, tipo de negocio involucrado y contexto normativo” (p.2).

Articular este tipo de estructuras, requiere esquemas financieros y legales, que optimicen la canalización de las inversiones.

Como se mencionó previamente, este tipo de instrumento surgen como alternativa para acceder a financiamiento, cuando empresas con alto nivel de endeudamiento, no tienen una estructura de capital que demuestre su solvencia, o no alcanza los parámetros predefinidos



por el sector bancario. Permite de esta forma, que las partes se organicen sobre la base de cada necesidad.

La capacidad de emitir deuda y financiarse por medio del mercado de capitales, a través de este tipo de esquemas financieros, presentan la ventaja de no afectar la estructura de capital del negocio o proyecto, ya que en la estructura patrimonial permite que la deuda no se contabilice como tal, y de ese modo no se registren deterioros en indicadores relevantes.

Este tipo de mecanismos, para que pueda implementarse de forma regular, es necesario que el mercado capitales este desarrollado, para que las operaciones de escrituración de títulos no representen grandes costos y se efectivicen en plazos acordes a las necesidades.

Otro aspecto a considerar en este tipo de mecanismos, es que ajeno a la profundidad del mercado, también debe haber una respuesta en cuanto a la contraparte. Empíricamente, no es una tarea fácil financiar proyectos o negocios nuevos vía emisión de deuda, ya que hay inversores que suelen demandar garantías que los respalden por encima de los flujos que ofrece el proyecto por sí mismo.

### *5.2.1 Fideicomisos*

En 1994, se materializo la idea de la CNV, donde se manifestaba la necesidad de la existencia de vehículos financieros, que tengan una estructura que permita mitigar el riesgo empresa de quienes administran los fondos confiados. (Casparri y Otto, 2015)

La CNV, enuncia que el fideicomiso financiero es una alternativa de financiamiento de la empresa y una opción de inversión en el mercado de capitales e integra el denominado “proceso de titulización de activos o securitización”. (CNV, 2007)

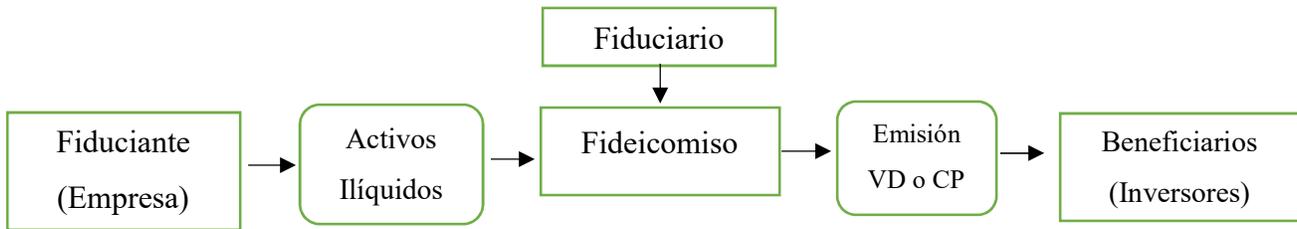


Grafico N°8: Elaboración propia

El artículo N° 1 del Capítulo IV de las NORMAS CNV, dice que:

“Habrà contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato”. (Normas Comisión Nacional de Valores, 2013)

El Fideicomiso Financiero (F.F.), es puntualmente una alternativa para obtener financiación. Permite segregar del patrimonio un número determinado de activos con cuyo rendimiento se atenderá el servicio financiero de los valores negociables emitidos, constituyendo a su vez dichos activos la garantía básica del cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas.

Este vehículo se instrumenta mediante un contrato, donde pueden identificarse los siguientes sujetos:

El fiduciante, que es quien cede los bienes para conformar el patrimonio del fideicomiso.

Fiduciario: Es una entidad financiera, autorizada para actuar como tal por la Comisión Nacional de Valores (CNV), y es quien recibe los bienes en propiedad fiduciaria.

Beneficiario: Es quien recibe los beneficios como resultado del ejercicio de la propiedad fiduciaria. Puntualmente en la estructura de un fideicomiso financiero, son quienes adquirieron los títulos valores representativos de deuda o los certificados de participación.



Fideicomisario: Destinatario final de los bienes fideicomitados, una vez cumplidos los plazos o las condiciones previstas en el contrato. Si en el contrato se prevé que el fiduciante o los beneficiarios son los destinatarios finales de los bienes, se puede prescindir de su intervención.

Este tipo de vehículo, permite lo que se llama securitización, el proceso que permite convertir activos ilíquidos en activos líquidos a través de la emisión de títulos.

Puntualmente, analizando las características del fideicomiso, podemos ver que una de las grandes ventajas del mismo es que la ley permite que los mismos puedan hacerse con bienes existentes o futuros y que además, los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado de el del fiduciario y fiduciante.

De esta forma, el Fideicomiso financiero, da a las empresas la posibilidad de acceder a una fuente de financiamiento alternativa, sin necesidad de aumentar su pasivo. El mismo permite además, articular el instrumento según aquellos activos de los que dispone la empresa que busca financiarse, la industria en la que opera.

Los valores que emite este tipo de Fideicomiso, pueden ser valores representativos de deuda (VRD), cuya operativa es similar a un bono, o certificados de participación (CP), según si representa una deuda o una participación en el patrimonio del mismo, respectivamente.

Los VRD, son derechos de cobro de un flujo de fondos futuros según lo producido por el fideicomiso, en las condiciones establecidas por el Prospecto de emisión (tasa, plazo, moneda, garantías, etc.). Estos están garantizados por los activos que forman el instrumento.

En lo que respecta al CP, otorga el derecho de participación sobre la propiedad de los activos fideicomitados. Los tenedores, tienen derecho al cobro del flujo de fondos futuro del fideicomiso, una vez cancelados los compromisos asumidos por los Valores Representativos de Deuda. ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar))

Los activos fideicomitados, pueden ser bienes, derechos y/o flujos de fondos presentes o futuros, entre los que se destacan:



**Activos Financieros:** títulos de deuda (bonos, letras, obligaciones negociables, debentures y Valores Representativos de Deuda), o de Capital (acciones, cuotas partes de Fondo Común de Inversión, Certificados de Participación de fideicomisos) emitidos por personas del sector público o privado;

**Instrumentos Financieros:** créditos personales, hipotecarios, prendarios, provenientes de la operatoria de tarjetas de crédito u otros créditos originados por entidades financieras. Créditos comerciales, pagarés, cheques de pago diferido, facturas de crédito y cualquier otro tipo de activo bancario o créditos, incluyéndose, asimismo, al dinero en moneda nacional o extranjera;

**Otros Derechos:** tales como derechos crediticios de cobro por ventas o exportaciones, derechos a percibir activos que hayan sido cedidos fiduciariamente en garantía, montos crediticios en virtud de pólizas de seguros;

**Activos Físicos y Agropecuarios;**

**Derechos personales y reales sobre bienes inmuebles y muebles.**

Dentro de todas las cualidades flexibles que tiene este tipo de vehículo para adaptarlo a las necesidades de financiamiento, presenta una desventaja referida a los costos, ya que para emitir un fideicomiso hay que sumar los costos del asesoramiento legal, el de los organizadores, balances, auditores y la calificación de riesgo. Los costos fijos, son extremadamente altos.

Debido a esta desventaja, es que aparecen en el mercado los fideicomisos especiales para PYMES, denominados Secupymes, organizados por una Sociedad de Garantía Recíproca. (Terranova, 2011)

Al instrumentarlos de esta manera, representan soluciones estructuradas avaladas para pymes, como así también, pueden implementarse en las cadenas de valor.

En mejora de las posibilidades de cobro, los valores fiduciarios pueden contar con otras garantías, entre ellas: asignación de bienes adicionales al fideicomiso de manera que exista una sobre cobertura de riesgos, garantías personales por parte del fiduciante o un tercero,



garantías reales y/o afectación de bienes a un fideicomiso de garantía o la conjunción de varias PyMEs como fiduciarios de un mismo fideicomiso.

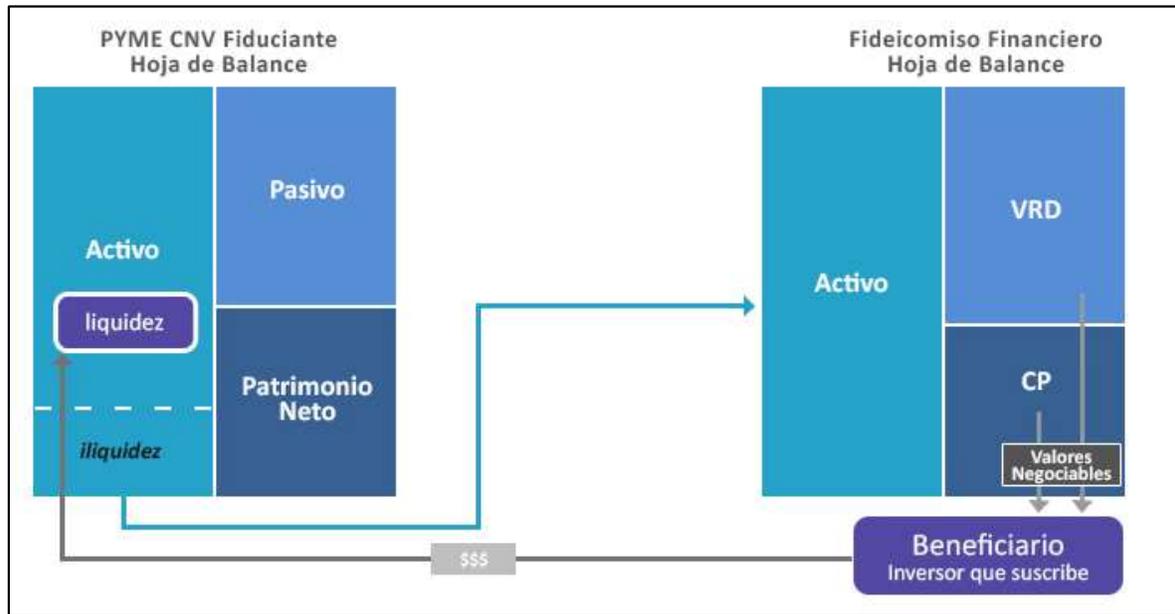


Grafico N°9: [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

### 5.2.2 Private Equity y Venture Capital

El Venture capital o Capital de riesgo, está incluido dentro del Private Equity o capital privado, por ello es necesario definir el primero.

El mercado de capital privado son colocaciones privadas de capital, las inversiones pasan a formar parte del capital social de la empresa, compartiendo en forma proporcional los riesgos y beneficios que genere la misma.

El objetivo de este tipo de instrumento es incrementar el valor del negocio y proveerse de un retorno a mediano o largo plazo, ya sea mediante la mejora de su estructura de capital, ampliar los productos o servicios ofrecidos o su propia expansión.



El Venture capital o fondo de capital de riesgo, es otro tipo de solución estructurada, que surge como consecuencia de la necesidad de financiamiento para el desarrollo de startups o proyectos. Permiten la expansión de nuevos negocios innovadores, avances científicos o servicios.

Los inversores que ponen su capital en este tipo de proyectos, buscan aquellos que tengan un potencial de crecimiento real, que aseguren un buen rendimiento y por medio de este vehículo hacerse dueños parciales de una parte de estos negocios, o accionistas.

Es, por definición, un aporte de capital temporario y minoritario en sociedades no financieras que no coticen en los mercados de valores. (Bolsa de Comercio de Córdoba, 2014).

Son utilizados por grandes inversionistas privados y públicos, en búsqueda de altos rendimientos a corto o mediano plazo. Estos fondos tienen como objetivo la identificación, estructuración y gestión de oportunidades de inversión que perfilen altos rendimientos con bajo riesgo para los inversionistas.

Las necesidades de financiamiento cambian en relación a la etapa en que se encuentra el proyecto, los inversores proveen tres tipos básicos de financiamiento:

- Capital Semilla (seed capital) financia etapa de desarrollo inicial (1 a 2 años de operación). Muchas veces son los inversores ángeles quienes lo proveen
- Capital de riesgo (Venture capital) financia el crecimiento de la empresa (2 a 5 años de operación)
- Capital Privado (private equity) financia la expansión de la empresa (posterior al sexto año de operación). (Caballero, 2007)

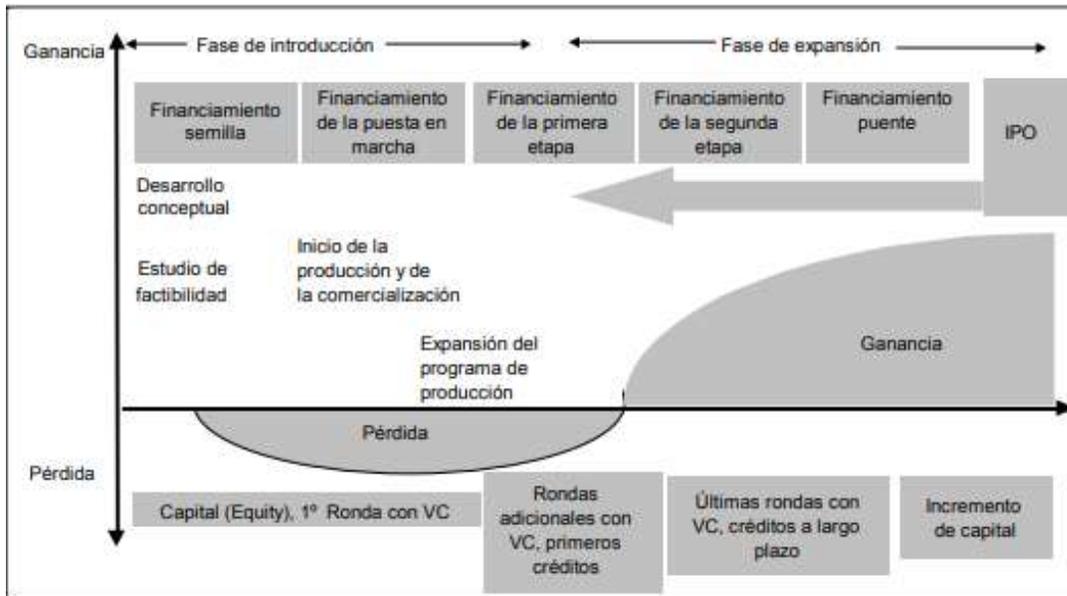


Grafico N°10: Ruda, 2004<sup>a</sup>

Es importante destacar que los plazos de las distintas etapas en la evolución de una empresa, en Argentina no son iguales a los de una empresa de un país desarrollado. Factores como las crisis macroeconómicas recurrentes, la inseguridad jurídica, las limitaciones del tamaño del mercado, determinan que las etapas mencionadas por la literatura financiera internacional tengan a veces una mayor duración.

En países más desarrollados, estos vehículos son muy utilizados y forman sociedades para canalizar los capitales de riesgo, haciéndose del manejo y la administración de dichos fondos.

El núcleo de este tipo de sociedades, Sociedad de Capital de Riesgo o Venture Capital, está en reunir aportes de capital por parte de terceros en patrimonios separados, los cuales se invierten en distintos proyectos. Cada uno de los fondos es administrado por un socio general o administrador, que es quien realiza aportes de capital por cuenta de la sociedad y participa activamente en la gestión de los proyectos.

Una vez que el proyecto alcanza los niveles de crecimiento deseados o esperados, el inversor puede optar por salir y hacerse de las utilidades generadas por medio de: la oferta inicial de acciones (IPO) en mercados públicos formales o privados informales (private



equity), la venta de la nueva empresa a otra empresa, o la compra de la empresa por parte del propio empresario innovador.

Fundación Invertir, 1999 enuncia que en Argentina hay muy poco “recorrido” académico sobre la experiencia de VC. Hasta el presente, en nuestro país, VC significa grandes corporaciones de fondos dedicados básicamente a la adquisición de compañías ya existentes, tanto en el sector público como en el privado (participan en el financiamiento de fusiones, adquisiciones o reestructuraciones de empresas maduras, ubicadas tanto en sectores tradicionales como en servicios, especialmente agroindustria, logística, sistema bancario y compañías de seguros).

En 1999 se registraban casi 40 Fondos Privados de Inversión en Argentina, con un monto total de inversiones cercano a los 12 mil millones de dólares. Sin embargo, el capital de riesgo, definido como aquel orientado a financiar las primeras etapas del desarrollo de una empresa, recién aparece en nuestro país a partir de 1998 con el advenimiento del llamado “boom de Internet”. Según un estudio de la Fundación Invertir, a mayo del año 2001, existían aproximadamente 28 Fondos de Inversión en Argentina. De estos Fondos son muy pocos los que están dispuestos a invertir en capital de riesgo. Sólo 5 de los 28 manifestaron su participación en inversiones de capital de riesgo, y de esos 5 sólo 2 se dedican exclusivamente a inversiones en pequeñas empresas: Pegasus e InverPyMEs (Citado en Barreda, 2010).

Los elevados costos de transacción (normalmente fijos) para permitir la incorporación de un VC como socio de un nuevo emprendimiento exigen un nivel mínimo de inversiones lo que provoca una fuerte barrera de entrada al sistema, discriminando entonces a las pequeñas inversiones (Mason, 2001).

Esta restricción abre una “vía de escape” a través de redes de business angels <sup>1</sup>o de empresas pequeñas de capital de riesgo (más conocidos como VC Informales), quienes

---

<sup>1</sup> Inversor privado que invierte parte de su capital en proyectos empresarios aportando normalmente una serie de valores extras como experiencia en gestión, contactos, etc. Martínez P., García, J. (2010).



están por tamaño y cultura empresarial más cercanos a la filosofía de trabajo de emprendedores individuales y/o que demandan pequeñas dosis de capital.

### 5.2.3 Asociaciones Público Privadas

Otro de los casos en que se requieren grandes cantidades de financiamiento, es en proyectos infraestructura.

En Argentina, los sistemas tradicionales para financiar y construir infraestructura pública son por medio de obra pública y concesión de obra pública. En el primer caso, es el Estado quien paga la obra con sus recursos propios. En cambio, cuando hay concesión, el contratista es quien asume la obligación de financiar, construir y mantener la obra, y tiene como contraprestación el peaje por utilizar el servicio.

Las APP (Asociaciones Público Privadas) son un tipo de contrato, prevé que el privado en asociación con el Estado construya y obtenga la financiación para llevar adelante un proyecto definido, y el Estado o el mismo proyecto realizan el repago de la obra.

Quien asume todos los riesgos técnicos y económicos es el concesionario, no obstante, hay forma de mitigar ese riesgo, como ser la aportación de fondos del Estado Nacional a modo de subvención o mediante el establecimiento de una garantía mínima.

El contrato de concesión es un sistema de financiamiento privado, el repago se obtiene a lo largo de la explotación comercial de la obra. Internacionalmente se lo conoce como BOT, Build, Operate & Transfer (construir, operar y transferir), este modelo requiere que la explotación sea viable comercialmente.

Los aspectos comunes que caracterizan a los proyectos PPP son los siguientes:

- Generan una relación comercial entre entidades públicas y privadas que obliga a distribuir finamente los riesgos adquiridos que devienen de esa relación a través de contratos flexibles de largo plazo.



- Generalmente, se aplican a proyectos de infraestructuras públicas y la provisión de servicios sociales (salud, educación) con financiamiento deficitario.
- Típicamente se realizan bajo esquemas DBFOT (Diseño, Construcción, Financiamiento, Operación y Transferencia) mediante un contrato de largo plazo.

La bibliografía que estudia este tipo de estructura de financiamiento, plantea como elemento clave el estudio de los KPI, por su abreviación en inglés Key Performance Indicators, que son los factores claves para evaluar el rendimiento de una APP.

Estas evaluaciones suelen comparar rendimientos estimados en términos de efectividad, eficiencia y calidad, con el fin de medir o calcular los efectos de cualquier cambio.

Numerosos estudios hasta la fecha han demostrado que los problemas de las APP son causados por la interacción de múltiples factores durante el ciclo de vida de los proyectos, incluyendo el costo, la calidad, el tiempo, la capacidad de gestión y así sucesivamente, en lugar de un solo factor.

Los factores críticos de fracaso de las PPP señaladas por Koppenjan (2005) son la falta de interacción o de inserción insuficiente en el contexto de toma de decisiones más amplio, la ineficacia en la gestión de los procesos y la naturaleza multifacética y caprichosa del sector público. El gráfico a continuación, muestra que las deficiencias del sector público, como políticas y estrategias ineficaces, el origen e identificación de proyectos no profesionales, pueden dar lugar a problemas en las PPP, incluidos incentivos a la adquisición deficientes, falta de coordinación y altos costos de transacción, etc.

Los KPI, son utilizados, como ya mencionamos, en la gestión de rendimiento, y lo hacen a partir de cinco factores: las características físicas del proyecto, financiación y comercialización, innovación y aprendizaje, partes interesadas y procesos del proyecto.



## Comparación entre las adquisiciones tradicionales (financiamiento público) y las APP (financiamiento privado)

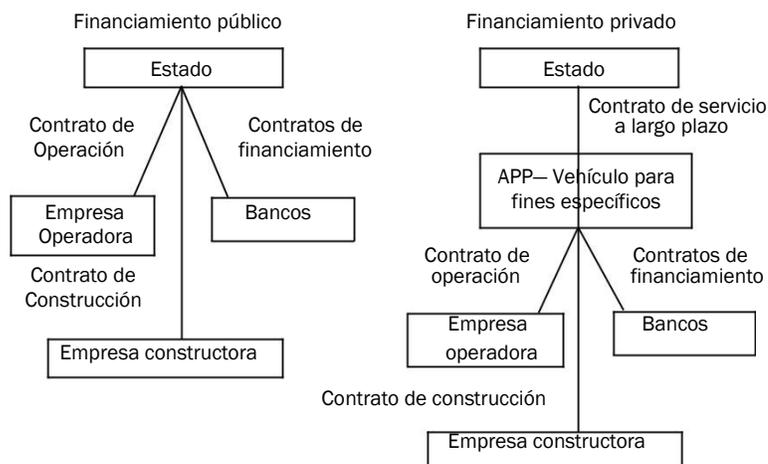


Grafico N°11: Basado en Hana Polackova Brix, Nina Budina y Timothy Irwin, “Managing Fiscal Risks in PPPs”, en Current Issues in Fiscal Reform in Central Europe and the Baltic States 2005 Washington: Banco Mundial, 2005), págs. 135–156. Disponible en [www-wds.worldbank.org/external/default/](http://www-wds.worldbank.org/external/default/)

Las APP ofrecen una vía ilimitada para aumentar la inversión en infraestructura, siempre que estén estructuradas adecuadamente. Aunque son un vehículo cada vez más difundido para el suministro de infraestructura, no constituyen la solución. Es importante garantizar que esas asociaciones se establezcan por los motivos correctos (aumentar la eficiencia) y no para trasladar el gasto fuera del presupuesto y la deuda fuera del balance.

Existen en Argentina dos antecedentes legislativos de este instrumento: el Decreto N° 1299 del año 2000 y el Decreto N° 967 del 2005. “El primero era un excelente régimen, pero fue dictado en un contexto económico internacional y político argentino muy adverso. El segundo se instrumentó a través de una regulación deficiente, a pesar de haber sido emitido en un excelente contexto económico internacional, con abundancia de capital para las economías emergentes y términos de intercambio favorables para la Argentina.” (Einstoss Tinto, 2018)



El Decreto 1299, emitido durante el gobierno del Dr. De la Rúa, contemplaba 3 tipos de contratos para el desarrollo de infraestructura: El contrato llave en mano, Shadow tal y leasing.

Este régimen estableció la creación de un Fondo Fiduciario de desarrollo de Infraestructura, cuyos recursos estaban afectados a garantizar los pagos de los contratantes. Dicho fondo tenía una duración de 30 años y podía actuar como agente de pago por cuenta de terceros.

No obstante, este esquema no fue aplicado, el fideicomiso creado no ha sido utilizado.

En cuanto al Decreto 967, plantea las APP como asociaciones jurídicas. Este modelo radica en construir vehículos societarios entre el sector público y privado, buscando que el Estado tenga una mayor injerencia en las decisiones del proyecto.

A estas sociedades formales se les exigía que estuviesen adheridas al régimen de Oferta Pública.

Prevé un procedimiento engorroso, dado que el proceso culminaba con una eventual calificación del interés público de constituir una APP, por parte del Presidente de la Nación, luego el Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios, es quien convoca a licitación pública.

El proceso engorroso de su constitución y el elevado nivel de injerencia del sector público, ya que debían discutirse hasta decisiones de la gestión ordinaria de los proyectos, es lo que llevo a que no genere buenos resultados. (Cassagne, E., s.f.)

#### *5.2.3.1 Ley de financiamiento PPP: Caso Argentina*

En noviembre de 2016, la administración actual (Mauricio Macri) sanciona una nueva ley para el nuevo régimen de contratos de Participación Público Privada (PPP) con su decreto reglamentario.

Einstoss Tinto (2018), comenta en su trabajo sobre el nuevo régimen de PPP sancionado a partir de la Ley 27.328 y su decreto reglamentario 118/2017, que el mismo, lleva a un cambio en la contratación pública, ya que se excluyen o limitan cuestiones relativas al derecho público de la administración, y menciona aspectos como, el poder de modificar



unilateralmente el contrato, la rescisión por razón de interés público, la imposibilidad del contratista privado de invocar el incumplimiento del Estado para suspender sus prestaciones, la limitación de la responsabilidad del Estado. Enuncia que lo que se limita con estas modificaciones es el “oportunismo contractual del gobierno”.

Uno de los principales problemas que surgen a la hora de implementar este instrumento, es que los bancos les cobran más caro a las empresas que a los estados por prestarles plata para una obra, por ello las tarifas que terminan teniendo que cobrar para recuperar sus inversiones, son altas. Por ello, la solución que proponen los empresarios es que no se les cobre ningún impuesto, y debido a la postergación de la apertura de sobres, que debía ser el 3 de abril del corriente año, Macri evalúa si exime a los contratistas del pago de IVA (Impuesto al Valor Agregado) y Ganancias (Bercovich, 2018).

