



# **Maestría en Administración y Políticas Públicas**

## **Tesis de Maestría**

**Duodécima Promoción**

**Hacia una asociación público – privada para el financiamiento en  
infraestructura. El caso del Fondo de Garantía de Sustentabilidad**

**Raquel Carpinacci – 28.753.309**

**Buenos Aires, julio 2019**

---

**Jesica Bianconi - Firma del director**

## RESUMEN

En el siguiente trabajo se estudiará de una manera descriptiva el rol del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) como principal inversor institucional para el financiamiento de proyectos de Infraestructura enmarcados en el Programa de Participación Público – Privado (PPP). Para ello se intentará identificar las capacidades institucionales del organismo y las estrategias de acción a llevar a cabo para el eficaz incentivo y desarrollo de un mercado dedicado a las inversiones en estos proyectos.

Se investigará la variabilidad de dichas capacidades y estrategias según la naturaleza y las características de cada proyecto financiado. Se tendrán en cuenta aspectos como: sector productivo; garantías ofrecidas; fuentes de repago; solicitante del financiamiento o de su principal interesado; estructura financiera; moneda; plazo; característica general (si es un plan de obras o un proyecto especial); participación en el financiamiento; etc. Para ello se clasificará a los proyectos en categorías según dichas características. A partir de esta categorización se deducirá que capacidades están mejor y más desarrolladas; y cuáles son las estrategias de acción a desarrollar para poder optimizar la canalización de financiamiento hacia este sector.

## INDICE

1	Introducción, Metodología y Problema de Investigación.....	3
1.1	Introducción .....	3
1.2	Metodología .....	7
1.3	Problema de Investigación. ....	9
2	Marco Conceptual.....	12
2.1	Rol del Estado .....	12
2.2	La inversión en infraestructura.....	20
2.2.1	Problemática de financiamiento.....	20
2.2.2	Monopolios Naturales.....	21
3	Programa de Participación Público-Privada (PPP).....	26
3.1.1	Esquema de Financiamiento Participación Publico Privada.....	28
3.1.2	¿Cómo se compara con otras formas de financiamiento en infraestructura? .....	30
3.1.3	Ventajas y desventajas de los esquemas PPP .....	31
3.1.4	Características principales del marco PPP Argentino.....	36
4	¿Qué es el FGS? .....	45
4.1	Antecedentes: El Sistema de la Seguridad Social en Argentina .....	45
4.2	FGS: El Fondo Público de Pensión de Argentina .....	47
4.3	¿En qué invierte el FGS?.....	50
4.4	Organigrama – Estructura .....	54
4.5	Cuál es su participación para invertir en infraestructura.....	56
4.5.1	Planes de Inversión .....	59
4.5.2	Inversiones en proyectos productivos o infraestructura.....	62
4.6	Capacidades institucionales.....	81
4.6.1	Inversor institucional .....	82
4.6.2	Comunicación y publicidad .....	84
4.6.3	Clientelas: ¿Quiénes acceden al financiamiento? .....	86
5	Reflexiones finales .....	89
5.1	Respuesta a la pregunta de investigación .....	89
5.2	Propuestas de implementación .....	97
	ANEXO I - Entrevistas.....	99
	ANEXO II – Cuadro Resumen Inversiones .....	111
	Bibliografía.....	112

# 1 Introducción, Metodología y Problema de Investigación

## 1.1 Introducción

El desarrollo de infraestructura pública es uno de los principales aspectos que determinan el crecimiento productivo de un país. Es decir, tanto la construcción y el mantenimiento de infraestructura básica de servicios como vialidad, sistemas de agua y saneamiento, salud, educación, transporte, energía, vivienda, etc. definen la capacidad para el desarrollo de distintas actividades productivas y se vuelven indispensables para el bienestar general de la sociedad. Es por ello que, la inversión realizada por el sector público de un país debe contribuir a la realización de estas prestaciones.

La inversión en infraestructura, desarrollo de sectores productivos, así como el de grandes desarrollos inmobiliarios forman parte del conjunto de inversiones de los cuales debe hacerse cargo el estado, en cierta medida, dada la relevancia productiva y por requerir largos periodos para que brinden su rentabilidad.

El financiamiento para obras de infraestructura es uno de los principales obstáculos que encuentran los proyectos a la hora de su planificación y ejecución. Todavía es un tema poco explorado por el mercado de capitales argentino dada la inexistencia de herramientas de políticas públicas que logren agilizar la relación público - privado. Si bien existieron varios esfuerzos para llegar a una coordinación entre partes involucradas en este proceso, existe hace varias décadas un déficit de capital orientado a este sector que nos lleva a preguntarnos que debiera hacer el estado, con las características que ya tiene, para poder optimizar dicha relación.

A partir de 2016, y con la sanción de la ley N° 27.328 de Contratos de Participación Público Privado (Ley PPP), se abrió un nuevo horizonte para poder resolver esta problemática. Sin embargo, todavía queda mucho camino por recorrer para poder determinar el éxito de este mecanismo. El FGS pareciera ser un agente ideal para contribuir al desarrollo de este sector dada sus características otorgadas originalmente y sostenidas hasta la actualidad. Desde su creación, en 2008, el organismo ha participado del financiamiento de diferentes proyectos que involucran obras de infraestructura o inversiones productivas.

El FGS mantuvo una intervención pública activa que logró