En la entrevista realizada a Ricardo Pérez Ruiz, afirma que ve positiva la aplicación de exención de IVA para este tipo de instrumentos, porque al final del día, el que termina pagando más es el estado y la carga impositiva en cada capa de contratación (subcontratación), termina encareciendo el financiamiento, ya que los costos son muy altos. Las PPP, no va abaratar la obra pública, de hecho la va a encarecer. Esto es una verdad universal, donde se hizo con PPP, siempre se pagó más. (R. Ruiz Pérez, comunicación personal, 03 de abril de 2018)

#### *5.2.3.1.1 Principales disposiciones del proyecto*

El proyecto enviado por el Poder Ejecutivo Nacional, presenta una mejora sustancial respecto al régimen actual, pero mantiene algunos elementos concebidos en el Decreto N° 1299/2000.

El proyecto es relativamente breve, lo que permite que los principios y parámetros que establece puedan complementarse con las normas reglamentarias que se dicten, los pliegos de cada contratación y el contrato final que se celebre en cada caso.



Para enumerar las principales características de este proyecto, utilizamos un resumen realizado por Marval, O'farrel, Mairal donde menciona las mismas y hace una breve explicación sobre cada una de ellas, para entender más, de que se trata dicho proyecto.

- Régimen alternativo. La PPP constituye un régimen alternativo al de obra pública y concesión de obra pública, no impide la utilización de los sistemas tradicionales. El sector público decidirá en cada proyecto cuál es la forma de contratación más apta para satisfacer las necesidades públicas y recurrirá al régimen de PPP si lo considera más eficaz para tales fines.
- Marco regulatorio. El régimen legal se complementará con la reglamentación, los pliegos y los términos del respectivo contrato. No serán de aplicación a los proyectos celebrados bajo el régimen de PPP las leyes de Obra Pública 13.064 y de Concesión de Obra Pública 17.520, ni tampoco el Decreto N° 1023/2001 de Contrataciones Públicas. Las obligaciones contractuales de las partes serán aquellas expresamente previstas en la ley de PPP y su reglamentación, en el respectivo pliego de licitación y en el contrato correspondiente.
- Flexibilidad en cuanto a la estructura jurídica. El vehículo que participa en el contrato puede ser una sociedad existente, una sociedad de propósito específico. El Estado Nacional puede participar en una sociedad anónima creada a ese solo efecto.

Las sociedades de propósito específico previstas en la ley están habilitadas a realizar oferta pública de títulos valores de conformidad con la Ley de Mercado de Capitales 26.831, una herramienta potencialmente importante a la hora de obtener un financiamiento más amplio.

- Flexibilidad en cuanto a la estructura de garantías. Se faculta la cesión de derechos de cobro, cesión de derechos de la sociedad de objeto específico en caso de incumplimiento, el otorgamiento de fianzas, avales y cualquier garantía por parte de entidades solventes nacionales o internacionales. Permite también la constitución de fideicomisos como mecanismo de garantía y/o pago de la contraprestación a cargo del ente contratante, los que deberán prever la existencia de una reserva de liquidez



durante la vida del contrato. El patrimonio del fideicomiso, a cargo de un fiduciario que deberá ser una entidad financiera, estará constituido por los recursos que disponga la ley, incluyendo tributos, y posibilitará la emisión de títulos valores para permitir la titulación de los flujos provenientes del pago del canon periódico. Un tema que el Congreso debería considerar al tratar la iniciativa es la eliminación del requisito de la notificación de la cesión de crédito a los deudores para hacerla oponible a los terceros (como se requiere en el art. 1620 del CCyC<sup>2</sup>) en caso de que la contraprestación sea solventada total o parcialmente por tarifas u otras sumas abonadas por los usuarios. En el pasado, este ha sido una dificultad para la financiación de proyectos tales como autopistas por peaje o construcción de redes de distribución de gas, donde tal notificación fue -y sigue siendo- impracticable. Sugerimos reemplazarlo con una publicación de la cesión en el Boletín Oficial y en su caso también en un diario de la jurisdicción de emplazamiento de la obra.

- Flexibilidad en cuanto a la estructura de la remuneración del contratista. Con una moneda expuesta a procesos inflacionarios, financiar un proyecto a largo plazo en pesos es imposible salvo que expresamente la ley permita mecanismos eficientes para preservar el precio del contrato. En este sentido, la iniciativa expresamente excluye la prohibición de indexación prevista en la Ley de Convertibilidad 23.928. Además, las partes pueden acordar que los pagos se realicen en moneda extranjera y se excluye la aplicación del art. 765 del CCyC. En cuanto a la estructura de la contraprestación, se prevé la posibilidad de cesión de fondos de operaciones de crédito o de tributos; la constitución de derechos de superficie y/o de uso u cualquier otro aporte por parte del Estado Nacional. Por último, se consagra el derecho del contratista a mantener el equilibrio económico financiero original del contrato.

---

<sup>2</sup> Código Civil y Comercial.



- Step-in rights. El contratista podrá contratar préstamos bajo la condición de que su incumplimiento importará la cesión del contrato a favor del acreedor o de terceros, según las modalidades y procedimientos que se establezca en el contrato.
- Designación de auditores externos independientes. Las partes del contrato podrán designar a auditores técnicos independientes quienes harán el efectivo control y seguimiento en la ejecución de las obras a efectos de determinar si se ha devengado o no la contraprestación a favor del encargado de la obra. En el contrato podrá preverse que si la Administración no está de acuerdo con la determinación del auditor, ello no obsta al pago de la contraprestación, que quedará en una cuenta en garantía o en fideicomiso hasta que se resuelva la controversia.
- Diálogo competitivo. Este es un instituto novedoso que introduce el proyecto. El diálogo competitivo es una de las opciones que posee la Administración para realizar un proceso de selección de contratistas y se la utiliza cuando no se conoce con precisión qué tipo de bien o servicio se quiere o debe contratar, pero sí se conoce cuál es el fin o beneficio que se quiere obtener. Por ejemplo, si la Administración quiere ahorrar energía en sus edificios e instalaciones, el objetivo es claro, el ahorro energético y por tanto económico, pero el cómo conseguirlo puede que no sea tan obvio, ya que hay varias soluciones para alcanzar el mismo objetivo. Es por ello que se hace uso de este procedimiento en el cual, tras la interacción con los interesados precalificados, se desarrolla y define la solución que resultará ser la más ventajosa tanto para la Administración como para las empresas que formularán sus ofertas.
- Cuantificación de daños en caso de incumplimiento de las partes. Se prevé que la responsabilidad patrimonial de las partes se rige por lo establecido en los pliegos de la licitación y el contrato que se celebre, así como por las normas del CCyC. El cálculo de los daños podrá incluir la posibilidad de reclamar lucro cesante en los términos previstos en el contrato.
- Indemnización por terminación anticipada. El contrato fijará el alcance de la indemnización en casos de rescisión por razones de interés público, así como el



método de determinación y pago, debiéndose abonar el 100% de la indemnización previo a la toma de posesión de los activos. No será de aplicación norma alguna que limite la responsabilidad del Estado.

- Resolución de controversias. Arbitraje. Las controversias técnicas y cualquier tipo de disputas que surjan con motivo de contratos de PPP podrán someterse a paneles técnicos y/o a tribunales arbitrales. El texto expresamente excluye la revisión del mérito del laudo arbitral por tribunales locales. En la iniciativa no se excluye la posibilidad de que el arbitraje tenga lugar en el exterior.

Sin bien no hay dudas de que este proyecto tiene como objetivo cubrir el déficit en infraestructura. En el siguiente gráfico, se ve reflejado en números el desequilibrio mencionado y especifica en qué áreas necesitan mayores caudales de inversión y que porcentaje representan actualmente con respecto al PBI los fondos destinados a cada sector.

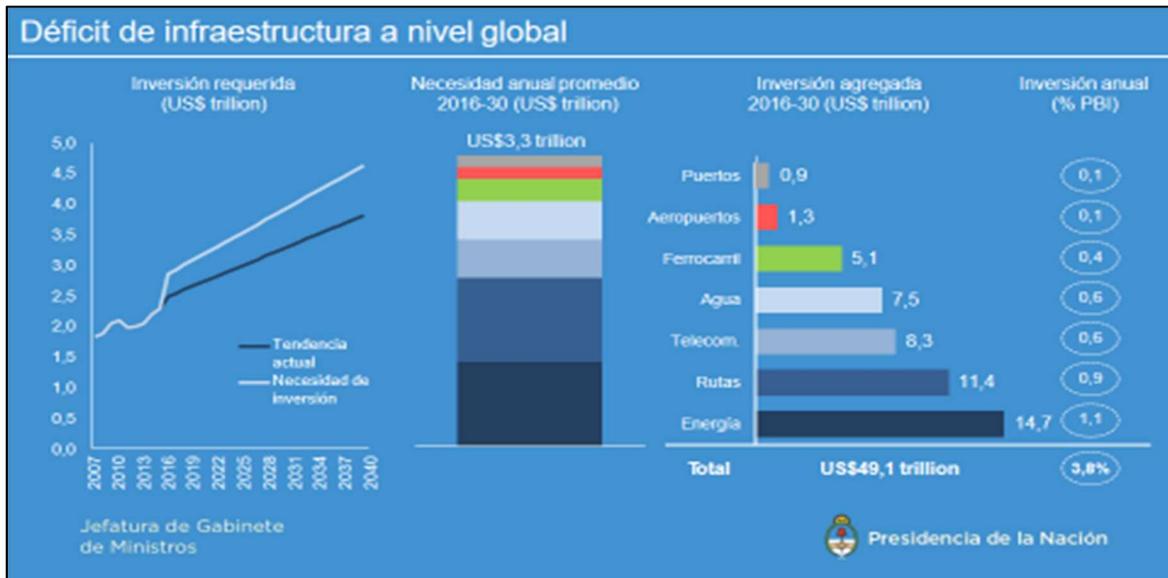


Gráfico N°12: Jefatura de Ministros. Ministerio de la Nación. Presidencia de la Nación. “Financiamiento de infraestructura: Plan PPP argentino”. (2018).



Ricardo Pérez Ruiz, comenta en la entrevista realizada, que hay que tomar opciones y hasta el momento las obras de infraestructura se hacían exclusivamente por la ley de obra pública, donde el Estado era quien pagaba con plata de Tesorería.

Entonces, a los fines de poder hacer el tipo de obras que se quieren hacer, inicialmente corredores viales, transporte eléctrico, ferroviario, obras de inversión multimillonaria, termina siendo un producto para las grandes empresas. Porque si se le quiere dar una viabilidad y visibilidad en cuanto a garantía de terminación de obra, es necesario contar con compromisos de financiamiento desde el inicio. (R. Ruiz Pérez, comunicación personal, 03 de abril de 2018).

Comenta también, que en los países donde se aplicó, el principal problema fue el financiamiento, donde las compañías comienzan a trabajar con el financiamiento conseguido, pero una vez que estos fondos se agotan, no logran renovar, por lo que las obras quedan inconclusas y fracasa el proyecto. Esto es lo que lleva a que sea necesario demostrar que se cuenta con el apoyo financiero por el total de la obra, para poder mitigar el riesgo.

Y afirma que este tipo de instrumentos es para grandes jugadores, que puedan poner en juego parte de su balance y tengan la espalda financiera para soportar los largos plazos que este tipo de instrumento requiere.

En otra entrevista realizada a Alejandro Perelztein, abogado especialista en asesoramiento para el financiamiento, coincide también en que este tipo de instrumento es para capitales internacionales. Confirma que el mercado de capitales argentino es poco profundo y no está preparado para absorber estas inversiones, este mercado digiere plazos cortos y bajos montos, en contradicción a lo que este tipo de instrumento requiere.

Comenta además, que este mecanismo esta armado para maximizar los financiamientos a futuro, con la ventaja de contar con una garantía real por parte del gobierno, y aislar el riesgo en la construcción.



En cuanto a las limitaciones que se presentan para su aplicación, afirma que no hay limitaciones desde el punto de vista jurídico o legal, que el problema más importante, es el tamaño del mercado. (A. Perelztein, comunicación telefónica, 07 de mayo del 2018).

#### *5.2.4 Obligaciones Negociables Pyme Garantizada*

Las Obligaciones Negociables Pyme garantizada, fueron aprobadas en julio del 2017, y han tomado un gran protagonismo.

Este tipo de instrumento, busca acercar al sector Pyme, una forma de financiarse. “Además de la alta presión tributaria, los costos laborales elevados y la inflación, la dificultad para acceder a financiación competitiva de largo plazo, aparece entre los mayores inconvenientes que enfrenta una Pyme en la actualidad.” (Cerolini, 2017)

Bajo este contexto, la CNV dicto la Resolución 696/2017 que reglamenta estos instrumentos, “Con el objeto de promover el acceso al mercado de capitales de las Pymes, de generar nuevos instrumentos de inversión, y de fomentar la canalización del ahorro a la financiación de proyectos productivos y el desarrollo de economías regionales, la CNV dictó la Resolución, que establece un régimen diferenciado para el acceso de las Pymes a la oferta pública y ayuda así a su desarrollo.” (Silva y Lanús, 2017)

Un informe semanal realizado por la Bolsa de Comercio de Rosario (2017), sintetiza el procedimiento para la emisión de estos instrumentos:

1. Solicitud: por medio de la Autopista de la Información Financiera (AIF) de la web de la CNV, se sube el formulario Anexo IV “Solicitud de Registro y Emisión bajo el Régimen PYME CNV Garantizada” (formulario disponible en la web CNV). El formulario debe estar suscripto por el representante legal de la emisora, o quien lo reemplace con facultades suficientes.



2. Valores negociables: Sólo podrán ser ON PYMES CNV Garantizadas las emisiones individuales de ON Simples no convertibles en acciones, documentadas por certificado global.

3. Garantía: Deberán ser garantizadas en su totalidad por, al menos, una “Entidad de Garantía”<sup>3</sup> autorizada previamente por CNV.

La garantía la otorgarán en carácter de liso, llano y principal pagador con renuncia al beneficio de excusión y división.

Se admite la co-garantía, indicándose en el prospecto y en el Certificado de Emisión Global (CEGLO) el porcentaje que garantiza cada Entidad; en caso de que no se indique, está implícito que responden en partes iguales.

4. Colocación: se efectúa sólo mediante colocación primaria de subasta o licitación pública. No será necesaria la intervención de un colocador, siendo suficiente un Agente de Negociación (AN) o Agente de Liquidación y Compensación (ALYC) o un Mercado en carácter de Organizador. Toda oferta deberá ser cursada directamente por los agentes al sistema. El organizador no podrá rechazar ninguna oferta recibida y/o cursada al sistema. La comisión de colocación será distribuida entre los intervinientes, en proporción al monto de las ofertas efectivamente adjudicadas e integradas por cada uno de ellos en el proceso de colocación primaria, una vez cancelados los gastos y derechos.

5. Monto: La Resolución General CNV 696/2017 no hace mención, pero las autoridades de CNV sostienen que será un aspecto para definir de la mano de las Entidades que garantizarán.

Este nuevo sistema, se diferencia del no garantizado, en que la evaluación económico financiera de la emisora, está en manos de las entidades que garantizan la emisión, y en

---

<sup>3</sup> Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), las Entidades Financieras y/o los Fondos de Garantía Públicos ([www.bcr.com.ar](http://www.bcr.com.ar))



base a esta evaluación es que definen los montos aprobados para emitir cada entidad, y definen además, si esta tiene la capacidad financiera para el pago de la ON.

A su vez, en la búsqueda de simplificar este tipo de emisión, la resolución establece que las Pyme CNV Garantizada están exceptuadas de cumplir el régimen informativo periódico que dispone la CNV para las emisiones comunes, en este caso se deben presentar estados contables anuales, con el deber de informar sobre hechos relevantes.

Uno de los actores importantes dentro de este tipo de instrumentos, son las Sociedades de Garantía Recíproca, las cuales tienen el objetivo principal de facilitar la gestión de los créditos, que realicen sus socios partícipes.

En la constitución de las SGR, intervienen dos tipos de socios, los partícipes y los protectores. Los primeros son Pymes, quienes utilizan los servicios que brindan las SGR, y los protectores, son quienes realizan aportes al capital social y al fondo de riesgo.

Es incompatible la condición entre ambos socios. (Perotti, E. 2003).

La ley 26.496, artículo I, establece un límite operativo, es decir con respecto a las garantías que pueden otorgar las S.G.R

- No se podrá asignar a un mismo socio partícipe garantías superiores al 5% del valor total de Fondo de riesgo<sup>4</sup>de cada SGR., y tampoco podrán asignar a obligaciones con el mismo acreedor, más del veinticinco por ciento (25%) del valor total del fondo de riesgo. En la condición de acreedor deberán incluirse las empresas controladas, vinculadas y las personas físicas y/o jurídicas que integren el mismo grupo económico de acuerdo con los criterios que establezca la reglamentación. Quedan excluidas del límite operativo las garantías correspondientes a créditos otorgados por bancos públicos y las garantías otorgadas a organismos públicos centralizados o descentralizados dependientes del Gobierno nacional, provincial, municipal y Ciudad Autónoma de Buenos Aires que no desarrollen actividades

---

<sup>4</sup> El importe equivalente al 25 % de las garantías otorgadas, según surja del último balance trimestral.



comerciales, industriales o financieras. La autoridad de aplicación podrá excepcionalmente y por decisión fundada autorizar mayores límites operativos cuando se presenten algunas de las siguientes circunstancias:

a) Respecto del veinticinco por ciento (25%) aplicable a los acreedores: cuando los mismos resulten organismos públicos estatales, centralizados y descentralizados nacionales, provinciales o municipales que desarrollen actividades comerciales, industriales y financieras, entidades financieras reguladas por el Banco Central de la República Argentina y/o agencias internacionales de crédito. En estos casos deberá acreditarse que las condiciones de financiamiento, en el costo y/o en el plazo, representan un beneficio real para las mipymes;

b) Respecto del cinco por ciento (5%) aplicable al socio partícipe: cuando la sociedad de garantía recíproca tenga garantías vigentes como mínimo al treinta por ciento (30%) de sus socios partícipes, podrá autorizarse una garantía de hasta un quince por ciento (15%) del valor total del fondo de riesgo de cada sociedad de garantía recíproca siempre que dicho monto no supere las ventas del último semestre calendario del solicitante. (Ley N° 24467)

Si bien se desarrolla el concepto de una SGR dentro de este instrumento, el aval que otorga, puede articularse en otros vehículos, como se menciona en el caso del fideicomiso o el pagare bursátil, también en cheques de pagos diferidos u otros. Donde bien el fin de esta sociedad es que a través de los avales que ofrecen, facilitar el acceso al financiamiento a las PyMEs. Estas entidades, no prestan dinero, sino que permiten mejorar las condiciones de crédito, a través de montos, plazos y tasas más favorables. (Matsuda, 2017)

Por medio de la Res. Gral. N° 696, la CNV establece un régimen especial para las pequeñas y medianas empresas, al solo hecho de que puedan ingresar al mercado de capitales mediante la emisión de acciones y/u obligaciones negociables, para lo cual las personas jurídicas deberán registrar hasta un máximo de las ventas totales anuales, excluido el impuesto al valor agregado y el impuesto interno que pudieran corresponder, expresado en Pesos (\$), conforme el siguiente detalle:



Sector				
Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
230.000.000	760.000.000	900.000.000	250.000.000	360.000.000

Las instituciones autorizadas para emitir estos instrumentos son, sociedades por acciones, cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero.

Las ON pueden emitirse de forma individual o a través de un Programa global. Este es un procedimiento que permite al emisor del instrumento solicitar una autorización por un monto determinado y por un plazo máximo de cinco (5) años, para posteriormente hacer emisiones individuales fraccionadas (en una o más series) en el momento que lo desee, dentro del lapso quinquenal.

Son colocados en el Mercado Primario de Capitales a través de Agentes autorizados, y el monto máximo en circulación de las emisiones no deberá exceder los PESOS CIEN MILLONES (\$ 100.000.000), o su equivalente en otras monedas. (Portal Pyme-CNV)

### 5.2.5 *Pagare Bursátil*

Este instrumento dio a luz en Argentina en el año 2015, con la finalidad de ser el nexo de financiamiento entre las Pymes y los grandes inversores institucionales. Esto abre las posibilidades de financiamiento a otros plazos, montos y tasas. (Guarino, J., 2015)

El pagaré bursátil es un valor negociable, similar a los cheques de pago diferido. Sin embargo, los plazos en que se opera este instrumento, son mayores, desde 180 días a 3 años.

El mismo es emitido sin la identificación del beneficiario, pero deberá ser endosado a favor de una entidad autorizada por la CNV para tal fin, a solicitud del depositante.



Su emisión, deben estar avalada por una SGR, al igual que los cheques de pago diferido avalados, y puede ser emitido tanto en pesos como en moneda extranjera, con un monto mínimo de \$100,000. Su negociación se lleva a cabo a través de una subasta y puede realizarse individualmente y en lotes. (Invertironline, 2017)

La emisión en moneda extranjera, va a permitir cubrirse de la oscilación en el tipo de cambio, ya que no es una variable menos al momento de tomar una decisión de endeudamiento a largo plazo, y sobre todo para aquellas empresas cuya actividad principal es la exportadora.

Esta operatoria es dólar link, lo que quiere decir que la liquidación del mismo tanto al recibir los fondos como al vencimiento se realiza en pesos al tipo de cambio oficial.

Para poder operar este instrumento, es necesario tener un aval de una SGR (Sociedad de Garantía Recíproca) para luego ser enviado a Caja de Valores, donde el mismo es procesado para pasar a negociarse a libre oferta y demanda interviniendo de esta manera una sociedad de bolsa vendedora y otra compradora en la operación. El grafico a continuación explica el procedimiento para la emisión.

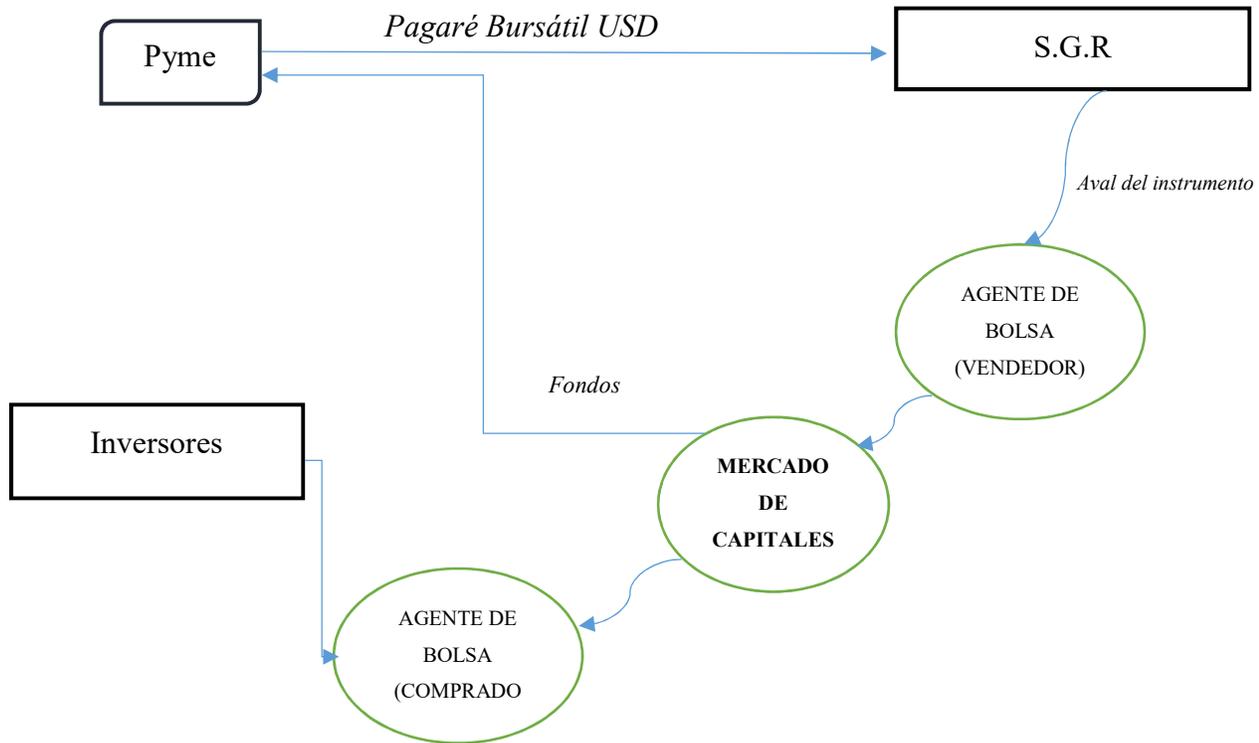


Grafico N°13: Elaboración propia.

Este instrumento es viable únicamente para PyMEs, ya que es requisito ser socio partícipe de una SGR, y por ende poder ser beneficiaria de un aval.

Para hacernos una idea de números y costos financieros de esta operatoria, hay que destacar que este instrumento es realmente nuevo. A principios de marzo de 2016, se realizó la primera operación del mercado, de la mano de Acindar Pymes SGR como SGR avalista. Se emitieron pagarés por 400 mil dólares, realizándose la negociación a 15 meses, a una tasa del 7,75% anual. Cabe destacar que, si bien esa fue la primera operación, a principios de mayo y con la baja de tasas, se ha llegado a colocar un pagaré a un plazo de 3 años, con una tasa de interés del 2% anual.



Con este tipo de operaciones a través del Merval y sobre todo dando la oportunidad a las pequeñas y medianas empresas de endeudarse a estas tasas, creo que es momento de pensar en esta alternativa de financiamiento en dólares y con plazos de hasta 3 años, como nueva oportunidad de emisión de deuda, hasta que el peso vuelva a ser una moneda confiable en el largo plazo.

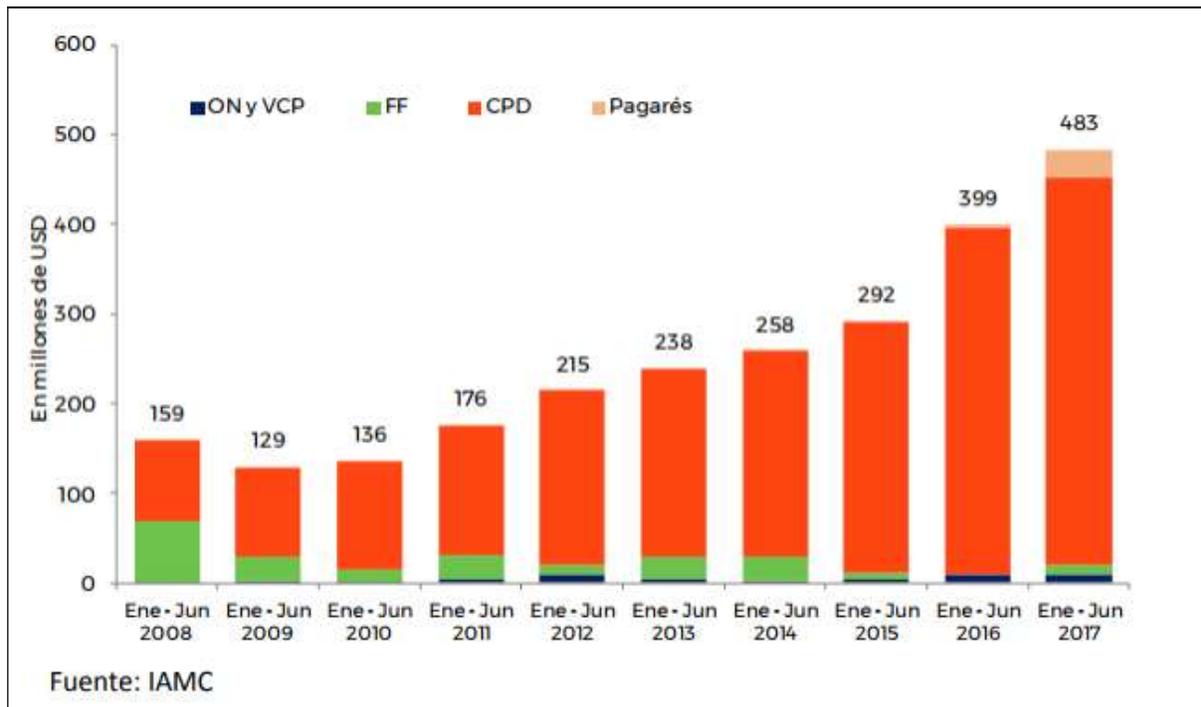


Grafico N° 14: Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (Citado en Matsuda, F., 28 de julio de 2017. Informe especial.

Financiamiento Pymes. Recuperado de:

[https://www.invertironline.com/Research/MostrarReporte?idResearch=239416&nombreResearch=Financiamiento%20PyMEs&filename=IE\\_170728\\_1057.pdf](https://www.invertironline.com/Research/MostrarReporte?idResearch=239416&nombreResearch=Financiamiento%20PyMEs&filename=IE_170728_1057.pdf)

## 6. Proyecto de Ley de financiamiento productivo.

El proyecto de ley del mercado de capitales, recibió media sanción de la cámara de diputados el 22 de noviembre de 2017, donde se realizaron algunas enmiendas.

El 10 de mayo de 2018 el proyecto mencionado anteriormente, fue aprobado por ambas cámaras, y es una ley.



Originalmente, la reforma mencionada, apunta a lograr un desarrollo del mercado de capitales, mediante el aumento de la base de inversores y de empresas que se financien en el mercado, en un marco de reglas claras y transparentes, cuyo fin es contribuir al desarrollo económico y financiero del país, es por ello que el proyecto cambio su nombre a “Ley de financiamiento productivo”. (Maval, O’Farrell & Mairal, 2017)

“El trasfondo del proyecto es la caracterización de que en la Argentina está poco desarrollado el mercado de capitales en relación a otros países de América Latina. Según datos suministrados por el senador Roberto Basualdo, Argentina posee el mercado de capitales menos desarrollado de la región, donde su capitalización de mercado asciende a solo el 18% del PBI, cuando en Brasil es de 46% y en Chile el 112%”. (Villafañe, 2018). Al comienzo de la redacción de este trabajo, se desconocía de la existencia de este proyecto, el cual podemos ver que nace con la finalidad de dar una solución al problema originalmente planteado.

En un inicio, este proyecto no fue aprobado por ambas cámaras, por lo que el Senado introdujo las siguientes modificaciones:

En cuanto a la designación del presidente de la CNV, ya que según el proyecto original, el funcionario quedaba confirmado si el Senado no se expedía después de 60 días de elevado el nombre del candidato por parte del Gobierno.

Con la modificación incluida, se elimina "el acuerdo 'ficto' del Senado cuando establecía que transcurridos 60 días sin pronunciamiento de la Cámara quedaban firmes las designaciones" y "se adoptó el texto del artículo 7 de la Carta Orgánica del Banco Central", es decir con acuerdo del Senado de la Nación.

El otro cambio se refiere a las excepciones al pago del Impuesto a las Ganancias para operaciones de compraventa de acciones, debido a que este punto se contradecía con la Ley de Tributaria y aprobada a fines de 2017, y en la que sí se gravaban esas operaciones. (*El Senado aprobó el proyecto de financiamiento productivo que volvería a la cámara de Diputados*, 22 de marzo de 2018)



Dicho proyecto, tiene un espíritu liberalizador de mercado, es pro mercado. Esto se traduce en la posibilidad de securitización de créditos hipotecarios. Como ya mencionamos a comienzos de este trabajo, solo vamos a recordar que dicho proceso, permite transformar un activo ilíquido en uno líquido.

Previo a la aprobación de dicha ley, afirmaban que esto era condición necesaria para que Morgan Stanley, a través de su firma MSCI<sup>5</sup>, decida si reclasifica a la Argentina como mercado emergente o lo mantiene en su condición de frontera.

El tema es que si la ley de mercado de capitales no sale esta semana, no dará tiempo para que la imagen institucional de Argentina llegue en óptimas condiciones. Pero no solamente el status emergente se ve comprometido, también el inicio de las licitaciones PPP, que requieren de una fuerte baja del riesgo soberano para que sean viables a largo plazo. Las garantías que ofrece el Estado quien tome la deuda en el exterior no alcanzan si el riesgo soberano se mantiene en estos niveles. (Gorodish, 2018)

El proyecto aprobado, comienza especificando a que apunta y cómo busca incentivar a que las empresas se financien en el ámbito del Mercado de Capitales, y hace el siguiente enunciado:

En toda economía desarrollada existen mercados de capitales de envergadura que acompañan y estimulan el crecimiento económico, ya que el proceso de formación del capital requiere de la interdependencia entre el ahorro y la inversión y es allí donde el mercado de capitales desempeña su función esencial.

Afirma también, que las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMe) son objetivos prioritarios para el Estado Nacional.

Esto permitirá la reducción del costo financiero de las empresas, particularmente a las “MiPyMEs”, en tanto en la actualidad pagan tasas de interés elevadas en los bancos comerciales por financiamiento de capital de trabajo, y que podrían alcanzar rápidamente

---

<sup>5</sup> Morgan Stanley Capital Investment. En 1988 MSCI lanzó el índice de Mercados Emergentes que consistía en solo 10 países que representaban el 1% de la capitalización del mercado mundial. Hoy consiste en 24 países que representan el 10% de la capitalización del mercado mundial. ([www.msci.com](http://www.msci.com))



mejores tasas a través de la negociación de los títulos ejecutivos previstos para el pago de las facturas en el presente Proyecto de Ley

Para ello propone, el régimen de la factura crédito, que si bien este ya existía, el mismo proyecto, afirma que en la práctica no fue efectivo, que de ser utilizado de manera efectiva, constituiría un instrumento ampliamente eficaz para la reducción del costo financiero de este tipo de empresa.

Por ello, el proyecto afirma que en todas las operaciones comerciales en las que estas empresas estén obligadas a emitir comprobantes electrónicos originales, ya sean facturas o recibos a una empresa grande, se deberán emitir “Facturas de Crédito Electrónicas MIPYMES”, en reemplazo de estos comprobantes. (Errepar, 2017)

Otro punto que trataba como prioritario este proyecto, es el impulso al financiamiento hipotecario y el ahorro. Debido a los planes de financiamiento hipotecario, afirma que:

Resulta necesario y urgente implementar instrumentos que permitan descontar en el mercado de capitales los créditos hipotecarios así como fomentar la utilización de los fondos derivados de dicha operación para el otorgamiento de mayor cantidad de préstamos hipotecarios –y a mayores plazos y montos y menores tasas de interés–.

En el mismo proyecto, modifica las facultades correlativas de la CNV. Deroga la facultad de designar veedores con poder de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de las entidades emisoras.

Y le otorga la facultad de instruir sumarios e imponer sanciones. (Marval, et. al, 2017).

Dentro de las modificaciones más importantes, son las propuestas a la Ley N° 24.083 de Fondos Comunes de Inversión y sus modificatorias.

Introduce nuevas pautas acordes con la dinámica y desarrollo actual de este vehículo de inversión.

En primer lugar, reformuló la definición, como aquel patrimonio de titularidad de varias personas que gozan de derechos de copropiedad representados en cuotas partes. Y realiza una clara distinción entre los fondos abiertos y cerrados, para eliminar las asimetrías regulatorias, debido a las razones tributarias que afectan a los fondos cerrados.



El proyecto también define que los cuotapartistas, la Sociedad Gerente y Sociedad Depositaria no son responsables personalmente por las obligaciones del FCI, y los acreedores de ninguno de ellos podrán ejercer sus derechos sobre el patrimonio del FCI, debido a que conforman un patrimonio separado del patrimonio de las sociedades mencionadas y cuotapartistas.

En lo que respecta específicamente a los FCI cerrados, establece que las cuotapartes deberán ofrecerse mediante un Prospecto de Oferta Pública, para el caso de los Abiertos, se dispone la no obligatoriedad del uso del Prospecto.

Además, busca reconocer la evolución de los productos financieros, incorpora un nuevo tipo de fondo con la capacidad de replicar el comportamiento de un índice financiero o bursátil o de una canasta de activos, como en la mayoría de los mercados desarrollados del mundo, así como la creación de Fondos para inversores calificados, introduce además nuevas pautas para la liquidación de FCI Abiertos y el funcionamiento de las asambleas de los FCI Cerrados.

Se reemplazan las referencias actuales sobre los fondos comunes inmobiliarios por los Fondos Comunes de Inversión Cerrados que permiten la inversión en activos inmobiliarios entre otros tipos de activos, ampliándose claramente la cartera de inversión de este tipo de fondos.

## **7. Los inversores y los principales demandantes de financiamiento en el mercado.**

Para analizar ambas partes de la interacción entre oferta y demanda en el mercado, es necesario indagar quienes forman cada una de las partes y como de se desenvuelven, en el contexto actual.

Por un lado, tenemos un mercado poco desarrollado. Con esta justificación y la necesidad de financiar el sector productivo, es que se impulsa la reciente reforma a la ley de mercado de capitales.



“Más del 60% de las Pyme industriales autofinancian sus proyectos de inversión sin acudir al crédito bancario. Y por otra parte, los bancos consideran de “alto riesgo” a este segmento empresarial, rechazando en promedio entre el 15 y 20% de las solicitudes de crédito.”  
(Fundación Observatorio Pyme, 2015).

El hecho de que las Pymes se autofinancien, responde a una dificultad en el sistema financiero local, tanto del lado de quienes demandan fondos, como de aquellos que buscan instrumentos donde colocar sus capitales.

De las entrevistas realizadas de forma personal y vía telefónica, a dos gerentes de Pymes, Federico Smith y Guillermo Berger, de una industria dedicada al diseño de stands para exposición de productos e industria química, respectivamente, su respuesta fue de desconocimiento respecto a los productos estructurados y su funcionalidad.

Su financiamiento proviene del banco con el que operan habitualmente, para operaciones de descuento de cheques y préstamos.

Consideran además, que el mercado de capitales es muy caro, y les requiere tener personal especializado dentro de la empresa, lo cual se suma al costo.

En base a ello y a la bibliografía analizada durante el desarrollo de este trabajo, observamos que el factor desconocimiento, sigue siendo limitante.

Por otro lado, las condiciones del país, son una limitación que afecta a ambas partes, sobre todo a quienes tienen el capital, que debido a las constantes fluctuaciones en el mercado, tienden a tomar un perfil más conservador y poner su capital en instrumentos de riesgo soberano, o dolarizan sus carteras.

El mecanismo operativo actual, a través del cual el insuficiente tamaño del sistema financiero condiciona la expansión económica, funciona mediante la limitación del crecimiento de las actividades empresariales, especialmente de las Pyme que no tienen acceso ni al crédito externo ni al mercado de capitales. Con un acceso tan limitado al financiamiento bancario, los propietarios de las Pyme tienen grandes dificultades para realizar las inversiones necesarias para aumentar la productividad, desarrollar nuevos mercados y contratar más personal. (Fundación Observatorio Pyme, 2015)



Ricardo Pérez Ruiz, afirma que no sabe porque pasa lo que está pasando con respecto a los fondos Pymes<sup>6</sup>, y como se fue desinflando el mercado. Estos fondos de inversión, tienen como objetivo colocar el capital estrictamente, o la mayor parte de sus activos, en productos Pymes, y éstos eran los principales compradores de cheques bursátiles, obligaciones negociables o fideicomisos, es decir donde hay un activo originado por una Pyme.(2018)

Debido a esto, confirma que los fondos comunes Pyme, han perdido la mitad de su capitalización en el último año, incluso el Anses les está retirando el fondeo. Lo cual es un golpe importante en la capacidad de financiación en el mercado de capitales de estas empresas.

La Resolución General 784, establece que "los fondos comunes de inversión cuyo objeto lo constituyan instrumentos destinados al financiamiento de pymes se registrarán por el régimen especial que se desarrolla seguidamente y por las disposiciones aplicables en general para los fondos comunes de inversión abiertos".

- a) El SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%), como mínimo, del haber del fondo deberá invertirse en valores negociables emitidos por PYMES y/o valores negociables emitidos por otras entidades cuya emisión tenga como objetivo o finalidad el financiamiento de PYMES.
- b) Para solicitar el rescate de cuotas partes cuando el monto del reembolso supere el DIEZ POR CIENTO (10%) del patrimonio neto del Fondo Común de Inversión, en el reglamento de gestión podrá establecerse un plazo de preaviso que no podrá exceder de DIEZ (10) días hábiles.

“El financiamiento estructurado, es utilizado por entidades financieras y no financieras tanto en el mercado bancario como el de capitales cuando: las formas de financiamiento externo son escasas o no están disponibles para un tipo particular de necesidad, o si las

---

<sup>6</sup> Estos fondos están regulados bajo la Resolución General 654/2016 de la CNV.



fuentes de financiamiento tradicionales son demasiado costosas y se torna en una inversión poco atractiva para los emisores.” Casparri y Otto (2015)

### *7.1 Inversores en el mercado local*

Por el lado de los inversores, se puede identificar que los flujos de capitales en el mercado local, están limitados por las condiciones estructurales que actualmente presenta el mercado financiero.

Si bien, como resultado del blanqueo, hubo un gran ingreso de fondos hacia el país, donde se buscó incentivar la inversión en instrumentos argentinos.

En entrevista con Ricardo Pérez Ruiz, expresa su punto de vista, afirmando que:

“el mercado de capitales es muy chico, pero luego del blanqueo es como que logro un poco más de volumen, hay más tamaño de demanda. Pero si lo comparas con Chile, por ejemplo, sigue siendo un mercado chico, y no vayamos a ejemplos de primer mundo.

Entonces, el blanqueo sirvió para traer un volumen de dinero que antes estaba afuera del país y eso genera una masa de dinero que está puesta ahora en la oferta”. (2018)

El problema que tienen los inversores a la hora de elegir en que instrumento colocar su capital, es la no diversidad de instrumentos cotizantes y las condiciones de la economía. Debido a esto, es que los inversores buscan plazos cortos y el menor riesgo con el mayor rendimiento posible. Esto se vio traducido en la gran demanda que tuvieron en un primero momento los instrumentos emitidos por el Tesoro (Lebac<sup>7</sup>, Letes<sup>8</sup>).

A nivel mundial, y poniendo el foco particularmente en América Latina, los inversores institucionales, son quienes mueven los porcentajes mas representativos del mercado de capitales.

Estos organismos son pertenecientes a los sistemas de seguridad social, cajas de previsión, entre otros. Son un mecanismo muy importante de captación de ahorro y de inversión,

---

<sup>7</sup> Letras emitidas por el Banco Central de la República Argentina

<sup>8</sup> Títulos emitidos por el Banco Central de la República Argentina denominados en dólares.



captando los recursos de cuotas patronales, y aportes de los distintos gobiernos. Destinan sus recursos a la prestación de servicios médicos, pensiones, jubilaciones, seguros, y demás servicios sociales.

Asimismo, son un medio importante para canalizar al mercado recursos a largo plazo, con la compra de valores públicos y privados, y otorgamiento de créditos a largo plazo. Se rigen por las legislaciones de previsión social de cada uno de los países.

Dentro del sector privado, se encuentran las compañías aseguradoras privadas, las administradoras privadas de fondos de pensión (Ejemplos en Argentina las ex AFJP); las distintas cajas previsionales profesionales y los denominados Endowment funds o fondos de fundaciones con propósitos específicos (de caridad, educativos, ecológicos, etc.).

Canalizan una parte importante de sus recursos hacia el mercado de capitales, con la compra de valores de renta fija, público y privado, y créditos a largo plazo.

En particular, las Empresas de Seguros, quienes no sólo realizan sus labores propias, sino que hacen otras actividades que repercuten en el funcionamiento y evolución del mercado de capitales, como inversiones inmobiliarias, inversiones de renta fija o variable, concesión de préstamos, etc.

A las compañías de seguros, se las puede dividir por categorías según producto: Seguros de vida, Seguros de salud y Seguros de propiedad (property and liability); o por categorías según su propósito de inversión: compañías de seguros de vida (cobran primas que son invertidas para hacer frente a los pagos de las pólizas de seguro) y compañías de seguros generales (cobran primas que son invertidas para hacer frente a los pagos de los siniestros). aquellos con un beneficio definido y los de contribución definida.

Las principales diferencias de los inversores institucionales con los individuales, es que poseen mayores restricciones de tipo regulatorio y mayores exenciones impositivas. Por otro lado, poseen un horizonte mayor de inversión y el riesgo como una definición más cualitativa.



## 7.2 La demanda de financiamiento

“En Argentina el 99% de las empresas son Pyme; generan el 70% del empleo formal y ocupan a más de 4 millones de trabajadores. Solo un bajo porcentaje accede al crédito en condiciones adecuadas, y en su mayor medida, a través de la banca pública. A pesar de ellos las pymes encuentran en la falta de financiamiento de mediano y largo plazo, un serio limitante para crecer de manera sustentable”. (Cerolini, 2017)

Como consecuencia a esta demanda insatisfecha es que el gobierno implementa políticas de fortalecimiento del mercado de capitales.

El proyecto de ley antes mencionado, facilita el acceso al financiamiento por medio del mercado de capitales, siendo ese uno de sus objetivos principales. Como así también generar mayor profundidad, ofreciendo productos que se adapten a las necesidades y la estructura de quien lo demanda.

Una de las modificaciones importantes que agrega el proyecto, teniendo en cuenta la alta carga impositiva que tiene nuestro país, las exenciones impositivas del impuesto a las ganancias.

Para ello, incorpora la exención para las ganancias derivadas de operaciones de compraventa de acciones de compañías que hagan oferta pública en mercados autorizados por CNV. Para el caso de las que no estén en el régimen de oferta pública, pero las ganancias provengan de una y/o una oferta pública de adquisición, y/o el 25% de las acciones de dicha compañía coticen en mercados autorizados por CNV.

“Los objetivos buscados por el cambio que se propicia son acompañar, teniendo en cuenta el cambio de paradigma ya apuntado y la evolución del mercado de capitales y riesgos financieros, objetivos estatales como son el aumento de la base de inversores y de empresas que se financien en dichos ámbitos, particularmente “MiPyMEs”, como así también alentar la integración y federalización de los distintos mercados del país.” (Ley 27.440, 2018)



Como conclusión a las entrevistas realizadas a gerentes de empresas pequeñas, vemos por un lado que no acceden al mercado de capitales, porque el factor desconocimiento es muy importante, y después, la idea de que ingresar al mercado de capitales, implica disponer de recursos administrativos para el manejo de las exigencias que conlleva ingresar en dicho mercado y manejar fondos muy elevados que justifiquen esos costos.

### *7.3 Ventajas y desventajas de los productos estructurados*

- **Ventajas**

Son un acceso al financiamiento

Abre las empresas al mercado de capitales, generando mayor profundidad.

Al ser productos estructurados, permiten articular el instrumento según los flujos de fondos del negocio, permitiendo mitigar el riesgo.

Acceso a mayores plazos de financiamiento y tasas más competitivas.

Diversidad de productos ofrecidos en el mercado.

Prestigio y reconocimiento al cotizar en el mercado de capitales.

Productos que se pueden estructurar según las necesidades y recursos que dispone la demanda.

- **Desventajas**

Dentro de las desventajas que presentan estos productos, es que es necesario administrar determinados riesgos. Estos productos no son ajenos a los riesgos tradicionales que afectan a toda la renta fija, como la volatilidad, riesgo de tasa de interés, morosidad, amortización, entre otros. (Casparri M., Otto E., 2015)

Pero, además, los productos estructurados, están diseñados para cumplir un objetivo específico de negociación o de inversión y pueden combinar características de dos o más instrumentos financieros. Los derivados, a menudo forman parte del producto estructurado, que también puede incorporar un elemento de apalancamiento, por lo que variaciones



relativamente pequeñas del valor del activo subyacente pueden tener un efecto importante en el valor del producto estructurado.

Por lo general, no cotizan en mercados regulados, y el inversor soporta el riesgo de la contraparte que ah emitido el producto estructurado. No existe un mercado reconocido para esas inversiones, por lo que puede ser difícil negociar con ellas u obtener información fiable de su valor o de los riesgos inherentes.

Los productos estructurados pueden ofrecer un elemento de protección del capital, pero no constituyen una garantía de que se recuperara el importe completo en todas las circunstancias. Por lo general la protección del capital, solo esta disponible si el producto estructurado se mantiene hasta el vencimiento, y esta supeditada la solvencia de la contraparte que emitió el producto.

Estas suelen ser inversiones de riesgo elevado. Pueden existir riesgos específicos asociados a determinados productos estructurados, con los que conviene familiarizarse antes de invertir.

Se intentará demostrar que los productos estructurados pueden llegar a ser más riesgos en momentos de crisis si no se analizan bien los riesgos de los activos subyacentes. Esa mayor exposición al riesgo se puede dar por la distorsión en el valor de los activos que componen la cartera estructurada.

### *7.3.1 Cómo mitigar riesgos*

Dentro de las ventajas que tienen este tipo de instrumentos, es las formas de mitigar los riesgos mencionados, para ello existen distintas formas de cobertura. (Casparri M., Otto E., 2015)

- Separación de activos. Es fundamental que el flujo de fondos generado por los activos securitizados no se vea afectado por los factores financieros que afectan al originante.



- Naturaleza de la entidad emisora: entidad cuyo objetivo es participar como emisora en proceso de securitización.
- Prioridad de los inversores sobre el flujo de fondos: que los inversores tengan derechos legalmente exigibles sobre los activos que integran la garantía.
- Exigibilidad de los activos subyacentes: que resulten judicialmente exigibles por parte del inversor en caso de incumplimiento en los pagos.
- Exigibilidad de los derechos contra quienes aseguran el proceso: los inversores deben tener acceso a dicho recurso.
- Cuestiones tributarias y legales: se busca evitar la doble imposición sobre el flujo de fondos de los activos securitizados.

Algunos de estos puntos fueron tocados en la última modificación a la Ley de Mercado de Capitales (LMC) mencionados previamente.

## **8. El rol de los inversores institucionales**

Este es un término que se utiliza para designar a una organización o ente público o privado, que invierte grandes cantidades de dinero (propio o ajeno) en títulos y fondos. Algunos ejemplos son los bancos, los fondos de pensiones, compañías de seguros o sociedades de inversión.

Una característica del nuevo contexto financiero internacional, es el surgimiento de un nuevo tipo de agentes financieros a escala mundial: los inversores institucionales. Estos inversores están formados fundamentalmente por tres categorías de agentes: fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros, con desigual implantación de cada uno de ellos según el país que consideremos.

La importancia creciente del papel que juegan estos inversores en la economía mundial radica en el inmenso volumen de activos financieros que gestionan, y lo que supone gestionar activos muy por encima en ocasiones del propio PIB de los países



Las tasas de crecimiento de los activos gestionados por los inversores institucionales han sido especialmente elevadas durante las últimas décadas, en particular durante los años noventa. (Medialdea y Álvarez, 2008)

### *8.1 Fondo de Garantía de Sustentabilidad*

En Argentina, el inversor institucional más importante, es el ANSES (Administración Nacional de Seguridad Social). Este maneja el Fondo de Garantía Sustentable<sup>9</sup>, el cual tiene como fin preservar el valor de su patrimonio, buscando la rentabilidad de sus recursos, los que podrán ser utilizados para pagar a los beneficiarios del Sistema Integrado Previsional Argentino y hacer frente a los compromisos asumidos en la Ley 27.260 de Reparación Histórica, invirtiendo en proyectos e instrumentos que promuevan el desarrollo de la economía argentina y del mercado de capitales local de largo plazo. (fcs.anses.com.ar).

Por el lado de los ahorros acumulados en las AFJP y hoy asignados al FGS, se reportaron en el primer trimestre del año 2018 un aumento de \$63.631 millones, alcanzando un total de \$1.266 billones.

De los fondos mencionados, la mayor variación de las inversiones en cartera estuvo en los préstamos otorgados a las Provincias de acuerdo con “Programa Nacional de Reparación histórica para jubilados y pensionados”, reglamentado en la ley N° 27.260, la cual establece que el FGS, será quien realice préstamos a las provincias para armonizar sus sistemas previsionales, en busca de resolver todos los juicios pendientes, y deficiencias que presenta el sistema jubilatorio.

---

<sup>9</sup> El FGS fue creado por el Decreto N° 897 del 13 de julio de 2007, siendo el mismo un patrimonio de afectación específica. Está compuesto por activos financieros tales como títulos públicos, acciones de sociedades anónimas, plazos fijos, obligaciones negociables, fondos comunes de inversión, fideicomisos financieros, cédulas hipotecarias, préstamos a provincias y a beneficiarios del SIPA. (www.fgs.anses.gob.ar)



En la primera parte del año (2018), se otorgaron un total de \$19.895 millones en préstamos a las 20 provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires que firmaron el acuerdo con el gobierno nacional.

Diego Martínez Burzaco, Head Economist en Inversor Global, explica en una entrevista realizada por el diario El Economista:

“El Anses tiene una cartera muy grande que heredó de las AFJP y prácticamente no hubo demasiadas modificaciones fuertes tanto en acciones como en títulos públicos. Esto se debe a que las participaciones son muy importantes y el mercado argentino es muy chico como para hacer grandes cambios”

A su vez, la ley N°24.241, en el artículo 74 Capítulo V, enuncia en que activos puede invertir el FGS y en que porcentajes;

- a) Títulos públicos emitidos por la Nación a través de la Secretaría de Hacienda, o el Banco Central de la República Argentina, hasta el cincuenta por ciento (50 %) del total del activo del fondo;
- b) Títulos valores emitidos por las provincias, municipalidades, entes autárquicos del Estado nacional y provincial, empresas del Estado nacionales, provinciales o municipales, hasta el treinta por ciento (30 %);
- c) Obligaciones negociables, debentures y otros títulos valores representativos de deuda con vencimiento a más de dos (2) años de plazo, emitidos por sociedades anónimas nacionales, entidades financieras, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país y sucursales de sociedades extranjeras, autorizadas a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, hasta el cuarenta por ciento (40 %);
- d) Obligaciones negociables, debentures u otros títulos valores representativos de deuda con vencimiento a menos de dos (2) años de plazo, emitidos por sociedades anónimas nacionales, entidades financieras, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país y sucursales



de sociedades extranjeras, autorizadas a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, hasta el veinte por ciento (20 %);

e) Obligaciones negociables convertibles emitidas por sociedades anónimas nacionales, entidades financieras, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país y sucursales de sociedades extranjeras, autorizadas a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, hasta el cuarenta por ciento (40 %);

f) Obligaciones negociables convertibles emitidas por empresas públicas privatizadas, autorizadas a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, hasta el veinte por ciento (20 %);

g) Depósitos a plazo fijo en entidades financieras regidas por la ley 21.526, hasta el treinta por ciento (30 %). Podrá aumentarse al cuarenta por ciento (40 %) en la medida que el excedente se destine a créditos o inversiones en economías regionales;

h) Acciones de sociedades anónimas nacionales, mixtas o privadas, cuya oferta pública esté autorizada por la Comisión Nacional de Valores, hasta el cincuenta por ciento (50 %).

La operatoria en acciones incluye a los futuros y opciones sobre estos títulos valores, con las limitaciones que al respecto establezcan las normas reglamentarias;

i) Acciones de empresas públicas privatizadas, autorizadas a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, hasta el veinte por ciento (20 %);

j) Cuotapartes de fondos comunes de inversión autorizados por la Comisión Nacional de Valores, de capital abierto o cerrado, hasta un veinte por ciento (20 %);

k) Títulos valores emitidos por Estados extranjeros u organismos internacionales, hasta un diez por ciento (10 %);



- l) Títulos valores emitidos por sociedades extranjeras admitidos a la cotización en mercados que la Comisión Nacional de Valores determine, hasta el diez por ciento (10 %);
- m) Contratos que se negocien en los mercados de futuros y opciones sujetos al contralor y supervisión oficial y en las condiciones y sectores que ésta establezca y reglamente, hasta el diez por ciento (10 %);
- n) Cédulas hipotecarias, letras hipotecarias y otros títulos valores que cuenten con garantía hipotecaria o cuyos servicios se hallen garantizados por participaciones en créditos con garantía hipotecaria, autorizados a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, hasta el cuarenta por ciento (40 %);
- Ñ) Títulos valores representativos de cuotas de participación en fondos de inversión directa, de carácter fiduciario y singular, con oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores, hasta un diez por ciento (10 %);

Las normas reglamentarias no podrán fijar límites mínimos para las inversiones señaladas en este artículo.

Corresponderá conjuntamente a la Comisión Nacional de Valores, al Banco Central de la República Argentina y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones la fijación de límites máximos para las inversiones incluidas en los incisos a) al n), siempre que resulten inferiores a los porcentajes establecidos en el presente artículo. (Ley 24.241, 1993)

Teniendo en cuenta lo que especifica la ley, el FGS realiza operaciones de mercado primario y secundario que responden a pautas definidas por el Comité Ejecutivo. El rol de este actor dentro del mercado de capitales, es muy importante. En la entrevista realizada a Ricardo Ruiz Pérez, Gerente de mercado de capitales del banco BTS, afirma, que en la medida que se les permita a los inversores institucionales ir a buscar instrumentos alternativos, ganas volumen, profundidad y plazo.

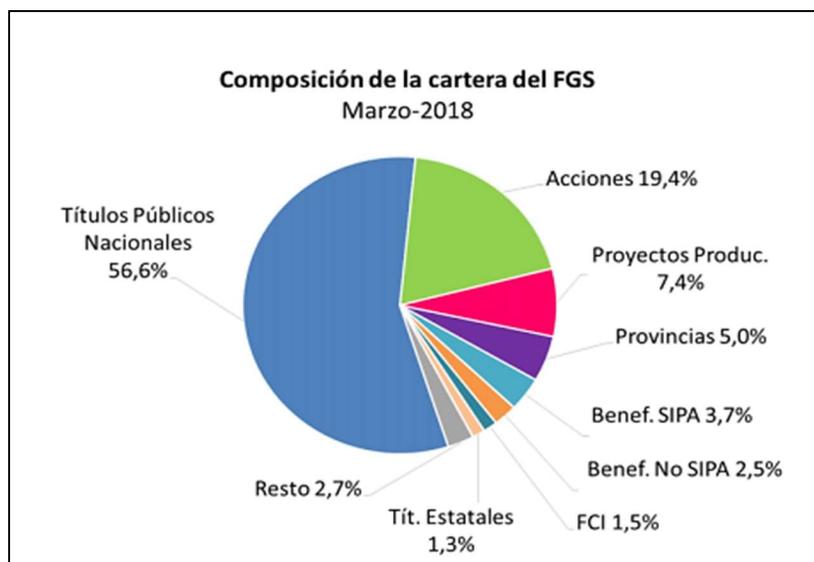


Gráfico N°15: Informe trimestral. Primer trimestre 2018. Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino.

Del informe que emite de manera trimestral el Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Previsional Argentino (Gráfico N°15), se puede observar en detalle la composición de su cartera.

Al cierre del 1° trimestre del año 2018, el porcentaje más importante correspondía a instrumentos de renta fija, un 56,6% en Títulos Públicos Nacionales (11,6% de la cartera son Bonos Cuasipar<sup>10</sup>); 19,4% en Acciones; 7,4% en Proyectos Productivos y de Infraestructura y 5,0% Préstamos a las Provincias. Los préstamos a beneficiarios del

---

<sup>10</sup> Bonos Cuasipar: se emitieron en el canje de deuda 2005-2010. Emitidos únicamente en moneda local, con vencimiento en 2045, incorporan una quita nominal del 33%. Devengan intereses, desde el 31.12.03 inclusive hasta, pero sin incluir el 31.12.45, a una tasa anual equivalente al 3,31%. Los intereses devengados antes del 31.12.13 serán capitalizados, después de esa fecha los pagos de intereses se efectuarán en efectivo. Las fechas de pago de intereses son el 30 de junio y 31 de diciembre de cada año, comenzando el 30.06.14. [www.ravabursatil.com.ar](http://www.ravabursatil.com.ar)



Sistema Integrado Previsional Argentino<sup>11</sup> (SIPA) conforman el 3,7% de la cartera y a los beneficiarios no SIPA<sup>12</sup>, implementado a partir de julio de 2017, el 2,5% de la cartera.

Las inversiones en Fondos Comunes de Inversión representan el 1,5%; en Títulos de Entes Estatales y Autárquicos el 1,3% y Obligaciones Negociables el 0,8% de la cartera. Las disponibilidades y colocaciones a plazo conforman el 1,8% y las inversiones en trámite irregular 0,02% (mínimo porcentaje histórico).

El stock de Fondos Comunes de Inversión totalizó un valor de \$18.373 millones, presentando un descenso respecto al trimestre anterior de \$ 2.024 millones.

Al mes de marzo, el 43,7% de las inversiones en FCI está colocado en renta variable, el 14,6% en renta fija (títulos de deuda del sector público y privado), el 14,1% en fondos de infraestructura, el 13,4% en fondos PyME y el 14,1% restante en fondos de Money Market y T+1<sup>13</sup>.

En entrevista con un empleado del Anses, cuya labor se desempeña dentro del comité ejecutivo que toma las decisiones de inversión y quien pidió conservar su identidad, confirma que los objetivos principales de FGS es administrar los fondos de una forma que permita cumplir con las contingencias que pueda tener el Anses y la infraestructura.

En lo que respecta a las limitaciones a la hora de invertir, afirma que tienen un equipo que analiza detalladamente cada una de las posibles inversiones, pero que formalmente, no tienen ninguna limitación, si tienen siempre en cuenta, el impacto que pueden generar en el mercado, por los montos que manejan.

---

<sup>11</sup> Créditos Argenta a Jubilados y Pensionado

<sup>12</sup> Los no beneficiarios son: Titulares de Asignación Universal por Hijo, Asignaciones Familiares, Pensiones por invalidez, etc.

<sup>13</sup> Fondos de vencimiento T+1. Son fondos de liquidez inmediata. Instrumentos que ofrecen rescate en 24 hs.



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



En cuanto a una consulta sobre la inversión en fondos Pyme, afirma que no hay un punto particular de análisis en cuanto a estos fondos. A la hora de invertir en fondos, en general, hacen un análisis cualitativo y cuantitativo. El primero respecta a la capacidad de respuesta de estos y el segundo a los rendimientos, utilizan un ranking con los mejores fondos, y para su análisis ven ventanas de tiempo amplio. (Trabajador FGS, conversación telefónica, 22 de mayo de 2018)



## 9. Conclusiones

Como producto de la globalización, los avances en los mercados financieros de todo el mundo se vieron en la necesidad de brindar soluciones acordes a las demandas presentadas. El desarrollo de las industrias y las grandes inversiones para adaptarse a estos cambios, llevo a las compañías a requerir grandes cantidades de capitales, que no podían obtener a través de los medios tradicionales.

Impulsado por esta demanda de capitales, en función de lo analizado, se puede concluir que el problema de la optimización en la canalización del ahorro a la inversión productiva no es simplemente una ineficiencia por parte de quienes ofrecen capital en el sistema financiero, sino también por quienes la demandan esos capitales.

Si bien el sistema financiero local es muy acotado, y presenta muchas limitaciones para acceder al financiamiento por las garantías que exigen, los costos fijos de las operaciones, el contexto económico (corto plazo, tasas altas), la debilidad institucional y jurídica, entre otras barreras de acceso mencionadas a lo largo del desarrollo de este trabajo, pudimos comprobar en el análisis de informes y de las entrevistas realizadas, que hay un gran déficit por parte de quienes demandan capitales en este sistema.

En el informe emitido por el Banco Mundial según la base de datos del Global Findex de 2017, el nivel de alfabetización financiera en Argentina está por debajo del promedio mundial.

El Banco Central, en colaboración con la CAF – Banco de Desarrollo de América Latina – llevaron adelante una encuesta para medir las capacidades financieras de la población. En el caso de Argentina, hay un bajo nivel de ahorro (29% en 2017) y los medios utilizados para su resguardo son muy precarios (el 58% “bajo el colchón” y un 37% en cajas de ahorro o cuentas corrientes).

Estos estudios, concluyen en que el grado de avance de la inclusión financiera permite monitorear el desarrollo de aquellos sectores que quedan relegados del sistema económico formal. Este proceso fomenta la igualdad de oportunidades, aumenta la capacidad de ahorro



de los individuos proporcionándoles mayor estabilidad, disminuye costos transaccionales, permite la expansión de las PyMEs a través del apalancamiento, y reduce la economía informal, lo cual puede permitir repartir y reducir la carga fiscal de los contribuyentes actuales.

Como una posible solución al problema inicial planteado y a la hipótesis sobre la que se desarrolla este trabajo, se propone a los productos estructurados o esquemas de financiamiento estructurado, para tener acceso a financiamiento por medio del mercado de capitales, a tasas competitivas, mejores plazos y mayores plazos que los otorgados por los medios tradicionales.

Los productos estructurados, ofrecen actualmente una fuente de financiamiento al alcance de las necesidades de cada demandante. Los mismos pueden estructurarse de una manera que permita mitigar riesgos y acceder a los fondos necesarios para el desarrollo de proyectos.

Lo que en la actualidad sigue siendo un factor determinante para dificultar el uso o acceso a dichos esquemas, es el desconocimiento, el grado de alfabetización financiera que tiene nuestro país.

Por todo lo expuesto anteriormente, entendemos que Argentina puede y debe continuar por este sendero hacia un desarrollo económico y financiero sostenido que permita reducir la pobreza, generar nuevos empleos y formalizar la actividad económica.

Sigue siendo muy importante generar un contexto de confianza en la economía del país, para atraer inversores externos e incentivar el ahorro local.

En nuestro país, el sector Pyme es donde se generan la mayor cantidad de puestos de trabajo y son quienes mayor porcentaje aportan al PBI, por ello, es muy importante que puedan acceder a herramientas que les permitan tener un acceso al capital que necesitan, para el desarrollo de nuevos proyectos o inversión para el desarrollo de existentes.

Podemos afirmar que a mayor nivel de cultura financiera de la población se evidencia un mayor crecimiento del mercado de capitales doméstico.



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



Tomando como base el resultado de la evaluación de alfabetización financiera que se incluyó para 18 países en las pruebas PISA de 2012 (Evaluación internacional que distribuye la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) y se lo contrasta con el crecimiento que tuvieron esos mercados entre 2012 y 2015, se evidencia una correlación positiva entre alfabetización financiera y crecimiento del mercado de capitales. Esto implica un mayor nivel de ahorro que se canaliza hacia la inversión productiva, las obras de infraestructura y el crédito a las empresas.



## 10. Referencias Bibliográficas y Bibliografía

1. Aidenbaum, M. (26 de mayo de 2016). Pagare Bursátil en dólares para Pymes. Buenos Aires: Carta Financiera. Recuperado de:  
<http://www.cartafinanciera.com/pymes/pagare-bursatil-en-dolares-para-pymes>
2. Anses. Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentina. (2017). Informe trimestral. Cuarto trimestre 2017. Recuperado de:  
<http://fgs.anses.gov.ar/archivos/secciones/FGS%20-%20IVQ%202017.pdf>
3. Barreda, M. (2010). Fuentes de financiamiento para Pymes: Posibilidad de apertura al mercado de capitales (tesis de magister). Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca, Argentina.
4. Bercovich, A. (12 de abril de 2018). “La Madre Patria Contratista, el punto débil de las PPP y la Frustración de Caputo y Cía”. BAE Negocios. Recuperado de:  
<https://www.baenegocios.com/economia-finanzas/La-Madre-Patria-Contratista-el-punto-debil-de-las-PPP-y-la-frustracion-de-Caputo-y-cia.--20180412-0098.html>
5. Bolsa de Comercio de Córdoba. (2014). *Capital de Riego*. Recuperado de  
<http://bolsacba.com.ar/buscador/?p=1964>
6. Caballero, A. (2007). *Capital de Riesgo: El “fermento” de la economía*. Revista Ensayos de Política Económica, N°1, 2007. Universidad Católica Argentina.
7. Caballero, A. (2007). *Capital de Riesgo: El “fermento” de la economía*. Revista Ensayos de Política Económica, N°1, 2007. Universidad Católica Argentina.



8. Casparri M., Otto E., (2015). *Gobernanza financiera: las propuestas de regulación y sus impactos socioeconómicos. El caso de Argentina*, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
9. Cerolini, A. (5 de julio de 2017). *Las pymes y las obligaciones negociables garantizadas*. El Cronista. Recuperado de: <https://www.cronista.com/legales/Las-pymes-y-las-Obligaciones-Negociables-Garantizadas-20170705-0008.html>
10. Comisión Nacional de Valores. (2007). Educación Mercado de Capitales. Recuperado de: <http://www.cnv.gov.ar/EducacionBursatil/versionpdf/InstitucionesdelMercadodeCapitales.pdf>
11. Comisión Nacional de Valores. (2007). Fideicomiso Financiero. Educación Mercado de Capitales. Recuperado de: <http://www.cnv.gov.ar/EducacionBursatil/versionpdf/FIDEICOMISOFINANCIEROyAnexos.pdf>
12. Comisión Nacional de Valores. Portal PYME- Obligaciones Negociables. Recuperado de: <http://www.cnv.gov.ar/web/secciones/portalempresas/instrumentos/onegociables.aspx>
13. Consentino, A. (2002). *Esquemas Innovativos de Financiamiento al Sector Privado. Project Finance y Productos estructurados. Condiciones de aplicabilidad en Argentina*.



14. Einstoss Tinto, A. (2018). *Contratos de Asociación Público – Privada. ¿Una solución al déficit de inversión en infraestructura en Argentina?*, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina, CECE.
15. El Senado aprobó el proyecto de financiamiento productivo que volverá a la cámara de Diputados (22 de marzo de 2018). Recuperado de:  
[http://www.iprofesional.com/notas/265411-diputados-hipoteca-mercado-de-capitales-acuerdo-senado-senadores-reforma-tributaria-financiamiento-productivo-El-Senado-aprobo-el-proyecto-de-financiamiento-productivo-que-volvera-a-Diputados?page\\_y=0](http://www.iprofesional.com/notas/265411-diputados-hipoteca-mercado-de-capitales-acuerdo-senado-senadores-reforma-tributaria-financiamiento-productivo-El-Senado-aprobo-el-proyecto-de-financiamiento-productivo-que-volvera-a-Diputados?page_y=0)
16. Errepar. (25 de noviembre de 2017). *Régimen de financiamiento para MIPYMES. Modificación a la Ley de Mercado de Capitales*. Recuperado de:  
<https://blog.errepar.com/2017/11/15/regimen-financiamiento-mipymes-modificacion-la-ley-mercado-capitales/>
17. Escuela de Negocios, 2004. La actividad de capital de riesgo: Impacto en la actividad económica y el empleo.
18. Fassio, A., Pascual, L., y Suarez, F. (2002). *Introducción a la Metodología de la Investigación aplicada al Saber Administrativo*. Argentina, Buenos Aires: Ediciones Cooperativas.
19. Fondo Monetario Internacional (2007). Akitoby B., Hemming R., Schwartz G. *Inversión Pública y Asociaciones Público-Privadas*.



20. Fundación Observatorio PyME (2016). *Informe especial: Información y acceso al financiamiento en el segmento PyME manufacturero. Aspectos estructurales*. Recuperado de <http://www.observatoriopyme.org.ar/>.
21. Fundación Observatorio Pyme. (2013). *Informe especial: Acceso al crédito y crecimiento económico*. Recuperado de <http://www.observatoriopyme.org.ar/>.
22. Gorodish, M. (23 de abril de 2018). *Ley de Mercado de Capitales: advierten que sin ascenso a emergentes será más caro financiar los PPP*. El Cronista. Recuperado de: <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Ley-de-Mercado-de-Capitales-advierten-que-sin-ascenso-a-emergentes-sera-mas-caro-financiar-los-PPP-20180422-0029.html>
23. Guarino, J. (23 de octubre de 2015). *Debutó pagare bursátil y apuntan a que Pymes estiren su plazo de financiación*. El Cronista. Recuperado de: <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Debuto-pagare-bursatil-y-apuntan-a-que-Pymes-estiren-plazos-de-financiacion-20151023-0046.html>
24. Hernández, R., Collado, C., y Baptista, P. (2014). *Metodología de la Investigación*. México, D.F.: Mc Graw Hill.
25. Horacio Riggi (11/10/2017). *Consentino: Hay condiciones auspiciosas para financiar infraestructura en Argentina*. El Cronista. Recuperado de: <https://www.cronista.com/economiapolitica/Cosentino-Hay-condiciones-auspiciosas-para-financiar-infraestructura-en-Argentina-20171010-0102.html>
26. Jefatura de Gabinete de Ministros. Presidencia de la Nación. (2018). *“Financiamiento en infraestructura: Plan PPP argentino”*.



27. Jingfeng Y., Yajun Zeng A., Skibniewski M. J., Qiming L. (2009) *Selection of performance objectives and key performance indicators in public-private partnership projects to achieve value for money*. Construction Management and Economics.
28. Ley N° 26.496. Modificación del artículo 34 de la Ley N° 24.467 relacionada a las sociedades de garantías recíprocas. 5 de mayo de 2009. Buenos Aires. Recuperado de: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/150000-154999/153043/norma.htm>
29. Ley N° 24.241. Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. 13 octubre de 1993. Recuperado de: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/639/texact.htm>
30. Lic. Adrián Consentino. (2007). Ingenierías Fiduciarias Innovadoras y el Financiamiento a las Pymes. *Los Fondos de Garantías y el Desarrollo de Mercados Financieros Inclusivos*. Congreso Latinoamericano del Fideicomiso.
31. Martínez, P., García, J. (2010). *Bussines Angels*. Capital Inteligente para empresas innovadoras. España, Netbiblo S.L.
32. Marval, O'farrel, Mairal. *La participación público privada como una nueva herramienta para el desarrollo de infraestructura en Argentina*. Disponible en: <http://www.marval.com/publicacion/la-participacion-publico-privada-como-una-nueva-herramienta-para-el-desarrollo-de-infraestructura-en-argentina-12794/> Última consulta: 21 de agosto de 2017.



33. Marval, O'Farrell & Mairal. *Proyecto de Ley de Financiamiento Productivo*.  
Disponible en: <https://www.marval.com/publicacion/proyecto-de-ley-de-financiamiento-productivo-13095/>. Última consulta: 26 de abril de 2018.
34. Mason, C. (2001). Business angel investment activity 1999/2000., National Business Angels Network Bulletin, April, 2001, pp. 6-7.
35. Matsuda, F. (28 de julio de 2017). Financiamiento Pymes. Buenos Aires: Invertironline. Recuperado de:  
[https://www.invertironline.com/Research/MostrarReporte?idResearch=239416&nombreResearch=Financiamiento%20PyMEs&filename=IE\\_170728\\_1057.pdf](https://www.invertironline.com/Research/MostrarReporte?idResearch=239416&nombreResearch=Financiamiento%20PyMEs&filename=IE_170728_1057.pdf)
36. Medialdea, B. y Álvarez, N. (2008). Liberalización financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa (Working Paper). Madrid: Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid. Recuperado de: <http://www.ucm.es/data/cont/docs/430-2013-10-27-2008%20WP07-08.pdf>
37. Ministerio de Economía y Finanzas. Coordinación de Seguros y Mercado de Capitales. Subsecretaría de Servicios Financieros – Secretaría de Finanzas. (2009). *Situación del Mercado de Capitales en Argentina 2003-2009*. Recuperado de [www.mecon.gov.ar](http://www.mecon.gov.ar)
38. *Necesidades y Fuentes de financiamiento de las Pyme industriales*. (2017). Fundación Observatorio Pyme.
39. Normas Comisión Nacional de Valores. 2013. Recuperado de:  
<http://www.cnv.gob.ar/leyesyreg/CNV/esp/TOC2013.pdf>



40. Perotti, E. (2003). *Herramientas alternativas de financiamiento. Parte II. Sociedades de Garantía Recíproca*. Investigación & Desarrollo – Departamento de Capacitación y desarrollo de Mercados. Bolsa de Comercio de Rosario.
41. Resolución N° 696/2017. Regime Pyme CNV. Comisión Nacional de Valores. 15 de junio de 2017. Buenos Aires. Recuperado de:  
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/275000-279999/275911/norma.htm>
42. Silva, R., y Lanús, M. (30 de junio de 2017). Pymes: Obligaciones Negociables. “Pyme CNV Garantizada”. *Marval, O’Farrell & Mairal*. Recuperado de:  
<https://www.marval.com/publicacion/pymes-obligaciones-negociables-pyme-cnv-garantizada-13007/>.
43. Terranova, I. (2011). *Fideicomiso como herramienta financiera*. (Tesis de pregrado). Universidad de Cuyo, Mendoza, Argentina.
44. Villafañe, L. (25 de abril de 2018). “*Qué puede pasar si no sale a tiempo la ley de mercados de capitales*”. *El Cronista*. Recuperado de:  
<https://www.cronista.com/economiapolitica/Que-puede-pasar-si-no-sale-a-tiempo-la-ley-de-Mercado-de-Capitales-20180425-0194.html>
45. Cassagne, E. (s.f). *Contratos de Participación Publico Privada*. Capitulo I. Un nuevo marco jurídico para el desarrollo de las asociaciones público – privadas en Argentina.



## 11. Anexos

### Anexo proyecto de ley de financiamiento productivo

9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina



#### **LEY DE FINANCIAMIENTO PRODUCTIVO**

**Decreto 471/2018**

**Reglamentación. Ley N° 27.440.**

Ciudad de Buenos Aires, 17/05/2018

VISTO el Expediente N° EX-2018-16311055-APN-MF, la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440, la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 y sus normas complementarias y modificatorias, la Ley de Fondos Comunes de Inversión N° 24.083 y sus normas complementarias y modificatorias, la Ley N° 20.643 y sus normas complementarias y modificatorias, el Decreto N° 780 del 20 de noviembre de 1995 y sus modificaciones, y

#### CONSIDERANDO:

Que uno de los principales objetivos de la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440, es potenciar el financiamiento a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas y el desarrollo del mercado de capitales nacional buscando aumentar la base de inversores y de empresas que se financien en dicho ámbito, particularmente las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, como así también alentar la integración y federalización de los distintos mercados del país.

Que la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440 propuso desarrollar un mecanismo que mejore las condiciones de financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas y les permita aumentar su productividad, mediante el cobro anticipado de los créditos y de los documentos por cobrar que puedan disponer en contra de sus clientes y/o deudores, con los que hubieran celebrado una venta de bienes o la prestación de servicios a plazo.

Que tal mecanismo permitirá la reducción del costo financiero de las empresas, particularmente a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, en tanto en la actualidad pagan tasas de interés elevadas en los bancos comerciales por financiamiento de capital de trabajo, y alcanzar rápidamente mejores tasas a través de la negociación de los títulos ejecutivos previstos en la referida ley para el pago de las facturas.

Que la Ley de Mercados de Capitales N° 26.831 fue modificada por la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440, a fin de adecuarla a la tendencia mundial, receptando las recomendaciones de organismos internacionales especializados, como las de la ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (IOSCO, por sus siglas en idioma inglés), y considerando el desarrollo del mercado de capitales como una actividad estratégica y fundamental para el crecimiento del país; siendo uno de sus principales objetivos propender a la integridad y transparencia del mercado de capitales, y minimizar el riesgo sistémico fomentando una sana y libre competencia.

Que en lo relativo a los Fondos Comunes de Inversión, las crecientes exigencias del mercado producto de la evolución y complejidad que adquirieron estos instrumentos financieros tomaron necesaria la adecuación de la normativa a fin de facilitar a los mercados de valores argentinos y, particularmente, a la industria de esos fondos, estar en una posición competitiva con relación a sus pares.

Que, asimismo, se amplían las facultades de los Agentes Depositarios Centrales de Valores permitiéndoles, entre otras funciones, celebrar acuerdos de cooperación con sus pares en el exterior.



Que las mencionadas facultades requieren como contrapartida y en resguardo de los inversores, una mayor vigilancia por parte de los organismos de contralor facultándolos a adoptar las medidas necesarias a fin de constatar las actividades realizadas por dichos agentes.

Que la inclusión financiera ha cobrado relevancia en las agendas de política de gobiernos con economías desarrolladas y emergentes, así como también en las de las organizaciones multilaterales.

Que tal como lo ha manifestado el Banco Interamericano de Desarrollo, la inclusión financiera abarca el acceso y la utilización de toda la gama de servicios financieros integrales (ahorro, crédito, pagos, transferencias y seguros), por parte de las empresas y de los hogares, con especial atención en la población que no cuenta con acceso -incluyendo la población en condición de pobreza y vulnerabilidad y segmentos informales como son los microempresarios-, y a la población que no hace uso adecuado de los servicios financieros y que, como consecuencia de ello, no logra su inserción en prácticas financieras, ni accede a los beneficios que de ella se derivan.

Que la implementación de una Estrategia Nacional de Inclusión Financiera permitirá la inserción de todos los sectores de la población en el proceso de desarrollo económico, en el contexto de un sistema financiero eficiente y transparente que fomente la confianza de los consumidores en el sector financiero y de fácil acceso en todo el territorio de la REPÚBLICA ARGENTINA.

Que por todo lo expuesto, y en virtud de que en la Ley N° 27.440 se incorporan cuestiones previstas en los Decretos Nros. 174 del 8 de febrero de 1993 y 1023 del 29 de julio de 2013, reglamentarios de las Leyes Nros. 24.083 y 26.831, respetivamente, resulta necesario derogar dichos decretos y aprobar una nueva reglamentación de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 y sus modificaciones.

Que han tomado intervención los Servicios Jurídicos competentes.

Que la presente medida se dicta en ejercicio de las atribuciones contempladas en el artículo 99, incisos 1 y 2 de la CONSTITUCIÓN NACIONAL.

Por ello,

EL PRESIDENTE DE LA NACIÓN ARGENTINA

DECRETA:

ARTÍCULO 1°.- Apruébase la reglamentación del TÍTULO I de la Ley N° 27.440 que, como Anexo I (IF-2018-23457000-APN-SSALYR#MF), forma parte integrante del presente decreto.



9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina

ARTÍCULO 2º.- Designase al MINISTERIO DE PRODUCCIÓN como Autoridad de Aplicación del Régimen de "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs", pudiendo delegar sus funciones en una dependencia con rango de Secretaría.

ARTÍCULO 3º.- A los fines de implementar el presente Régimen de "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs", la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS además de las ya establecidas por la Ley Nº 27.440, tendrá las siguientes atribuciones:

- a. Establecer los procedimientos para la adhesión optativa al presente Régimen y el funcionamiento del mismo.
- b. Implementar los mecanismos necesarios a efectos de que, al momento de emitirse la "Factura de Crédito Electrónica MiPyME", pueda consultarse si la empresa MiPyME o las empresas grandes obligadas al pago se encuentran adheridas o también alcanzadas por el presente Régimen.
- c. Establecer los procedimientos necesarios para adecuar el monto de la "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs", pudiendo dictar las normas aclaratorias y complementarias pertinentes respecto de las notas de débito y notas de crédito que eventualmente se emitan entre las partes.

ARTÍCULO 4º.- Sustitúyese el artículo 2º del Decreto Nº 780 del 20 de noviembre de 1995 y sus modificaciones por el siguiente texto:

"ARTÍCULO 2º.- Los Registros de la Propiedad Inmueble del país y los escribanos verificarán que en caso de emitirse Letras Hipotecarias Escriturales se indique en la hipoteca el nombre y domicilio de la entidad que llevará su registro. La escritura hipotecaria deberá quedar depositada en la entidad que lleve el registro; en la entidad financiera administradora de la letra o en el acreedor cuando éste revista el carácter de entidad financiera.

Si la autorización para la emisión de las letras hipotecarias escriturales fuese posterior a la constitución de la hipoteca, la inscripción de la emisión en el registro de letras escriturales exigirá previamente la toma de razón de la autorización de la emisión en el registro de la propiedad inmueble donde se encontrase inscripta la hipoteca.

La letra hipotecaria escritural se considerará emitida cuando la persona a cargo del registro tome razón de la misma."

ARTÍCULO 5º.- Incorpórase como último párrafo del artículo 3º del Decreto Nº 780/1995 y sus modificaciones el siguiente:

"La entidad donde se encuentre depositada la escritura hipotecaria será responsable por su custodia y conservación ante el deudor y los acreedores."

ARTÍCULO 6º.- Incorpórase como inciso f) del artículo 4º del Decreto Nº 780/1995 y sus modificaciones el siguiente:

"f) nombre de la entidad donde se encuentra depositada la escritura hipotecaria."

ARTÍCULO 7º.- Sustitúyese el inciso e) del artículo 7º del Decreto Nº 780/1995 y sus modificaciones por el siguiente:

"e) Denominación y sede de la entidad que extienda el comprobante y denominación y sede de la entidad donde se encuentra depositada la escritura hipotecaria."

ARTÍCULO 8º.- Deróganse los Decretos Nros. 174 del 8 de febrero de 1993 y 1023 del 29 de julio de 2013.

ARTÍCULO 9º.- Apruébase la Reglamentación de la Ley de Mercado de Capitales Nº 26.831 y sus modificaciones que, como Anexo II (IF-2018-23456437-APN-SSALYR#MF), forma parte integrante de la presente medida.



ARTÍCULO 9º.- Apruébase la Reglamentación de la Ley de Mercado de Capitales Nº 26.831 y sus modificaciones que, como Anexo II (IF-2018-23456437-APN-SSALYR#MF), forma parte integrante de la presente medida.

ARTÍCULO 10.- A los efectos previstos en el apartado I del artículo 142 de la Ley Nº 27.440, la relación jurídica existente entre el agente de la garantía y las partes del contrato de financiamiento, se regirá por las disposiciones contenidas en la Sección 1ª del Capítulo 8 del Título IV del Libro Primero del Código Civil y Comercial de la Nación. Podrán actuar como agente de garantía, tanto personas humanas como personas jurídicas.

La cesión prevista en el apartado II del artículo 142 de la citada ley, podrá efectuarse por acto único individualizando los créditos cedidos con expresión de su monto, plazos y garantías. De tratarse de una cesión de créditos futuros, deberá indicarse el monto global de los créditos que se ceden y cualquier otro dato necesario para permitir su individualización. La cesión, de corresponder, se inscribirá en los registros pertinentes.

Salvo que exista previsión contractual por la cual no resulte necesaria la notificación al deudor cedido, el pago realizado de buena fe por el deudor cedido al cedente luego de efectivizada la cesión mencionada precedentemente, tendrá efecto liberatorio y será oponible al cesionario en la medida que se hubiera realizado de acuerdo a las formas y modalidades correspondientes al crédito cedido.

ARTÍCULO 11.- En función de lo establecido en el artículo 157 de la Ley Nº 27.440, por el cual se sustituye el artículo 31 de la Ley Nº 20.643 y sus modificaciones, en aquellos casos en que el Agente Depositario Central de Valores Negociables, por sí o a través de una sociedad vinculada, preste servicios comprendidos en la Ley Nº 21.526, dicha entidad desarrollará exclusivamente aquellas actividades que estén relacionadas con el cumplimiento de sus funciones y que hayan sido autorizadas por la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, organismo descentralizado actuante en la órbita del MINISTERIO DE FINANZAS.

A tales efectos, dicho organismo podrá suscribir un acuerdo de colaboración para la supervisión requerida con el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA, en su rol de autoridad de aplicación de la Ley Nº 21.526.

ARTÍCULO 12.- Facúltase a la SECRETARÍA DE VIVIENDA del MINISTERIO DEL INTERIOR, OBRAS PÚBLICAS Y VIVIENDA a dictar las normas complementarias y aclaratorias en virtud de lo establecido en el primer párrafo del artículo 206 de la Ley Nº 27.440.

Las distribuciones realizadas conforme el segundo párrafo del acápite e) del referido artículo, serán consideradas efectuadas tanto por los Fondos Comunes de Inversión Cerrados como por los Fideicomisos Financieros.

ARTÍCULO 13.- Designase al MINISTERIO DE FINANZAS como la Autoridad de Aplicación a los efectos de lo establecido en el Título XIV de la Ley Nº 27.440.

ARTÍCULO 14.- La presente medida regirá a partir del 21 de mayo de 2018.

ARTÍCULO 15.- Comuníquese, publíquese, dése a la DIRECCIÓN NACIONAL DEL REGISTRO OFICIAL y archívese. — MACRI. — Marcos



9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina

Peña. — Francisco Adolfo Cabrera. — Luis Andres Caputo.

NOTA: El/los Anexo/s que integra/n este(a) Decreto se publican en la edición web del BORA -www.boletinoficial.gob.ar-.

**(Nota Infoleg:** Los anexos referenciados en la presente norma han sido extraídos de la edición web de Boletín Oficial)  
e. 18/05/2018 N° 35006/18 v. 18/05/2018

ANEXO I

#### REGLAMENTACIÓN DEL TÍTULO I DE LA LEY N° 27.440

##### IMPULSO AL FINANCIAMIENTO DE PyMEs

ARTÍCULO 1°.- El Régimen de "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs" será optativo para aquellas MiPyMEs que actúen en carácter de compradoras o locatarias. Las mismas podrán adherir al Régimen de "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs" y les serán aplicables todas las disposiciones de la Ley N° 27.440, el presente decreto y demás normas complementarias y aclaratorias que se dicten al efecto.

ARTÍCULO 2°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 3°.- A efectos de lo dispuesto en el artículo 3° de la Ley N° 27.440, se entenderá por transacciones a las realizadas por los sujetos alcanzados en el marco del Régimen de "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs".

Se entenderá como sujetos alcanzados por el presente Régimen a la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS, los Agentes Depositario Central de Valores Negociables, Agentes de Liquidación y Compensación, al Público Inversor en general y/o cualquier otro sujeto interviniente en la operación, como así también a las MiPyMEs y a las empresas grandes que den origen a la operación comercial.

La excepción a la prohibición del artículo 101 de la Ley N° 11.683, texto ordenado 1998, y sus modificaciones, también alcanza a la individualización de las "empresas grandes" a que se refiere el artículo 7° de la Ley N° 27.440, de conformidad con lo dispuesto en el inciso b) del artículo 3° del presente decreto.

Los sujetos alcanzados por el presente Régimen, y que intervengan en la negociación de la "Factura de Crédito Electrónica MiPyME", deberán participar del Régimen de "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs" a través de un Agente de Liquidación y Compensación definido en el artículo 2° de la Ley N° 26.831 o Entidad Financiera en los términos de la Ley N° 21.526 y sus modificaciones.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 3° de la Ley N° 27.440, los Agentes Depositario Central de Valores Negociables deberán implementar una plataforma informática mediante la cual los sujetos alcanzados por el Régimen de "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs" puedan acceder, de forma libre y gratuita, a la información de los pagos efectuados.

Dicha plataforma deberá contener, como mínimo, la siguiente información:

- a) Los canales de negociación utilizados por las MiPyMEs.
- b) La cantidad de "Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMES" negociadas.



c) Los pagos que se efectúen de las mismas, siempre que éstas se encuentren bajo su custodia, y un índice de cumplimiento por cada Clave Única de Identificación Tributaria (CUIT).

La información contenida en la mencionada plataforma deberá resguardar los derechos de los intervinientes, de conformidad con la Ley N° 25.326 sobre Protección de los Datos Personales y sus modificaciones.

ARTÍCULO 4°.- En el "Registro de Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs", creado por el artículo 3° de la Ley N° 27.440, se deberá informar la cancelación de la "Factura de Crédito Electrónica MiPyME" así como también las notas de débito y/o crédito que ajusten el monto de la operación y que se emitan entre las partes.

En caso que la "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs" sea emitida en moneda extranjera, las diferencias de cambio generadas con posterioridad a la emisión y hasta la aceptación -expresa o tácita-, deberán ser documentadas mediante la emisión de notas de débito y/o crédito.

Las notas de débito y/o crédito generadas por cualquier concepto con posterioridad a la aceptación, expresa o tácita, de la "Factura de Crédito Electrónica MiPyME", no implicarán modificaciones en el monto neto negociable del título ejecutivo y valor no cartular generado.

ARTÍCULO 5°.- El requisito establecido en el inciso i) del artículo 5° de la Ley N° 27.440 se considerará cumplido con la notificación que efectúe la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS en el domicilio fiscal electrónico del comprador, locatario o prestatario, de la emisión de las respectivas "Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs".

La inhabilidad de la "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs", prevista en el último párrafo del artículo 5° de la Ley N° 27.440, implicará que dicho documento no cumple con las normas de facturación vigentes y producirá los efectos tributarios correspondientes a los documentos no válidos como facturas. Se tendrán por válidas las notificaciones efectuadas a los domicilios fiscales electrónicos en el marco del presente Régimen, con los alcances establecidos en la Ley N° 11.683, texto ordenado en 1998, y sus modificaciones.

ARTÍCULO 6°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 7°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 8°.- La cancelación a que se refiere el inciso g) del artículo 8° de la Ley N° 27.440 es aquella que se produzca con anterioridad a la fecha en que vence el plazo para la aceptación de la "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs".

ARTÍCULO 9°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 10.- Sin reglamentar.



9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina

ARTÍCULO 11.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 12.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 13.- Los Mercados previstos en el artículo 12 de la Ley N° 27.440, podrán contratar las herramientas o sistemas informáticos del artículo 13 de la mencionada ley, de conformidad con la normativa que dicte la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES a tales efectos.

ARTÍCULO 14.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 15.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 16.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 17.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 18.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 19.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 20.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 21.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 22.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 23.- El presente Régimen resultará aplicable de acuerdo con el cronograma que a tal fin establezca la Autoridad de Aplicación para cada uno de los sectores de la economía.

ARTÍCULO 24.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 25.- Las retenciones y/o percepciones de tributos nacionales y/o locales que correspondieren respecto de las operaciones comprendidas en el presente Régimen deben ser practicadas o sufridas únicamente por el obligado al pago de la "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs" y procederán en la instancia de aceptación expresa o tácita, debiendo determinarse e ingresarse en la forma, plazo y condiciones que establezcan la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS y los organismos provinciales competentes.

En el supuesto que una vez canceladas las retenciones y/o percepciones correspondientes surgieran diferencias -en más o en menos- respecto del monto detraído por aplicación del artículo 24 de la Ley N° 27.440, los saldos respectivos deberán restituirse entre emisores y aceptantes de la "Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs", a través de los medios de pago habilitados por el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA.

IF-2018-23457000-APN-SSALYR#MF



República Argentina - Poder Ejecutivo Nacional  
2018 - Año del Centenario de la Reforma Universitaria

**Hoja Adicional de Firmas**  
**Anexo**

**Número:** IF-2018-23457000-APN-SSALYR#MF

CIUDAD DE BUENOS AIRES  
Jueves 17 de Mayo de 2018

**Referencia:** EX-2018-16311055-APN-MF - Reglamentación de la Ley N° 27.440.

El documento fue importado por el sistema GEDO con un total de 5 pagina/s.

Digitally signed by BRUNO Eugenio Andrea José  
Date: 2018.05.17 18:37:26 ART  
Location: Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
Eugenio Andrea Jose Bruno  
Subsecretario  
Subsecretaria de Asuntos Legales y Regulatorios  
Ministerio de Finanzas



9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina

ANEXO II

REGLAMENTACIÓN DE LA LEY DE MERCADO DE CAPITALES N° 26.831

ARTÍCULO 1°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 2°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 3°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 4°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 5°.- DOCUMENTOS DIGITALES.

Los documentos firmados digitalmente que se remitan por vía electrónica a la COMISION NACIONAL DE VALORES (CNV), organismo descentralizado actuante en la órbita del MINISTERIO DE FINANZAS, a través de la Autopista de Información Financiera para dotarlos de idéntica validez y eficacia que los firmados en soporte papel, deberán gozar de condiciones de inalterabilidad y falta de cuestionamiento por parte del presentante.

ARTÍCULO 6°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 7°.- DELEGACIONES. COMPETENCIA TERRITORIAL. La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES establecerá en razón del territorio y de las condiciones del mercado, las facultades con que contará cada delegación regional. La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES elevará una propuesta al MINISTERIO DE FINANZAS, a los fines de establecer la competencia territorial de cada delegación regional.

ARTÍCULO 8° - Sin reglamentar.

ARTÍCULO 9°.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 10.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 11.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 12.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 13.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 14.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 15.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 16.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 17.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 18.- Sin reglamentar.



ARTÍCULO 19.- Incisos a) al e) sin reglamentar.

f) El control societario de aquellas sociedades registradas bajo el Régimen "PYME CNV Garantizada", será ejercido por los organismos competentes correspondientes a cada jurisdicción, sin perjuicio de las facultades que la normativa vigente le otorga a la COMISION NACIONAL DE VALORES. Incisos g) a z) sin reglamentar.

ARTÍCULO 20.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 21.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 22.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 23.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 24.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 25.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 26.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 27.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 28.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 29.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 30.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 31.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 32.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 33.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 34.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 35.- Sin reglamentar.

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/310000-314999/310413/norma.htm>

5/10

9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina

ARTÍCULO 36.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 37.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 38.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 39.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 40.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 41.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 43.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 44.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 45.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 46 - TRIBUNAL ARBITRAL.

Los reglamentos para la creación y funcionamiento de los Tribunales Arbitrales dictados por los mercados autorizados, deberán ser aprobados por la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, debiendo dicha reglamentación contener, como mínimo, los siguientes aspectos:

a.) El Tribunal debe estar constituido por un número de miembros impar.

b.) Los miembros del Tribunal deben acreditar condiciones de idoneidad, honorabilidad, integridad, experiencia, antecedentes académicos y profesionales.

c.) El contenido del laudo arbitral deberá ser exclusivamente de derecho.

d.) Los plazos de extensión para el dictado de los laudos deben ser razonables. La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES controlará el cumplimiento del reglamento y de los plazos para el dictado de los laudos.

ARTÍCULO 47.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 48.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 49- AUTORIZACIÓN. COMPUTO DEL PLAZO.

El plazo indicado en el artículo 49 de la Ley N° 26.831 para que la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES se expida sobre la petición de autorización, se computará desde que se encuentre integrada la totalidad de la documentación requerida en cada caso.

ARTÍCULO 50.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 51.- Sin reglamentar.



ARTÍCULO 51.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 52.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 53.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 54.- AUTENTICIDAD DE LA DOCUMENTACIÓN. Los documentos para gozar de la presunción contenida en el artículo 54 de la Ley N° 26.831 deberán contener, como mínimo, lugar, fecha, firma, aclaración, número de documento y carácter en que actúa el agente interviniente. La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES establecerá los requisitos y procedimientos que deberán cumplirse los efectos de la implementación de la firma digital a estos fines.

ARTÍCULO 55.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 56.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 57.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 58.- OBJETO DE CALIFICACIÓN. Los agentes de calificación de riesgo a solicitud de las emisoras y otras entidades, podrán calificar cualquier valor negociable, sujeto o no al régimen de oferta pública.  
EXCEPCIÓN. La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES podrá establecer la obligatoriedad de las calificaciones cuando las especiales condiciones de las entidades o de los valores así lo requieran.

ARTÍCULO 59.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 60.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 61.- ASAMBLEAS A DISTANCIA.

Cuando los estatutos de las entidades emisoras prevean la posibilidad de celebrar asambleas a distancia, deberán establecerse canales de comunicación que permitan la transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras asegurando el principio de igualdad de trato de los participantes.

Deberá dejarse constancia en el acta de los sujetos y el carácter en que participaron en el acto a distancia, el lugar donde se encontraban, y de los mecanismos técnicos utilizados.

La celebración de una asamblea a distancia deberá ponerse en conocimiento de la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES con CINCO (5) días hábiles de anticipación. La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES podrá designar uno o más inspectores con función de veeduría para asistir al acto asambleario.



9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina

**APODERADOS.** En el caso de tratarse de apoderados deberá remitirse a la entidad con CINCO (5) días hábiles de antelación a la celebración el instrumento habilitante correspondiente, suficientemente autenticado.

**PROCEDIMIENTO. ASAMBLEA A DISTANCIA.** Las entidades que hagan uso de esta

facultad deberán presentar en la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES los

procedimientos a utilizar para su aprobación por el organismo.

**ARTÍCULO 62- AUMENTOS DE CAPITAL. LÍMITE DE SUSCRIPCIÓN.**

La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES fijará en sus normas el mecanismo y límite

para la suscripción de acciones en exceso.

**ARTÍCULO 62 bis.-** Sin reglamentar.

**ARTÍCULO 63.-** Sin reglamentar.

**ARTÍCULO 64.-** Sin reglamentar.

**ARTÍCULO 65.-** Sin reglamentar.

**ARTÍCULO 66.-** Sin reglamentar.

**ARTÍCULO 67.-** Sin reglamentar.

**ARTÍCULO 68. - PARTICIPACIÓN DE TRABAJADORES.**

Las entidades emisoras deberán fomentar la participación como accionistas de su personal en relación de dependencia, o de alguna o algunas de sus sociedades controladas, en los términos del artículo 68 de la Ley N° 26.831, a través de programas de participación que deberán elaborar y presentar previamente a la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES para su aprobación.

**ARTÍCULO 69.- ASAMBLEAS. PAUTAS REGLAMENTARIAS. SOLICITANTE DE PODERES.**

El poder general de administración autenticado por escribano público habilita al mandatario para concurrir a la asamblea. El poder otorgado para una asamblea es válido para su segunda convocatoria. De tratarse de poder especial, éste deberá estar certificado por ante escribano público e indicar las asambleas para las cuales se otorga.

El solicitante de poderes deberá informar a la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, en la forma requerida con una antelación de TRES (3) días hábiles, las vinculaciones que tenga con otros accionistas para conocimiento de todos los interesados. La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES establecerá las demás pautas y mecanismos a aplicar.

**ARTÍCULO 70.-** Sin reglamentar.

**ARTÍCULO 71.-** Sin reglamentar.



ARTÍCULO 72.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 73.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 74.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 75 - REMUNERACIONES.

Las sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones deberán informar en forma individual a la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES las remuneraciones por todo concepto de sus directores, administradores, gerentes, síndicos y consejeros de vigilancia, de acuerdo a los requisitos y procedimientos que establezca dicho organismo y conforme a los límites establecidos en el artículo 261 de la Ley General de Sociedades N° 19.550, T.O. 1984.

ARTÍCULO 76.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 77.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 78.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 79.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 80.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 81.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 82.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 83.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 84.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 86.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 87.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 88.- Sin reglamentar.

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/310000-314999/310413/norma.htm>

7/10

9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina

ARTÍCULO 89.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 90.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 91.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 92.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 93.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 94.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 95.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 96.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 97.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 98.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 99.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 100.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 101.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 102.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 103.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 104- AUDITORES EXTERNOS.

La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES deberá publicar el listado de auditores externos autorizados.

ARTÍCULO 105.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 106.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 107.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 108.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 109.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 110.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 111.- Sin reglamentar.



ARTÍCULO 112.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 113.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 114 - CESE DE PUBLICIDAD ENGAÑOSA.

El cese previsto en el artículo 114 de la Ley N° 26.831, de así disponerse, deberá ser inmediato a su notificación.

ARTÍCULO 115.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 116.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 117.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 118.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 119.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 120.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 121.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 122.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 123.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 124.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 125.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 126.- Sin reglamentar.

ARTÍCULO 127.- Sin reglamentar.



9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina

ARTÍCULO 128.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 129.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 130.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 131.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 132.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 133.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 134.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 135.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 136.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 137.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 138.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 139.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 140.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 141.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 142.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 143.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 144.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 145.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 146.-Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 147.-Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 148.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 149.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 150.-Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 151 .-Sin reglamentar.

ARTÍCULO 152.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 153.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 154.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 155.- Sin reglamentar.  
ARTÍCULO 156.- Sin reglamentar.



9/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Justicia y Derechos Humanos - Argentina



República Argentina - Poder Ejecutivo Nacional  
2018 - Año del Centenario de la Reforma Universitaria

**Hoja Adicional de Firmas**  
**Anexo**

**Número:** IF-2018-23456437-APN-SSALYR#MF

CIUDAD DE BUENOS AIRES  
Jueves 17 de Mayo de 2018

**Referencia:** EX-2018-16311055-APN-MF - Reglamentación de la Ley N° 27.440

El documento fue importado por el sistema GEDO con un total de 11 pagina/s.

Digitally signed by BRUNO Eugenio Andrea José  
Date: 2018.05.17 18:30:48 ART  
Location: Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
Eugenio Andrea José Bruno  
Subsecretario  
Subsecretaría de Asuntos Legales y Regulatorios  
Ministerio de Finanzas



## COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

### Resolución General 654/2016

#### Normas N.T. 2013. Modificación.

Bs. As., 10/03/2016

VISTO el Expediente N° 520/2016 caratulado "PROYECTO DE RESOLUCIÓN GENERAL S/ MODIFICACIÓN RÉGIMEN ESPECIAL FCI PYMES", lo dictaminado por la Subgerencia de Fondos Comunes de Inversión, la Gerencia de Productos de Inversión Colectiva, la Gerencia General de Oferta Pública, la Subgerencia de Asesoramiento Legal, la Gerencia de Asuntos Jurídicos y la Gerencia General de Asuntos Jurídicos, y

#### CONSIDERANDO:

Que el artículo 19 incisos b), c), d) y h) de la Ley N° 26.831 y los artículos 32 de la Ley N° 24.083 y 1° del Decreto N° 174/93 establecen que la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES es autoridad de fiscalización y registro de las sociedades gerentes y sociedades depositarias y de los Fondos Comunes de Inversión; asignándole al Organismo, asimismo, facultades para reglamentar, dictar normas complementarias e interpretar las aplicables dentro del contexto económico imperante.

Que el artículo 1° inciso c) de la Ley N° 26.831 consagra como principio fundamental la promoción del acceso al mercado de capitales de las Pequeñas y Medianas Empresas (en adelante "PYMES").

Que este Organismo reconoce la importancia de las PYMES dentro de la economía en general, atendiendo a las necesidades de financiamiento de dichas empresas.

Que con el propósito de continuar con el progresivo desarrollo actual y evolución futura de las empresas de dichas características, resulta oportuno modificar el marco regulatorio vigente en la materia, en beneficio de las PYMES.

Que a dichos fines, cabe reiterar el reconocimiento a los Fondos Comunes de Inversión como alternativa de inversión, resultando por su estructura un vehículo apto para financiar a dichas empresas que desarrollan sus actividades en el país.

Que en atención al tiempo transcurrido desde el dictado de la Resolución General N° 534, mediante la cual se instituyó un régimen especializado para la constitución de Fondos Comunes de Inversión cuyo objeto especial de inversión lo compongan instrumentos destinados al financiamiento de PYMES (en adelante "los Fondos PYMES"), y atendiendo al principio sustentado por la Ley N° 26.831, corresponde abordar, en esta instancia, una revisión de los criterios oportunamente acordados para ese régimen especial.

Que atento a la evolución e incremento de los patrimonios actualmente administrados por los Fondos PYMES, así como de la oferta de valores negociables destinados al financiamiento de dichas empresas, se impone la adecuación del artículo 21 de la Sección V del Capítulo II del Título V de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), en el sentido de elevar el porcentaje mínimo de inversión en valores negociables emitidos con esa finalidad, con el propósito de fortalecer el desarrollo y crecimiento de dicho sector económico.

Que, en ese sentido, los Fondos PYMES deberán invertir al menos el SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%) del patrimonio neto en valores negociables emitidos por PYMES y/o valores negociables emitidos por otras entidades cuya emisión tenga por objetivo o finalidad el financiamiento de PYMES.

Que en virtud de la modificación introducida, la inversión en valores negociables emitidos por empresas de baja capitalización constituidas en el país dejará de ser considerada dentro del objeto especial de inversión de dichos Fondos.

Que además de ello, y en base a los fundamentos expuestos, corresponde eliminar del marco regulatorio actual, el plazo para la conformación definitiva de la cartera de inversiones al inicio de operaciones de este tipo de Fondos Comunes de Inversión.

Que la presente se dicta en ejercicio de las facultades otorgadas por los artículos 19, inciso h) de la Ley N° 26.831, 32 de la Ley N° 24.083 y 1° del Decreto N° 174/93.

Por ello,

#### LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

#### RESUELVE:

**Artículo 1°** — Reemplazar el artículo 21 de la Sección V del Capítulo II del Título V de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), por el siguiente texto:

"ARTÍCULO 21.- Los Fondos Comunes de Inversión cuyo objeto especial de inversión lo constituyan instrumentos destinados al financiamiento de PYMES se registrarán por el régimen especial que se desarrolla seguidamente y por las disposiciones aplicables en general para los fondos comunes de inversión abiertos:

a) El SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%), como mínimo, del haber del fondo deberá invertirse en valores negociables emitidos por PYMES y/o valores negociables emitidos por otras entidades cuya emisión tenga como objetivo o finalidad el financiamiento de PYMES.



13/6/2018

InfoLEG - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Argentina

b) Para solicitar el rescate de cuotas partes cuando el monto del reembolso supere el DIEZ POR CIENTO (10%) del patrimonio neto del Fondo Común de Inversión, en el reglamento de gestión podrá establecerse un plazo de preaviso que no podrá exceder de DIEZ (10) días hábiles.

c) En toda la documentación relativa al Fondo deberá constar la mención "Fondo Común de Inversión Abierto PYMES" junto con la respectiva identificación particular.  
Al exclusivo efecto de acceder al régimen especial previsto en el presente artículo se considerarán PYMES a las empresas que califiquen como PYME CNV de acuerdo a los términos definidos por las NORMAS (N.T. 2013 y mod.).

**Art. 2°** — Los Fondos Comunes de Inversión PYMES en funcionamiento deberán adecuar sus carteras de inversiones, conforme las pautas establecidas en el artículo 1° que antecede, antes del 30 de septiembre de 2016.

**Art. 3°** — La presente Resolución General tendrá vigencia a partir del día siguiente al de su publicación.

**Art. 4°** — Comuníquese, publíquese, dése a la Dirección Nacional de Registro Oficial, incorpórese al sitio web del Organismo en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar) y archívese. — Marcos Ayerra. — Rocio Balestra. — Patricia Boedo.



Anexo Decreto 1299/2000

27/2/2019 texactdto1299-2000

**REGIMEN PARA LA PROMOCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN PRIVADA EN EL DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA**

**Decreto 1299/2000**

**Objeto y alcance. Definiciones. Fondo Fiduciario de Desarrollo de Infraestructura. Previsiones presupuestarias. Contratos. Bienes Inmuebles. Pagos a cargo del Ente Contratante. Garantías a favor de las entidades que financian los proyectos. Jurisdicción Arbitral. Regímenes Alternativos. Adhesión de las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Publicidad. Cláusulas Transitorias.**

Bs. As., 29/12/2000

VISTO el Expediente N° 025-000574/2000 del Registro del MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA, y

CONSIDERANDO:

Que a los efectos de profundizar el proceso de reforma del Estado, resulta necesario establecer un régimen de alcance nacional para promover la participación privada en aquellos proyectos que no podrían ser financiados exclusivamente por sus usuarios y destinados al desarrollo de infraestructura económica o social, concepto, éste último abarcativo de los sectores de salud, educación y justicia, entre otros.

Que para ello, es conveniente, mejorar la infraestructura económica y social de la REPUBLICA ARGENTINA, manteniendo al mismo tiempo el equilibrio fiscal y las metas establecidas en la Ley N° 25.152 de Solvencia Fiscal y establecer estructuras jurídicas que posibiliten el aprovechamiento de los recursos disponibles en el sector privado de la forma más eficaz posible y al menor costo para el Estado, utilizando técnicas contractuales que han demostrado su eficacia en diversos países y recurriendo a procedimientos alternativos a los de obra pública y concesión de obra pública, actualmente vigentes.

Que a los fines expuestos, para poder otorgar mayor seguridad jurídica a las empresas que decidan contratar bajo el régimen del presente proyecto y reducir los costos vinculados con la incertidumbre sobre el pago en tiempo y forma por parte de los entes contratantes, se crea el FONDO FIDUCIARIO DE DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA, dotado de un patrimonio inicial que aportarán el ESTADO NACIONAL y las demás jurisdicciones de la REPUBLICA ARGENTINA que adhieran al régimen, con el que se garantizará y eventualmente se satisfarán los pagos comprometidos a favor de la persona jurídica encargada del proyecto, una vez que la obra ha sido construida y, en aquellos casos que corresponda, el servicio comience a ser prestado.

Que en el citado régimen, el sector público determinará el servicio o infraestructura requerido y el sector privado competirá para proveerlo.

Que asimismo, este nuevo régimen apunta a incorporar en la contratación pública, figuras modernas como el leasing o la modalidad "llave en mano" cuando resulten compatibles con cada tipo de proyecto.

Que por otra parte, resulta necesario hacer extensivos los principios de la Ley N° 24.441 al régimen que se instituye, a fin de asegurar tanto los derechos de los entes contratantes sobre los inmuebles afectados a las obras respectivas, como la intangibilidad de los pagos debidos al adjudicatario del proyecto y, por éste, a los proveedores de financiación.

Que a los fines de establecer reglas claras y uniformes para la selección de los adjudicatarios de los proyectos, para la asignación de los riesgos del contrato, y para la ejecución de los mismos, se disponen los principios básicos bajo los cuales se suscribirán y ejecutarán las contrataciones.

Que, frente a las eventuales controversias de índole patrimonial o técnica, que surjan con motivo de contratos celebrados en el marco de este régimen, se prevé que el ESTADO NACIONAL y las Jurisdicciones que adhieran al mismo, puedan someterlas a tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado.

Que se prevé la posibilidad de la adhesión de las provincias y de la Ciudad de Buenos Aires en tanto estas jurisdicciones se comprometan a efectuar las modificaciones legislativas necesarias a fin de posibilitar el funcionamiento del régimen de conformidad con los principios que en esta norma se establecen.

Que dentro del esquema general de reforma del Estado el HONORABLE CONGRESO DE LA NACION reconoció y declaró en estado de emergencia la situación económico-financiera del ESTADO NACIONAL, la prestación de servicios y la ejecución de los contratos a cargo del sector público nacional.

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/85000-89999/85655/texact.htm> 1/16



27/2/2019

texactdto1299-2000

Que el régimen de promoción de la participación privada en el desarrollo de infraestructura constituye una herramienta de gobierno imprescindible para revertir la crisis en que se encuentra inmerso el sector de la construcción y lograr su reactivación con el consecuente efecto multiplicador en el resto de la economía y particularmente en el empleo.

Que la puesta en vigencia de esta normativa es reclamada en forma urgente por los gobiernos provinciales, que ven en ella un mecanismo eficaz para posibilitar el inicio de proyectos que motorizarán las economías regionales, en las que se verifica un verdadero estado de necesidad extraordinario que exige remedios de igual naturaleza a fin de posibilitar su solución.

Que el listado de proyectos a ser financiados mediante el régimen que establece el presente decreto resulta del Acta Acuerdo firmada el 9 de agosto de 2000 entre el MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA y el CONSEJO INTERPROVINCIAL DE MINISTROS DE OBRAS PUBLICAS (CIMOP).

Que en este sentido el Compromiso Federal por el Crecimiento y la Disciplina Fiscal, suscripto entre el Gobierno Nacional, los Estados Provinciales y el Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, con fecha 17 de noviembre de 2000, contempla en su cláusula decimonovena que "Las Partes manifiestan su decisión de cumplimentar el Plan Federal de Infraestructura, ajustado a lo consensuado en el CONSEJO INTERPROVINCIAL DE MINISTROS DE OBRAS PUBLICAS y el Gobierno Nacional, con ejecución simultánea en todo el país".

Que la reforma constitucional de 1994 prevé mecanismos propios de autopreservación —como el que claramente reconoce el artículo 99, inciso 3 de la Constitución Nacional— frente a situaciones que por sus características no permitan su resolución eficaz por medio de los procedimientos normales.

Que en el presente las circunstancias fácticas existentes son consideradas de entidad y notoriedad tal que justifican el dictado del presente decreto.

Que el interés general comprometido resulta de tal entidad que las medidas instrumentales propuestas no pueden encararse eficazmente si no se conciben en forma rápida.

Que la inclusión en el proyecto de Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional para el Ejercicio Fiscal del año 2001, registrado bajo el N° 25.401, de autorizaciones destinadas a ejecutar obras conforme al régimen que se establece constituye una clara demostración del consenso legislativo y de la voluntad de ponerlo en marcha en forma inmediata.

Que la necesidad de reactivación de la economía y su incidencia en la sociedad resultan circunstancias de características públicas y notorias que justifican la excepcionalidad que se impone al presente decreto, a fin de resolver con urgencia y eficazmente la situación planteada en forma no ordinaria.

Que los medios técnicos propuestos en el presente resultan los instrumentos razonables y así fueron entendidos por la HONORABLE CAMARA DE DIPUTADOS DE LA NACION.

Que la DIRECCION GENERAL DE ASUNTOS JURIDICOS del MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA ha tomado la intervención que le compete.

Que la presente se dicta en ejercicio de las facultades conferidas por el artículo 99 incisos 1 y 3 de la Constitución Nacional.

Por ello,

EL PRESIDENTE DE LA NACION ARGENTINA EN ACUERDO GENERAL DE MINISTROS

DECRETA:

Régimen para la Promoción de la Participación Privada en el Desarrollo de Infraestructura.

Capítulo I. — Objeto y alcance.

**Artículo 1°** — El presente decreto tiene por objeto formular el marco jurídico dirigido a promover la participación del sector privado en el desarrollo de infraestructura, mediante el establecimiento de un régimen de alcance federal para el diseño, construcción, mantenimiento, operación, y financiamiento de las obras de infraestructura económica o social que decidan encarar el PODER EJECUTIVO NACIONAL y los Poderes Ejecutivos Provinciales y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y las universidades públicas nacionales que adhieran a su régimen, asegurando como objetivo prioritario proveer al crecimiento armónico de la Nación y equilibrar el desigual desarrollo relativo que existe entre las provincias y las regiones del país.

**Art. 2°** —Quedan excluidos del régimen del presente decreto, los proyectos en los cuales el ingreso proveniente de terceros, a través de canon de uso, peaje o sistemas similares sea superior al SESENTA POR CIENTO (60%) del costo total de la obra durante el período del Contrato, como así también los proyectos que consistan básicamente en la operación y mantenimiento de corredores viales y demás proyectos, servicios



27/2/2019

texactdto1299-2000

y/u obras afectadas a regímenes de concesión y/o privatización. (Párrafo sustituido por art. 1° del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/05/2001)

Los fondos y garantías previstos en el presente decreto no podrán ser utilizados para suplementar, complementar o subsidiar los ingresos de los concesionarios viales de peaje en los corredores nacionales en vigencia al momento de la publicación en el Boletín Oficial del presente decreto.

#### Capítulo II. — Definiciones.

**Art. 3°** — A los efectos del presente decreto los términos definidos tendrán el significado que a continuación se indica:

a) Jurisdicciones Adheridas: las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, en tanto decidan adherir al régimen establecido a través del presente decreto.

b) Fondo: Fondo Fiduciario de Desarrollo de Infraestructura.

c) Ente Contratante: el ente estatal que integra el sector público del Estado Nacional, en los términos de los incisos a) y b) del Artículo 8° de la Ley N° 24.156, o de una Jurisdicción Adherida, en los términos que establezca la reglamentación, y que celebra un Contrato con el Encargado del Proyecto.

d) Encargado del Proyecto: una o más personas jurídicas, adjudicatarias de los respectivos procesos de selección de cada proyecto, que actúen por sí o en su carácter de fiduciarios de fideicomisos ordinarios, financieros o de otro tipo, a quien el Ente Contratante encomiende el diseño, construcción, financiamiento y, eventualmente el mantenimiento y operación, de obras de infraestructura económica o social bajo el régimen establecido en el presente decreto.

e) Auditoras Técnicas: profesionales habilitados, universidades públicas o privadas, y sociedades locales de capital nacional o extranjero, conforme a lo establecido en la Ley N° 21.382, especializadas en cuestiones técnicas relativas a la ejecución de los Proyectos. Las sociedades o profesionales habilitados que no sean locales, podrán participar como Auditoras Técnicas siempre que se encuentren asociadas a sociedades locales, conforme se establezca en la reglamentación.

f) Contrato: instrumento jurídico celebrado bajo el régimen del presente decreto entre el Ente Contratante y el Encargado del Proyecto, por el cual se encomienda a este último el diseño, construcción y financiamiento y, eventualmente, el mantenimiento y operación de las obras del respectivo proyecto.

g) Fiduciario: el Fiduciario del Fondo.

h) Contraprestación: toda retribución que deba percibir el Encargado del Proyecto como remuneración por el uso de la obra y, en su caso, transferencia de dominio, mantenimiento y operación, de las obras y servicios que el Contrato prevé, incluyendo canon y toda otra suma debida por el Ente Contratante. (Inciso sustituido por art. 2° del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)

#### Capítulo III. — Fondo Fiduciario de Desarrollo de Infraestructura.

**Art. 4°** — Créase el FONDO FIDUCIARIO DE DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA como un patrimonio de afectación en el ámbito del MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA, administrado por el CONSEJO DE ADMINISTRACION. Los recursos del Fondo se afectarán para garantizar los pagos a cargo de los Entes Contratantes en los Contratos. El Fondo tendrá una duración de TREINTA (30) años a partir del dictado del presente decreto, más el plazo que resulte necesario para cumplir con las obligaciones emergentes de los Contratos que tengan principio de ejecución dentro de los DIEZ (10) años contados a partir de la constitución del FONDO FIDUCIARIO DE DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA. El mismo podrá actuar como agente de pago por cuenta de terceros con los recursos proporcionados por los respectivos Entes Contratantes, en cuyo caso así deberá estar contemplado en el Contrato. Facúltase al PODER EJECUTIVO NACIONAL para establecer formas y procedimientos que faciliten la asociación del Estado Nacional con el capital privado a los fines establecidos en el presente decreto.

(Artículo sustituido por art. 3° del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)

**Art. 5°** — El CONSEJO DE ADMINISTRACION, es el órgano del Fondo encargado de supervisar el cumplimiento del régimen para la promoción de la participación privada en el desarrollo de infraestructura. Funcionará en el ámbito del MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA, con dependencia directa del titular de dicha cartera y estará integrado por CINCO (5) miembros, TRES (3) en representación del PODER EJECUTIVO NACIONAL y DOS (2) a propuesta de las provincias.

El CONSEJO DE ADMINISTRACION elaborará su reglamento interno de funcionamiento dentro de los NOVENTA (90) días del dictado del presente, el cual será elevado a consideración de la Autoridad de Aplicación para su aprobación. El MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA, conjuntamente con el CONSEJO INTERPROVINCIAL DE MINISTROS DE OBRAS PUBLICAS (CIMOP), dentro del ámbito de sus



27/2/2019

texactdo1299-2000

respectivas competencias y jurisdicciones, intervendrán en la preselección de los proyectos a encararse bajo el régimen establecido en este decreto, los que serán elevados al CONSEJO DE ADMINISTRACION.

El Fiduciario será el BANCO DE LA NACION ARGENTINA, cuya función será la de administrar los recursos del Fondo de conformidad con las instrucciones que le imparta el CONSEJO DE ADMINISTRACION.

Su funcionamiento estará también sometido a la Ley de Etica Pública N° 25.188 y sujeto al régimen de control de la Ley N° 24.156 a cargo de la AUDITORIA GENERAL DE LA NACION y la SINDICATURA GENERAL DE LA NACION.

(Artículo sustituido por art. 4° del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)

**Art. 6°** — El patrimonio del Fondo estará constituido por:

- a) los bienes y recursos que le asigne el Estado Nacional conforme a las prescripciones de la Ley N° 22.423, y las Jurisdicciones Adheridas;
- b) el producido de sus operaciones; la renta, frutos y venta de sus activos; y
- c) contribuciones, subsidios, legados o donaciones.

A los efectos del inciso a) precedente, facúltase al PODER EJECUTIVO NACIONAL a transferir en forma gratuita al Fondo, el producido de la venta o de la cesión, por cualquier título, de los bienes que se incluyen en el ANEXO I del presente decreto. En el caso de aquellos inmuebles que hubiesen sido transferidos o estuviesen en trámite de serlo en virtud de lo dispuesto por la Ley N° 24.146 a provincias, municipios y comunas, se mantendrán las condiciones de los acuerdos oportunamente celebrados mediante convenios o que se celebren durante la vigencia de la citada ley. (Párrafo sustituido por art. 5° del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)

En el caso de aquellos inmuebles que hubiesen sido transferidos o estuviesen en trámite de serlo en virtud de lo dispuesto por la Ley N° 24.146 a provincias, municipios y comunas, se mantendrán las condiciones de los acuerdos oportunamente celebrados mediante convenios.

**Art. 7°** — El Fondo deberá constituir y mantener en todo momento, una reserva de liquidez, que integrará su patrimonio y cuya constitución, mantenimiento y/o costo estará a cargo de los Entes Contratantes, debiéndose obtener en tal supuesto, cuando el Ente Contratante pertenezca al Estado Nacional, la autorización presupuestaria de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 15 de la Ley N° 24.156. La reglamentación establecerá el monto de dicha reserva tomando en cuenta las Contraprestaciones previstas en los Contratos celebrados, y dispondrá cómo se afectará la misma a los respectivos Contratos y en qué casos podrá integrarse con recursos del Fondo. Dicha reserva no podrá ser reducida afectando los derechos adquiridos bajo los Contratos celebrados. Cuando el Ente Contratante pertenezca al Estado Nacional y el patrimonio líquido del Fondo no alcanzare para constituir dicha reserva, el Fondo podrá recurrir a los procedimientos previstos en los incisos b) y c) del Artículo 27 del presente decreto para completar el faltante.

**Art. 8°** — El FONDO FIDUCIARIO DE DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA deberá invertir sus recursos líquidos en títulos o valores públicos, y/o en depósitos a plazo fijo en bancos oficiales nacionales, bancos oficiales provinciales o bancos oficiales municipales, con vencimientos que no excedan de un año.

En relación a la totalidad de los recursos líquidos el FONDO FIDUCIARIO DE DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA deberá presentar cuatrimestralmente un informe documentado a las Comisiones de Presupuesto y Hacienda de ambas Cámaras del HONORABLE CONGRESO DE LA NACION.

Los demás bienes que se asignen al FONDO FIDUCIARIO DE DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA por ley o norma habilitante, podrán, cumplimentando la normativa vigente, ser vendidos, dados en locación, usufructo, concesión, fideicomiso o dispuestos de otra manera en cuanto a su propiedad o uso, a fin de ser utilizados como garantía.

Cuando se trate de bienes de las Jurisdicciones Adheridas con el fin de ser utilizados como garantías, los mismos no podrán ser vendidos, hipotecados, dados en locación, usufructo, concesión, fideicomiso o dispuesto de otra manera en cuanto a su propiedad o uso, salvo en el supuesto que efectivamente el ente contratante incurra en incumplimiento de las obligaciones a su cargo.

(Artículo sustituido por art. 6° del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)

**Art. 9°** — El patrimonio del Fondo quedará irrevocablemente afectado a la garantía de los pagos debidos bajo los Contratos. Al vencimiento del plazo de duración del Fondo, su patrimonio remanente revertirá al Estado Nacional y a las Jurisdicciones Adheridas, en los términos que establezca el reglamento del Fondo el que, a estos efectos, deberá tomar en cuenta el monto de los respectivos aportes y los desembolsos efectuados por el Fondo respecto de las obras contratadas por el Estado Nacional y cada Jurisdicción Adherida.



27/2/2019

texactdto1299-2000

**Art. 10.** — El CONSEJO DE ADMINISTRACION, estará facultado, dentro de la normativa vigente, en el ámbito de su competencia para asistir al MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA en la gestión, negociación y diseño de operaciones de crédito, garantías y facilidades contingentes con organismos internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA. Asimismo, estará facultado a intervenir, a través del Fiduciario, en la realización de operaciones que el FONDO FIDUCIARIO DE DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA concrete con entidades financieras nacionales o extranjeras y compañías de seguro, o cuando recurra al mercado de capitales.

*(Artículo sustituido por art. 7º del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)*

**Art. 11.** — Las jurisdicciones provinciales y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires que deseen adherir al régimen del presente decreto deberán otorgar al Fondo la exención de sus respectivos impuestos.

**Art. 12.** — La autoridad de aplicación del régimen establecido por el presente, será el MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA.

Capítulo IV. — Previsiones presupuestarias.

**Art. 13.** — Todo proyecto que deba realizar el Estado Nacional y que tenga origen en las disposiciones del presente decreto deberá contar en todos los casos con la correspondiente aprobación presupuestaria, conforme a lo establecido en la Ley N° 24.156 y su modificatoria. En la presentación de los presupuestos plurianuales deberán constar en forma específica las partidas asignadas al pago de cánones y/o la constitución de garantías derivadas del presente decreto. Las obras que se ejecuten conforme el presente decreto deberán cumplimentar con el régimen vigente de la Ley N° 24.354.

Capítulo V. — Contratos.

**Art. 14.** — Los Entes Contratantes, en el ámbito de sus respectivas competencias, encomendarán por separado:

- a) el estudio de factibilidad y/o el diseño preliminar;
- b) la etapa final del diseño, construcción, mantenimiento, operación y/o financiamiento de proyectos de infraestructura económica y social, cuando correspondiere.

Los encargados del Proyecto que hubieran intervenido por sí o por terceros en el estudio de factibilidad y/o en el diseño preliminar, no podrán hacerlo en las restantes etapas del mismo.

El Ente Contratante podrá recurrir al contrato de leasing o locación con opción de compra conforme la Ley N° 25.248, o cualquier figura contractual prevista en el derecho público o privado; todo ello en tanto resulte compatible con el presente decreto y adecuado a la naturaleza de las obras y al proyecto específico de que se trate. El Ente Contratante podrá obligarse en los Contratos a ejercer la respectiva opción de compra de la obra. Los Contratos podrán ejecutarse según la modalidad "llave en mano" cuando resulte compatible con el proyecto.

*(Artículo sustituido por art. 8º del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)*

**Art. 15.** — Los plazos y el valor de la Contraprestación surgirán de la oferta o presentación, y deberán ser incluidos en el Contrato. La elección de la oferta que al respecto se efectúe en oportunidad de cada contratación, deberá basarse en estudios técnicos de organismos públicos o firmas privadas especializadas contratadas al efecto por el Ente Contratante. Las partes podrán acordar en el contrato que los plazos y el valor de la Contraprestación no podrán ser cuestionados en sede administrativa ni judicial, salvo dolo.  
*(Párrafo sustituido por art. 9º del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)*

El Contrato deberá especificar asimismo los componentes del precio de la oferta, discriminando entre otros el costo de construcción de la obra, de financiación, de operación, de mantenimiento y, de expropiación de los bienes cuando fuera necesario para la ejecución del proyecto en cuestión.

**Art. 16.** — El Contrato, cualquiera fuera su modalidad, deberá prever que la construcción de la obra, sus avances, terminación, operación y mantenimiento serán auditados por el organismo público idóneo o la Auditoría Técnica, con la periodicidad que se establezca en el Contrato, y deberá remitir el informe pertinente al Ente Contratante, al CONSEJO DE ADMINISTRACION y al Encargado del Proyecto. La Autoridad de Aplicación deberá prever la creación y reglamentación del registro de firmas de Auditoría Técnica en el ámbito del MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA. El CONSEJO DE ADMINISTRACION establecerá el régimen de incompatibilidades para la actuación de las firmas de Auditoría Técnica.

*(Artículo sustituido por art. 10º del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)*



27/2/2019

texactdto1299-2000

**Art. 17.** — Una vez verificada la finalización de la obra según el método previsto en el Contrato, el Encargado del Proyecto tendrá derecho a percibir la Contraprestación correspondiente.

**Art. 18.** — Los pliegos licitatorios deberán prever la asignación de los riesgos del proyecto, incluyendo los de índole técnica, económica y financiera.

**Art. 19.** — Los derechos y obligaciones contractuales de las partes serán sólo aquellos expresamente previstos en el presente decreto, en el respectivo pliego de licitación y en el Contrato correspondiente, en la reglamentación de fecha anterior a la celebración de aquél, incorporada por referencia, y en las normas del derecho privado que resulten aplicables. Cuando no se prevea el derecho del Ente Contratante de rescindir anticipadamente el Contrato, o de modificarlo unilateralmente, por razones de conveniencia e interés público, la contratación deberá ser autorizada por el PODER EJECUTIVO NACIONAL, o en su caso de la respectiva Jurisdicción Adherida, con la previa intervención de la PROCURACION DEL TESORO DE LA NACION o del máximo organismo administrativo de asesoramiento legal de aquélla.

**Art. 20.** — En la aplicación del presente régimen se establece para los procesos de selección de los Encargados del Proyecto, el procedimiento de licitación pública nacional.

El PODER EJECUTIVO NACIONAL podrá convocar fundadamente a licitación pública nacional e internacional, atendiendo a la complejidad técnica de la obra, la capacidad de participación en el proceso licitatorio de las empresas regionales, provinciales y/o locales, razones económicas y/o financieras, la capacidad de contratación disponible, y/o el origen de los fondos cuando se trate de proyectos que cuenten con financiamiento o garantías específicas de organismos internacionales económico- financieros a los que pertenezca como miembro de la REPUBLICA ARGENTINA.

Cuando el costo de la construcción de la obra sea superior a PESOS CUARENTA Y CINCO MILLONES (\$ 45.000.000) el llamado a licitación será de carácter nacional e internacional.

Tratándose de licitación pública nacional e internacional, los pliegos licitatorios establecerán que las empresas no radicadas en el país, para presentarse a licitación, deberán estar asociadas a firmas locales con una participación societaria máxima del CINCUENTA Y UNO POR CIENTO (51%) Las bases de las licitaciones establecerán que las empresas locales de capital nacional definidas según la Ley N° 21.382, y/o empresas locales de capital extranjero radicadas e inscriptas en los registros respectivos, tendrán la opción de igualar la mejor oferta siempre que estuvieran dentro de un margen de hasta el DIEZ POR CIENTO (10%) de la misma. No será de aplicación la opción de igualar la mejor oferta, cuando el adjudicatario estuviere constituido, de conformidad a lo establecido en el presente decreto por empresas procedentes de países con los cuales la REPUBLICA ARGENTINA hubiese celebrado tratados de protección recíproca de inversiones, debidamente ratificados por ley. La documentación del procedimiento licitatorio deberá contener precios testigo o valores de referencia de los insumos y componentes principales del proyecto a licitar y de su origen, así como de los costos del proyecto por proceso o actividad en las etapas de construcción, operación y mantenimiento, a cuyos efectos la reglamentación podrá prever su determinación por intermedio de universidades públicas nacionales u organismos nacionales. Las empresas oferentes radicadas o no radicadas en el país, en todos los casos deberán presentar por declaración jurada, los costos y condiciones de financiamiento de la oferta, conforme lo determine la reglamentación. (*párrafo sustituido por art. 11 del Decreto N°676/2001, B.O. 28/5/2001*).

En los casos en que sea necesario obtener financiación o garantías de organismos internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, las disposiciones del presente artículo podrán ser ajustadas según las normas o disposiciones de estos organismos o los acuerdos que se alcancen con los mismos.

Podrán efectuarse llamados a licitación enunciando las necesidades a satisfacer o los servicios a prestar.

En todos los casos la adjudicación recaerá sobre la oferta considerada más conveniente tomando en cuenta en especial el monto de la Contraprestación y la calidad de la prestación ofrecida, sin perjuicio de tener en cuenta la idoneidad del oferente y las demás condiciones de la oferta de acuerdo con los parámetros objetivos de selección que establezcan los pliegos respectivos.

Cuando el Encargado del Proyecto no cuente con antecedentes en diseño, construcción, mantenimiento y/u operación de obras de infraestructura, deberá acompañar al momento de la presentación de la oferta, el compromiso formalizado con una o más empresas constructoras, las que además de contar con la capacidad técnica correspondiente, deberán cumplir con los requisitos establecidos en el presente artículo.

Los Encargados del Proyecto deberán dar cumplimiento a la normativa del comercio nacional y/o argentino y a la Ley N° 25.300, vigentes a la fecha del llamado a licitación. Las Jurisdicciones Adheridas aplicarán sus respectivas legislaciones, las que deberán asegurar los principios de transparencia, concurrencia e igualdad.



27/2/2019

texactdto1299-2000

**Art. 21.** — Los Encargados del Proyecto deberán garantizar el cumplimiento de la Ley N° 24.493 con relación al personal contratado.

**Art. 22.** — Las MICROS, PEQUEÑAS y MEDIANAS EMPRESAS (MIPy-MES), conforme a lo establecido en la Ley N° 25.300, en forma individual o a través de sus diferentes formas asociativas conformadas exclusivamente por ellas sin perder su condición de tales, podrán constituirse en Encargadas del Proyecto. La reglamentación instrumentará los medios para que las MIPyMES puedan ser Encargadas del Proyecto.

Los Encargados del Proyecto —que no fueran MIPyMES— deberán hacer participar a MIPyMES que no estén vinculadas jurídica y/o económicamente con aquéllos y/o con sus integrantes y que estén debidamente inscriptas en el registro de constructores o licitadores que corresponda a la región, en forma individual o asociadas, bajo la forma de subcontrataciones, en un mínimo del VEINTE POR CIENTO (20%) del costo de la construcción. La mitad de esta participación deberá formalizarse mediante subcontratos nominados al momento de la presentación de la oferta.

Los pliegos de licitación establecerán criterios para la calificación de las ofertas atendiendo el nivel de participación porcentual de MIPyMES dentro del proyecto. Asimismo, los pliegos deberán garantizar la factibilidad de integrar las capacidades técnicas y/o financieras de las mismas para poder alcanzar los requerimientos del Pliego de Bases y Condiciones Generales de la licitación, cuando éstas en su condición de oferentes, se constituyan en una Unión Transitoria de Empresas (UTE).

En los casos en que sea necesario obtener financiación o garantías de organismos internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, las disposiciones del presente artículo podrán ser ajustadas según las normas o disposiciones de estos organismos o los acuerdos que se alcancen con los mismos.

El CONSEJO DE ADMINISTRACION podrá proponer a la Autoridad de Aplicación del presente régimen la instrumentación de mecanismos de garantía para MIPyMES que faciliten el acceso de las mismas al crédito.

*(Artículo sustituido por art. 12° del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)*

**Art. 23.** — Los Encargados del Proyecto no podrán transferir parcial o totalmente el Contrato sin la previa autorización expresa del Ente Contratante.

Capítulo VI. — Bienes Inmuebles.



**Art. 24.** — Cuando los inmuebles sobre los que se construirán las obras contratadas bajo el régimen del presente decreto no sean de propiedad del Estado, la transferencia de dominio a favor del Ente Contratante tendrá lugar en la oportunidad y bajo las condiciones previstas en el Contrato respectivo. Hasta que ello ocurra, dichos inmuebles deberán ser colocados en un fideicomiso bajo condiciones que aseguren su transferencia al Ente Contratante a la finalización del Contrato, y su afectación a la obra y al servicio que con ella se preste durante la vigencia del mismo. Cuando dichos inmuebles formen parte del dominio privado del Ente Contratante, éste podrá colocarlos en un fideicomiso bajo análogas condiciones. No podrá invocarse ninguna disposición de la legislación concursal para cuestionar la inscripción del bien en fideicomiso y su traspaso posterior al Ente Contratante.

Capítulo VII. — Pagos a cargo del Ente Contratante.

**Art. 25.** — Las Contraprestaciones a abonar por el Ente Contratante, podrán ser estipuladas en moneda nacional o extranjera.

En ningún caso el valor del canon referido al mantenimiento y operación de la obra, podrá ajustarse automáticamente mediante la utilización de valores, índices o coeficientes nacionales y/o extranjeros.

El valor de la Contraprestación referido al costo financiero podrá variarse de acuerdo con la fluctuación ascendente o descendente de las tasas de interés en los mercados financieros. La reglamentación fijará la metodología aplicable en cada caso.

Las Contraprestaciones deberán ser incluidas en las respectivas leyes de presupuesto de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 15 de la Ley N° 24.156, o a través de procedimientos similares establecidos o a establecerse por las Jurisdicciones Adheridas,

En la presentación de los presupuestos plurianuales deberán constar en forma específica las partidas asignadas al pago de las Contraprestaciones a cargo del Ente Contratante.

**Art. 26.** — El Ente Contratante podrá instrumentar y garantizar el cumplimiento del plan de pagos acordado mediante uno o más de los siguientes mecanismos:

a) Pago directo por el Fondo en los casos previstos en el Artículo 4° del presente decreto, y siempre que el Ente Contratante haya provisto recursos suficientes en tiempo oportuno;



27/2/2019

texactdto1290-2000

b) Obligación subsidiaria de pago a cargo del Fondo si se produjese demora o incumplimiento del Ente Contratante superior a TREINTA (30) días;

c) Garantías directas a favor del Encargado del Proyecto contratadas por el Fondo, de acuerdo con lo previsto en el Artículo 10 del presente decreto, o contratadas por el Estado Nacional o la Jurisdicción Adherida con o sin recurso contra el Fondo.

**Art. 27.** — Cuando deba hacer frente a obligaciones previstas en los Contratos celebrados por Entes Contratantes del Estado Nacional, el Fondo utilizará sus recursos en el siguiente orden de prelación, hasta el monto debido por el respectivo Ente Contratante y aprobado, para el respectivo año, por la ley de presupuesto que haya autorizado inicialmente la contratación en forma plurianual según el Artículo 15 de la Ley Nº 24.156:

a) Patrimonio del Fondo, comenzando por aquellos recursos afectados específicamente al Contrato respectivo, si los hubiere;

b) Líneas de crédito contingentes y otras garantías a favor del Fondo contratadas de acuerdo con lo previsto por el Artículo 10 del presente decreto o contratadas por el Estado Nacional o la Jurisdicción Adherida, comenzando por aquellas afectadas específicamente al Contrato respectivo, si las hubiere;

c) Débito sobre la cuenta única que la Tesorería General de la Nación, dependiente de la SUBSECRETARÍA DE PRESUPUESTO de la SECRETARÍA DE HACIENDA del MINISTERIO DE ECONOMÍA, posee habilitada en el BANCO DE LA NACION ARGENTINA afectando los recursos que provengan de la parte correspondiente al Tesoro Nacional del Impuesto a los Combustibles Líquidos y el Gas Natural creado por la Ley Nº 23.966, o del que lo sustituya, a cuyo efecto la SECRETARÍA DE HACIENDA del MINISTERIO DE ECONOMÍA instruirá irrevocablemente al BANCO DE LA NACION ARGENTINA para que pague tales débitos. Dicha afectación estará condicionada a la demora o incumplimiento de pago del Ente Contratante nacional superior a TREINTA (30) días hábiles. En ningún caso cuando se trate de Entes Contratantes del Estado Nacional podrán ser afectados los recursos destinados al FONDO NACIONAL DE LA VIVIENDA (FONAVI), a la Seguridad Social, y a las provincias.

El total de Contraprestaciones a cargo de Entes Contratantes del Estado Nacional a ser garantizadas por el Fondo respecto de cada ejercicio futuro no podrá superar un monto igual al total de los recursos que correspondan al Tesoro Nacional de la recaudación del Impuesto a los Combustibles Líquidos y el Gas Natural creado por la Ley Nº 23.966, o del que lo sustituya, obtenidos durante el ejercicio anterior al de la celebración del Contrato respecto del cual se computa dicho tope. Este tope anual podrá ser incrementado en la medida en que el patrimonio líquido del Fondo exceda el monto afectado a la reserva prevista en el Artículo 7º del presente decreto, o se obtengan líneas de crédito o garantías según se prevé en el inciso b) precedente. La reglamentación dispondrá la manera de calcular dicho tope anual y la forma de asignar tales recursos a cada ejercicio.

La eventual modificación de dicha reglamentación o la disminución de la recaudación del referido impuesto en ejercicios posteriores no afectará la validez de las garantías ya otorgadas.

A través de la normativa legal que corresponda, cada Jurisdicción Adherida dispondrá para los Contratos celebrados por sus Entes Contratantes, un mecanismo análogo al previsto en el inciso c) del presente artículo y el monto máximo de garantías que puede otorgar el Fondo respecto de los Contratos correspondientes a tal jurisdicción. Asimismo, dicha normativa indicará el orden de prelación en el uso de los recursos y garantías que ella aporte al Fondo, indicación que no podrá modificarse sin la anuencia de todos los titulares de los Contratos celebrados por dicha jurisdicción y sus cesionarios si los hubiere.

La reglamentación preverá el orden de atención de las obligaciones del Fondo en caso de insuficiencia temporaria de recursos.

El CONSEJO DE ADMINISTRACION llevará un registro de los Contratos respecto de los cuales actúa como garante, o en su caso como agente pagador, y de los pagos efectuados a su respecto, el que estará en todo momento a disposición de los interesados. La reglamentación establecerá el régimen informativo de la situación patrimonial del Fondo, información que también estará a disposición de los interesados. (Párrafo sustituido por art. 13º del [Decreto Nº 676/2001](#) B.O. 28/5/2001)

Capítulo VIII. — Garantías a favor de las entidades que financian los proyectos.

**Art. 28.** — El Encargado del Proyecto podrá contratar préstamos bajo la condición de que el incumplimiento del mismo importará la cesión del respectivo Contrato a favor del acreedor, como se reglamente oportunamente.

La reglamentación fijará que dicha cesión estará sujeta a la aprobación del Ente Contratante, el que deberá otorgarla siempre y cuando el cesionario, o la persona a la que éste encomiende el cumplimiento del Contrato cedido, reúna las condiciones requeridas para cumplir las obligaciones en él previstas y asuma las obligaciones del cedente, frente a proveedores de bienes y servicios utilizados en el proyecto, hasta el monto establecido en el Contrato. Dicho monto, sumado a todo pago que debiere efectuar el cesionario al cedente



27/2/2019

textactdo1299-2000

de acuerdo a los términos que gobiernan la cesión, constituirá el límite de las obligaciones del cesionario en caso de resultar de aplicación la Ley N° 11.867 de Transferencia de Fondos de Comercio.

En tal supuesto, si el total de los créditos denunciados por el cedente más los no denunciados pero cuyos titulares hubieren formulado la correspondiente oposición, excediere dicho límite, el cesionario depositará en consignación el monto límite antedicho. La efectivización de la cesión no estará condicionada al cumplimiento de los trámites de la Ley N° 11.867 ni se suspenderá durante su transcurso.

La cesión, una vez aprobada, se considerará efectiva frente al Ente Contratante, al Fondo y a los terceros mediante su notificación por acto público a los DOS (2) primeros y la publicación de la cesión por el término de CINCO (5) días en el diario de publicaciones oficiales de la jurisdicción del Ente Contratante.

La cesión podrá tener lugar aún durante el concurso preventivo del Encargado del Proyecto o con posterioridad a su quiebra, no requiriéndose para su efectivización la conformidad del juez o del síndico intervinientes, ni siendo de aplicación al Contrato las normas de la Ley N° 24.522 de Concursos y Quiebras que se opongan a tal efectivización o a la continuación del Contrato antes o después de la cesión, sin perjuicio de la rendición de cuentas del cesionario en el expediente judicial correspondiente.

También podrá cederse el derecho al cobro de la Contraprestación debida por el Ente Contratante, en cuyo supuesto éste podrá oponer al cesionario —a menos que el Contrato disponga expresamente lo contrario— todas las defensas fundadas en el incumplimiento del Contrato oponibles frente al cedente.

**Art. 29.** — En el supuesto de que el proyecto sea solventado parcialmente por el flujo de fondos generado por sus usuarios, el requisito exigido por el Artículo 1467 del Código Civil para hacer oponible a terceros la cesión del derecho al cobro de las prestaciones a cargo de tales usuarios, se considerará cumplido con la publicación de la cesión por el término de TRES (3) días en el diario de publicaciones oficiales de la jurisdicción del Ente Contratante y en su caso también en un diario de la jurisdicción de emplazamiento de la obra, sin ser necesario notificarla por acto público individual a los deudores cedidos. Dicha cesión deberá ser, en todos los casos, comunicada al Ente Contratante, que —en su caso— preverá la notificación a los usuarios para el supuesto de modificarse el domicilio de pago a los que ellos están obligados.

#### Capítulo IX. — Jurisdicción Arbitral.

**Art. 30.** — El PODER EJECUTIVO NACIONAL y los poderes ejecutivos de las Jurisdicciones Adheridas, podrán prever en los pliegos de licitación el sometimiento de las eventuales controversias de índole patrimonial o técnica y/o de interpretación del Contrato con los Encargados de los Proyectos, sus garantes y financistas, que surjan con motivo de los Contratos, a tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado, y para renunciar, en tales casos, a interponer la defensa de foro incompetente o no justiciabilidad frente a las acciones iniciadas ante tales tribunales respecto de dichas controversias. En tal caso el mecanismo de arbitraje y la forma de designación de los árbitros deberán establecerse en los respectivos pliegos licitatorios.

**Art. 31.** — El Contrato podrá prever que los pagos que se devengaren a cargo del Ente Contratante y/o los usuarios durante el trámite de la controversia deberán ser hechos efectivos en la medida en que no se vean alcanzados por ella.

En tal caso, si la Auditora Técnica verificare que el Encargado del Proyecto ha cumplido debidamente con sus obligaciones bajo el Contrato, los fondos alcanzados por la controversia deberán ser depositados por el Ente Contratante o en su defecto por el Fondo, y/o en su caso los usuarios, como se reglamente oportunamente, en una cuenta en garantía hasta su resolución final y seguirán su suerte.

#### Capítulo X. — Regímenes Alternativos.

**Art. 32.** — El régimen establecido por el presente decreto será alternativo al de las Leyes N° 13.064 y N° 17.520 en el ámbito nacional, y, en las Jurisdicciones Adheridas, al de la legislación correlativa.

La reglamentación del presente decreto podrá autorizar la inclusión en los Contratos de aquellas normas de dichas leyes que el "mismo indique y que no se opongan al régimen del presente decreto".

#### Capítulo XI. — Adhesión de las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

**Art. 33.** — Invítase a las provincias y a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires a adherir, en forma general o respecto de obras específicas, a ser construidas o financiadas total o parcialmente por ellas, al régimen del presente decreto y a derogar aquellas normas que, sin resultar impuestas por las respectivas constituciones provinciales, puedan afectar la aplicación de la presente. A fin de reducir el costo del financiamiento de las obras, las Jurisdicciones Adheridas deberán cumplir con el Artículo 11 del presente decreto. Los municipios de las provincias así adheridas podrán participar en el presente régimen en las condiciones que fije la ley provincial de adhesión y la reglamentación del presente decreto.

**Art. 34.** — Las Jurisdicciones Adheridas deberán dictar normas que eximan a los Encargados del Proyecto del impuesto de sellos, de ingresos brutos y de otros impuestos, tasas o contribuciones similares o sustitutivos creados o a crearse, respecto de las obras y servicios a llevar a cabo en sus respectivas jurisdicciones, así



27/2/2019

texactdo1299-2000

como a los actos contractuales que a tales efectos celebren. Asimismo deberán abstenerse de aplicarles tributos específicos o discriminatorios.

(Artículo sustituido por art. 14° del [Decreto N°676/2001](#) B.O. 28/5/2001)

**Art. 35.** — Las Jurisdicciones Adheridas deberán dictar todas las normas legislativas y administrativas necesarias para aportar al Fondo los bienes y recursos que garantizarán, y en su caso solventarán, el pago de las Contraprestaciones que se acuerden contractualmente en su jurisdicción.

La reglamentación determinará el tipo de garantías que deben proveer las Jurisdicciones Adheridas.

Capítulo XII. — Publicidad.

**Art. 36.** — El PODER EJECUTIVO NACIONAL, sin perjuicio de la normativa vigente en la materia, implementará a través del MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA, un sitio de consulta pública y gratuita en Internet, a fin de dar publicidad a los actos administrativos, auditorías e informes, relacionados con las licitaciones y Contratos que se efectúen en el marco del presente decreto.

Capítulo XIII. — Cláusulas Transitorias.

**Art. 37.** — Las obras acordadas a través del Acta Acuerdo firmada el 9 de agosto de 2000 entre el MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA y el CONSEJO INTERPROVINCIAL DE MINISTROS DE OBRAS PUBLICAS (CIMOP), detalladas en el ANEXO II, serán afrontadas económicamente por el Estado Nacional y serán las primeras en encararse bajo el régimen del presente decreto, incluyéndose en los presupuestos nacionales plurianuales correspondientes. La ejecución en el tiempo de estas obras respetará criterios de equilibrio provincial. Las obras acordadas a través del Acta de referencia podrán ser substituidas por otras de idéntico valor a pedido de las respectivas provincias con la aprobación del MINISTERIO DE INFRAESTRUCTURA Y VIVIENDA, Para garantizar el estricto cumplimiento de las prioridades fijadas en el Acuerdo Federal, ambas jurisdicciones acordarán las excepciones que deban hacerse a los requisitos de la Ley N° 24.354.

**Art. 38.** — Atento a que el GOBIERNO DE LA CIUDAD AUTONOMA DE BUENOS AIRES no suscribió el Acta Acuerdo mencionada en el artículo precedente, las obras que se ejecuten en esa jurisdicción para el año 2001 dentro del marco del presente decreto, tendrán asegurada la inversión acordada en la Asamblea Extraordinaria del CIMOP del 6 de Julio de 2000 por el monto de PESOS OCHENTA Y CUATRO MILLONES (§ 84.000.000).

**Art. 39.** — Dése cuenta al HONORABLE CONGRESO DE LA NACION en virtud de lo dispuesto por el artículo 99, inciso 3 de la Constitución Nacional.

**Art. 40.** — Comuníquese, publíquese, dése a la Dirección Nacional del Registro Oficial y archívese. — DE LA RUA. — Chrystian G. Colombo. — José L. Machinea. — Héctor J. Lombardo. — Hugo Juri Fernández. — Rosa G. C. de Fernández Meijide. — Federico T. M. Storani. — Patricia Bullrich. — Jorge E. De La Rúa. — Ricardo H. López Murphy.

(Nota Infoleg: Decreto ratificado en todas sus partes por art. 8° de la [Ley N° 25.414](#) B.O. 30/3/2001.)

ANEXO I

BIENES DEL ESTADO

PLAYAS DE CARGA INCLUIDAS EN LOS DECRETOS N° 1090/97 y N° 837/98

Playa de cargas Estación Retiro - CAPITAL FEDERAL

Playa de cargas Estación Liniers - CAPITAL FEDERAL

Playa de cargas Estación Caballito - CAPITAL FEDERAL

Playa de cargas Estación Palermo - CAPITAL FEDERAL

Playa de cargas Estación Federico Lacroze - CAPITAL FEDERAL

Playa de cargas Estación Pueyrredón - CAPITAL FEDERAL

Playa de cargas Estación La Paternal - CAPITAL FEDERAL

Estación Buenos Aires - Línea Belgrano - CAPITAL FEDERAL



27/2/2019

texactdto1299-2000

Playa de cargas Estación Casa Amarilla - CAPITAL FEDERAL  
Playa de cargas Estación Victoria - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Playa de cargas Estación José C. Paz - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Playa de cargas Estación Sáenz - CAPITAL FEDERAL  
Playa de cargas Estación Merlo - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Playa de cargas Estación San Martín - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Playa de cargas Estación Moreno - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Playa de cargas Estación Colegiales - CAPITAL FEDERAL  
Playa de cargas Estación Solá - CAPITAL FEDERAL  
Playa de cargas Estación Florencio Varela - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Playa de cargas Estación San Isidro - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
TALLERES  
Talleres Liniers - CAPITAL FEDERAL  
Talleres Ferroviarios La Plata Línea Belgrano - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Talleres Alta Córdoba - PROVINCIA DE CORDOBA  
Talleres Ferroviarios Campana Línea Mitre - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
CLUBES  
Club Ferrocarril General Bartolomé Mitre - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Club Personal de Dirección FC Sarmiento, Liniers - CAPITAL FEDERAL  
Club Antonio Tomba - PROVINCIA DE MENDOZA

Talleres Alta Córdoba - PROVINCIA DE CORDOBA  
Talleres Ferroviarios Campana Línea Mitre - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
CLUBES  
Club Ferrocarril General Bartolomé Mitre - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Club Personal de Dirección FC Sarmiento, Liniers - CAPITAL FEDERAL  
Club Antonio Tomba - PROVINCIA DE MENDOZA  
Club Atlético Estudiantes de Caseros - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
INMUEBLES EN GENERAL  
Estación Rosario Central, Ciudad de Rosario - PROVINCIA DE SANTA FE  
Estación Santa Fe Cambios - PROVINCIA DE SANTA FE  
A. del Valle y Oroño, Rosario - PROVINCIA DE SANTA FE  
Calle Belgrano, Crespo, etc. - PROVINCIA DE SANTA FE  
Bordabere y Humberto 1º, Ciudad de Rosario - PROVINCIA DE SANTA FE  
Estación Mendoza Pasajeros - PROVINCIA DE MENDOZA  
Estación Rosario CC, Ciudad de Rosario - PROVINCIA DE SANTA FE  
Estación Ribera Sud, Avellaneda - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Estación Santa Fe Pasajeros - PROVINCIA DE SANTA FE  
Villa Lugano, calle Santander - CAPITAL FEDERAL  
Estación Colegiales, calle Newbery - CAPITAL FEDERAL



27/2/2019

texactdo1299-2000

Estación Chacarita calles Fitz Roy y Velazco –CAPITAL FEDERAL  
Cuadro Estación Pueyrredón - CAPITAL FEDERAL  
Estación Paraná - PROVINCIA DE ENTRE RIOS  
Estación Urquiza, calle Roosevelt - CAPITAL FEDERAL  
Estación San Vicente, calle Matheu - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Estación Boulogne Sur Mer (Galería) - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Estación Bella Vista (Galería) - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Avenida del Libertador y Corrientes, Olivos –PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Estación Mendoza Cargas - destino Hotel –PROVINCIA DE MENDOZA  
Lotes Santa Fe Talleres, próximo Terminal de Omnibus - PROVINCIA DE SANTA FE  
Estación Núñez, calle O'Higgins – CAPITAL FEDERAL  
Calle Independencia, Estación Ballester - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Calle Guido y España, Mar del Plata - PROVINCIA DE BUENOS AIRES  
Calle Ancon Estación Carranza - CAPITAL FEDERAL  
Balcarce, Boulevard Gálvez, Ciudad de Santa Fe - PROVINCIA DE SANTA FE

ANEXO II

PROVINCIA DE BUENOS AIRES

Saneamiento de la Cuenca del Río Salado Comprende las siguientes obras que forman parte de la cuenca:

- a) Ampliación de la Capacidad en las siguientes Lagunas: Mar Chiquita, La Salada y Bragado. Estación de bombeo en el Complejo Hinojo – Las Tunas.
- b) Obras de canalización de: Cañada Las Horquetas (Segunda Etapa), Las Horquetas - La Picasa.

c) Protección de ciudades contra inundaciones.

PROVINCIA DE CATAMARCA Ruta Nacional N° 38

- a) Variante paso por PROVINCIA DE CATAMARCA (incluye Puente sobre el Río del Valle). Obra nueva - (18 Kilómetros).
- b) Tramo Acceso a La Merced - Límite con la PROVINCIA DE TUCUMAN. Ampliación de capacidad (trocha adicional) - (27 Kilómetros).
- c) Dique El Bolsón - Departamento El Alto (presa multipropósito: agua potable, riego y energía).

PROVINCIA DE CORDOBA

Ruta Nacional N° 158 - Tramo San Francisco –Río Cuarto. Ensanche y repavimentación.  
Ruta Nacional N° 9 - Tramo Villa María - Tortugas (Límite con la PROVINCIA DE SANTA FE).  
Construcción Autopista.

PROVINCIA DE CORRIENTES Ruta Provincial N° 126

- a) Tramo Sauce - Curuzú Cuatiá. Reconstrucción.
- b) Tramo Bonpland - Curuzú Cuatiá. Repavimentación.



27/2/2019

texactdto1299-2000

c) Tramo Sauce - Empalme Ruta Nacional Nº 12. Obra nueva y repavimentación.

Ruta Provincial Nº 25 - Tramo Ruta Nacional Nº 119 - El Descanso. Reconstrucción.

Ruta Nacional Nº 30 - Tramo El Descanso - Malvina

Norte. Puente en Paso Hiju. Reconstrucción.

Ruta Provincial Nº 125 - Tramo Rincón del Pago

- Ruta Nacional Nº 12. Reconstrucción.

#### PROVINCIA DEL CHACO

Ruta Nacional Nº 95 - Tramo Límite con la PROVINCIA DE FORMOSA - Acceso a Isletas. Obra nueva y Pavimentación. (84 Kilómetros).

Ruta Provincial Nº 9 - Tramo Capitán Solari -Empalme

Ruta Nacional Nº 95. Obra básica y pavimentación - (94 Kilómetros).

Bajos Submeridionales - Línea Tapenagá -Obras y canales de drenaje, recuperación de zonas productivas, control de inundaciones.

#### PROVINCIA DEL CHUBUT

Ruta Nacional Nº 3 - Construcción de variante por la ciudad de Comodoro Rivadavia. Autovía Costera - (18 Kilómetros).

Ruta Nacional Nº 258 - Circuito turístico Trevelín - Cholila.

#### PROVINCIA DE ENTRE RIOS

Autovía Paraná - Colón - Construcción de Traza Nueva (250 Kilómetros). Primera Etapa.

Acceso Puerto Ibicuy - Obra Básica y pavimentación - (47 Kilómetros).

#### PROVINCIA DE FORMOSA

Ruta Nacional Nº 95 - Tramo Límite con la PROVINCIA DEL CHACO - Empalme

#### PROVINCIA DE ENTRE RIOS

Autovía Paraná - Colón - Construcción de Traza Nueva (250 Kilómetros). Primera Etapa.

Acceso Puerto Ibicuy - Obra Básica y pavimentación - (47 Kilómetros).

#### PROVINCIA DE FORMOSA

Ruta Nacional Nº 95 - Tramo Límite con la PROVINCIA DEL CHACO - Empalme

Ruta Nacional Nº 81. Obra Básica y pavimentación - (60 Kilómetros).

Ruta Nacional Nº 81 - Tramo Pozo del Mortero -Límite con la PROVINCIA DE SALTA. Obra básica y pavimentación - (168 Kilómetros).

Ruta Nacional Nº 86 - Tramo General Güemes -General Belgrano. Obra Básica y pavimentación - ( 28 Kilómetros).

Ruta Nacional Nº 86 - Tramo El Solitario - El Churcal. Obra básica y pavimentación - (30 Kilómetros).

Ruta Provincial Nº 28 - Dique Bañado La Estrella. Ruta sobre endicamiento, terraplén y obras de arte (aliviaderos) - (20 Kilómetros).

#### PROVINCIA DE JUJUY

Plan Saneamiento Area Manantiales (Primera Etapa) - Drenajes a cielo abierto y entubados -Recuperación de 7.000 Hectáreas bajo riego.

Proyecto Ferro-Vial-Urbanístico. Area San Salvador de Jujuy - Palpala - Construcción nueva traza vía del Ferrocarril Central General Belgrano.

Reubicación de vías existentes.

Recuperación de tierras para fines urbanos.

Construcción de dos avenidas de circunvalación.



27/2/2019

texactdo1299-2000

Ruta Nacional N° 40 (Minera) - Tramo Límite con la PROVINCIA DE SALTA - Variante.

Ruta Provincial N° 74. (100 Kilómetros).

**PROVINCIA DE LA PAMPA**

Obras de Atenuación de Inundaciones en la Región Noreste - Canal principal de 128 Kilómetros y 7 canales secundarios de 330 Kilómetros.

Construcción de 5 reservorios. Otras obras de control y terraplenes.

**PROVINCIA DE LA RIOJA**

Ruta Provincial sin N° - Tramo Aimogasta - Límite con la PROVINCIA DE CATAMARCA - Traza Nueva.

Ruta Provincial N° 29 - Tramo Ruta Chepes - Límite con la PROVINCIA DE SAN LUIS. Nueva traza - (75 Kilómetros).

Obras aprovechamiento potencial hídrico riego presurizado - comprende 17 localidades y genera un incremento de 4.900 Hectáreas para riego en minifundios.

Mejoramiento y optimización infraestructura hidráulica existente: Agua Potable y Saneamiento en varias localidades.

**PROVINCIA DE MENDOZA**

Interconexión Gran Mendoza - Anillo 1 interno de Circunvalación. Reordenamiento general del tránsito. Ampliación y obras nuevas.

Interconexión Gran Mendoza - Anillo 2 externo de Circunvalación. Reordenamiento general del tránsito. Ampliación y obras nuevas.

**PROVINCIA DE MISIONES**

Ruta Nacional N° 101

a) Tramo: Bernardo de Irigoyen - San Antonio.

Obra básica y pavimentación - (32 Kilómetros).



27/2/2019

texactdto1299-2000

Ruta Provincial Nº 27. Pavimentación -( 74 Kilómetros).

PROVINCIA DE SANTA FE

Acueducto Sur Santafesino - Abastece un total de 61 localidades y proveerá de agua potable a 575.000 habitantes. Red troncal de 248 Kilómetros y ramales secundarios de 584 Kilómetros.

Construcción de 5 estaciones elevadoras.

Acueducto Centro-Oeste y Noroeste Santafesino - Abastece 94 localidades que sumarán 525.000 habitantes con agua potable. Red troncal de 590 Kilómetros y ramales secundarios de 725 Kilómetros.

Construcción de 8 estaciones elevadoras.

Red de Accesos a Rosario: Rutas Nacionales Nº 11 - Nº 33 - Nº 34 y Nº 9 - A0012 y A008.

Remodelación y ampliación (Primera Etapa).

Red de Accesos a la ciudad de Santa Fe. Rutas Nacionales Nº 11 y Nº 168. Remodelación y ampliación (Primera Etapa).

Ruta Nacional Nº 9: Tramo Armstrong-Tortugas (Límite con la PROVINCIA DE CORDOBA). Construcción de Autopista.

PROVINCIA DE SANTIAGO DEL ESTERO.

Canal del Oeste: Provisión de agua potable (20.000 habitantes) y riego (10.000 Hectáreas).

Canal revestido de 140 Kilómetros de longitud.

Reconstrucción Dique Figueroa y red de riego:

incremento de 22.000 Hectáreas bajo riego.

Sistema riego y drenaje del Dique Tuhamá: incremento de 25.000 Hectáreas bajo riego.

Ruta Provincial Nº 92: Tramo Jume - Los Telares.

Reconstrucción de terraplenes - (56 Kilómetros).

Ruta Provincial Nº 2: Tramo Bandera Bajada -Santos Lugares. Reconstrucción de Terraplenes (68 Kilómetros).

PROVINCIA DE TUCUMAN

Ruta Nacional Nº 38: Tramo Alberdi - Famaillá -Empalme con Autopista (traza nueva) - (81 Kilómetros).

Presa Embalse Potrero de las Tablas: Empeñamiento multipropósito para agua potable, riego y energía.

PROVINCIA DE TIERRA DEL FUEGO, ANTARTIDA E ISLAS DEL ATLANTICO SUR.

Ruta Nacional Nº 3: Tramo Río Milna - Kosovo -Obra básica y pavimentación (25 Kilómetros).

Ruta Nacional Nº 3: Tramo Kosovo - Laguna Khamy - Obra básica y pavimentación (24 Kilómetros).

Puerto Caleta La Misión - Río Grande.



Anexo Decreto 967/2005

5/3/2019

REGIMEN NACIONAL DE ASOCIACION



**REGIMEN NACIONAL DE ASOCIACIÓN PÚBLICO-PRIVADA**

**Decreto 967/2005**

**Apruébase el citado Régimen, destinado a facilitar la asociación entre el Sector Público y el Sector Privado para el desarrollo de proyectos de infraestructura y servicios, compartiendo los riesgos y mejorando la agilidad de las operaciones. Creación de una Comisión de Evaluación y Desarrollo de Asociaciones Público-Privadas. Procedimiento que deberá observar el organismo de la Administración Pública que propicie una propuesta de asociación. Autoridad de aplicación.**

Bs. As., 16/8/2005

VISTO el Expediente Nº S01:0259075/2005 del Registro del MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION, las Leyes Nros. 13.064, 17.520, 23.696 y el Decreto Nº 1023 de fecha 13 de agosto de 2001, y sus modificaciones, y

**CONSIDERANDO:**

Que el ESTADO NACIONAL debe propender —entre otras funciones— a la realización de actividades de interés público y de desarrollo económico, siendo fundamental a tales fines la implementación de un sistema de adecuado financiamiento de obras de infraestructura y servicios.

Que a tales fines, es menester instrumentar un Régimen que facilite la asociación entre el Sector Público y el Sector Privado, con el objeto de permitir la participación y cooperación entre ambos, de manera de asociarse con el fin de aumentar la eficiencia general de la economía.

Que la Asociación Público-Privada es un modelo mediante el cual el Sector Público se asocia con el sector privado para el desarrollo de proyectos de infraestructura y servicios, compartiendo los riesgos y mejorando la agilidad de las operaciones.

Que es oportuno consignar que este Sistema de Asociación Público-Privada, ya es utilizado exitosamente en países como la REPUBLICA FEDERAL DE ALEMANIA, el REINO UNIDO DE GRAN BRETAÑA e IRLANDA DEL NORTE, ESTADOS UNIDOS DE AMERICA, entre otros, para la realización de obras y prestación de servicios de interés general.

Que en esta instancia resulta oportuno reglamentar algunos artículos de la Ley Nº 17.520, en particular, el Artículo 5º en tanto permite al PODER EJECUTIVO NACIONAL tomar parte en figuras asociativas y el Artículo 6º, en cuanto lo faculta para establecer desgravaciones en el Impuesto a las Ganancias.



Que en este orden de ideas, resulta conveniente la participación conjunta del MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION y del MINISTERIO DE PLANIFICACION FEDERAL, INVERSION PUBLICA Y SERVICIOS así como, en su caso, de las demás jurisdicciones que en razón de la materia del proyecto resulten competentes, a efectos de brindar un marco integral para la recepción y evaluación de los proyectos de Asociación Público-Privada.

Que es menester definir las pautas básicas a las que deberán sujetarse los contratos de Asociación Público-Privada.

Que, asimismo, con el propósito de precisar el ámbito de aplicación del citado Régimen, es necesario efectuar una enunciación de los emprendimientos públicos que pudieren ser objeto de estas asociaciones.

Que para todos los casos de ejecución de obra pública sujetos al Régimen de Asociación Público-Privada, terminada dicha asociación la propiedad de la obra corresponderá al Estado Nacional.

Que en igual sentido se establece que dichas asociaciones deberán organizarse como sociedades anónimas, fideicomisos o bajo cualquier otra forma o modalidad autorizada por la legislación vigente, apta para financiarse por medio del régimen de oferta pública previsto por la Ley Nº 17.811 y sus normas complementarias.

Que por otra parte, a fin de asegurar la transparencia del régimen, se disponen en forma clara los aportes que estarán a cargo de la Administración Pública.

Que en todos los casos, el proceso de selección del socio privado deberá efectuarse conforme las disposiciones de las Leyes Nº 13.064 y Nº 17.520 y del Decreto Nº 1023 de fecha 13 de agosto de 2001 y sus modificaciones.

<http://servicios.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/105000-109999/108806/norma.htm>

1/4

5/3/2019

#### REGIMEN NACIONAL DE ASOCIACION

Que en este orden de ideas, corresponde delegar en forma conjunta en el MINISTERIO DE PLANIFICACION FEDERAL, INVERSION PUBLICA Y SERVICIOS y en el MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION la formulación de los mecanismos idóneos y necesarios para la implementación del presente régimen, a cuyo fin dictarán las normas complementarias pertinentes.

Que finalmente, cabe establecer el procedimiento que deberá observar el organismo de la Administración Pública que propicie una propuesta de Asociación Público-Privada a fin de ser incluido en el presente Régimen.

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

Que la presente medida se dicta en ejercicio de las facultades conferidas en el artículo 99, incisos 1 y 2, de la CONSTITUCION NACIONAL.

Por ello,

EL PRESIDENTE DE LA NACION ARGENTINA

DECRETA:

**Artículo 1º** — Apruébase el REGIMEN NACIONAL DE ASOCIACION PUBLICO-PRIVADA, que como Anexo I, forma parte integrante del presente decreto.

**Art. 2º** — Instrúyese al MINISTRO DE ECONOMIA Y PRODUCCION y al MINISTRO DE PLANIFICACION FEDERAL, INVERSION PUBLICA Y SERVICIOS, para que, por Resolución Conjunta, procedan a integrar con carácter "ad-hoc", la COMISION DE EVALUACION Y DESARROLLO DE ASOCIACIONES PUBLICO- PRIVADAS, la que no implicará erogación presupuestaria alguna. La citada Comisión tendrá a su cargo la recepción y evaluación de los proyectos de Asociación Público-Privada presentados por los organismos de la Administración Pública conforme el presente régimen.

Cuando en razón de la materia, la presentación del proyecto de Asociación Público-Privada exceda el ámbito de actuación de las jurisdicciones antes mencionadas, se convocará para ser parte de dicha Comisión al Ministerio o jurisdicción que resulte competente.

**Art. 3º** — El MINISTERIO DE PLANIFICACION FEDERAL, INVERSION PUBLICA Y SERVICIOS y el MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION serán en forma conjunta la Autoridad de Aplicación e interpretación del presente decreto, quedando facultados para dictar las normas complementarias y/o aclaratorias que resulten necesarias.



Asimismo, el MINISTERIO DE PLANIFICACION FEDERAL, INVERSION PUBLICA Y SERVICIOS deberá suscribir en calidad de representante del ESTADO NACIONAL, por sí o mediante la delegación en los Secretarios y/o Subsecretarios de su jurisdicción, competentes en la materia; la documentación necesaria para la implementación de los proyectos, conforme las modalidades de contratación previstas en el presente decreto.

**Art. 4º** — Invítase a las Provincias y a la CIUDAD AUTONOMA DE BUENOS AIRES a adherir a las disposiciones del presente decreto.

**Art. 5º** — El presente decreto entrará en vigencia a partir del día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial.

**Art. 6º** — Comuníquese, publíquese, dése a la Dirección Nacional del Registro Oficial y archívese. — KIRCHNER. — Alberto A. Fernández. — Roberto Lavagna. — Julio M. De Vido.

ANEXO I

REGIMEN NACIONAL DE ASOCIACION PUBLICO- PRIVADA

TITULO I. REGIMEN DE ASOCIACION PUBLICO- PRIVADA.

**ARTICULO 1º.-** Los contratos de Asociación Público-Privada constituyen un instrumento de cooperación entre el Sector Público y el Sector Privado destinado a establecer un vínculo obligacional entre las partes, a fin de asociarse para la ejecución y desarrollo de obras públicas, servicios públicos, u otra actividad delegable, observando los siguientes principios:

- a) Eficiencia en el cumplimiento de las funciones del Estado.
- b) Respeto a los intereses y derechos de los destinatarios de los servicios públicos y de los entes privados involucrados en la ejecución de los emprendimientos públicos.

<http://servicios.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/105000-109999/108806/norma.htm>

2/4

5/3/2019

REGIMEN NACIONAL DE ASOCIACION

- c) Indelegabilidad de las funciones de regulación y de poder de policía del Estado.
- d) Responsabilidad fiscal en la celebración y ejecución de los contratos.
- e) Transparencia en los procedimientos y decisiones.
- f) Sustentabilidad económica de los proyectos de Asociación Público-Privada.
- g) Asignación de los riesgos, de acuerdo a la capacidad de gestión de los contratantes y a un criterio de mayor eficiencia.

**ARTICULO 2º.-** Pueden ser objeto de Asociación Público-Privada, los siguientes emprendimientos públicos:

- a) Ejecución y/u operación y/o mantenimiento de obras y/o servicios públicos.
- b) Ampliación de obras y/o servicios públicos existentes.
- c) Proyecto, financiamiento y construcción de obras y/o servicios públicos, incluyendo, entre otras modalidades, operaciones de llave en mano.
- d) Prestación total o parcial de un servicio público, precedida o no de la ejecución de la obra pública.
- e) Desempeño de actividades de competencia de la Administración Pública que resulten delegables.
- f) Ejecución de obra pública, con o sin prestación del servicio público, para la locación o arrendamiento por la Administración Pública.

En los casos de ejecución de obra pública, al término de la Asociación Público-Privada respectiva, la propiedad de la obra corresponderá al Estado.

**ARTICULO 3º.-** Sin perjuicio de lo que eventualmente se estipule en cada caso concreto, las Asociaciones Público-Privadas observarán las siguientes pautas básicas:

- a) Un plazo de vigencia de la Asociación compatible con la amortización de las inversiones a realizar.
- b) Facultad de subcontratación parcial de obras y/o servicios.
- c) Estipulación de las penalidades para el caso de incumplimiento de las obligaciones contractuales por parte del particular o de la Administración Pública.



d) Fijación de los supuestos y modalidades de extinción de la relación contractual asociativa, antes del vencimiento del plazo de vigencia de la Asociación.

e) Adhesión al régimen de oferta pública previsto por la Ley Nº 17.811 y sus normas complementarias.

ARTICULO 4º.- Las Asociaciones Público-Privadas deberán organizarse como sociedades anónimas, fideicomisos o bajo cualquier otra forma o modalidad, que resulte apta para financiarse por medio del régimen de oferta pública previsto por la Ley Nº 17.811 y sus normas complementarias.

ARTICULO 5º.- El aporte de la Administración Pública a la Asociación, podrá ser efectuado por los siguientes medios:

a) Pago en efectivo.

b) Cesión de créditos tributarios y/u otorgamiento de beneficios tributarios en los términos del Artículo 6º de la Ley Nº 17.520.

c) Otorgamiento de derechos sobre determinados bienes públicos que podrán consistir en concesiones, permisos, autorizaciones o algún otro instrumento legal con excepción del derecho de propiedad sobre los mismos.

d) Otorgamiento de derechos sobre bienes de dominio privado del Estado.

e) Prestaciones accesorias en los términos del Artículo 50 de la Ley Nº 19.550, si correspondiere en función del tipo de obra de que se trate y la figura jurídica adoptada.

f) Otras formas de aporte legalmente autorizadas.

<http://servicios.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/105000-109999/108806/norma.htm>

3/4

5/3/2019

#### REGIMEN NACIONAL DE ASOCIACION

ARTICULO 6º.- El proceso de selección del socio privado se efectuará en todos los casos, conforme a las disposiciones de las Leyes Nº 13.064 y Nº 17.520 y del Decreto Nº 1023 del 13 de agosto de 2001 y sus modificaciones.

Las relaciones entre el ESTADO NACIONAL y los socios privados integrantes de la Asociación Público-Privada se regirá por las normas de derecho que resulten aplicables en la especie.

Las relaciones de Asociación Público-Privada con terceros se regirán por el derecho que resulte aplicable según sea la forma bajo la que se hubiera organizado conforme lo dispuesto en el Artículo 4º del presente Anexo. Cuando dicha relación con terceros se rija por el derecho público, las contrataciones efectuadas deberán ser realizadas en el marco del Decreto Nº 1023 de fecha 13 de agosto de 2001.

ARTICULO 7º.- Sin perjuicio de la normativa aplicable en cada caso, la Administración Pública deberá solicitar al socio privado las garantías que resulten necesarias para el cumplimiento de las obligaciones de los contratos celebrados bajo el presente régimen, en la forma que establezca la normativa complementaria que se dicte.

ARTICULO 8º.- El régimen establecido en el presente Decreto no obsta a la aplicación de lo dispuesto en la Ley Nº 25.551, en el Decreto-Ley Nº 5340/63, en la Ley Nº 18.875 y sus normas reglamentarias y/o complementarias, debiendo fijar los respectivos Pliegos de Bases y Condiciones, los extremos requeridos por las normas aquí mencionadas.

ARTICULO 9º.- Para todas las controversias que eventualmente pudieren surgir con motivo de la ejecución, aplicación y/o interpretación de los contratos celebrados bajo el régimen dispuesto por el presente decreto, los Pliegos de Bases y Condiciones y la documentación correspondiente podrán determinar la posibilidad de establecer mecanismos de avenimiento y/o arbitraje.

#### TITULO II PROCEDIMIENTO.

ARTICULO 10.- El organismo de la Administración Pública que propicie la propuesta de Asociación Público-Privada, deberá presentarla ante la COMISION DE EVALUACION Y DESARROLLO DE ASOCIACIONES PUBLICO-PRIVADAS.

ARTICULO 11.- Las propuestas de Asociación Público-Privada contendrán como mínimo los siguientes requisitos de admisibilidad:

a) Identificación del Proyecto y su naturaleza.

b) Las bases de su factibilidad técnica, económica y financiera.



c) Monto estimado de la inversión.

d) Forma jurídica que adoptará la Asociación Público-Privada, con identificación de la participación que asumirá el Estado Nacional.

e) Identificación expresa y descripción completa de los aportes del Sector Público y del Sector Privado.

f) Un informe circunstanciado del proyecto, emitido por el organismo propiciante.

ARTICULO 12.- La COMISION DE EVALUACION Y DESARROLLO DE ASOCIACIONES PUBLICO- PRIVADAS está facultada para solicitar al organismo propiciante las aclaraciones, documentación o informes ampliatorios que considere pertinentes. Dichos requerimientos deberán ser cumplidos en un plazo máximo de TREINTA (30) días.

ARTICULO 13.- Una vez verificados los requisitos de admisibilidad previstos en el artículo 11, la COMISION DE EVALUACION Y DESARROLLO DE ASOCIACIONES PUBLICO-PRIVADAS evaluará en un plazo de hasta SESENTA (60) días, el interés público comprometido por la presentación, elevando al PODER EJECUTIVO NACIONAL un informe circunstanciado en relación a la propuesta y aconsejando su elegibilidad o desestimación.

El PODER EJECUTIVO NACIONAL decidirá la calificación de interés público y la inclusión de la propuesta en el Régimen de Asociación Público- Privada.

ARTICULO 14.- Decidida la calificación de interés público de la propuesta y su inclusión en el Régimen de Asociación Público-Privada, el MINISTERIO DE PLANIFICACION FEDERAL, INVERSION PUBLICA Y SERVICIOS implementará el proceso de selección del socio privado de conformidad con lo establecido en el artículo 6º del presente anexo.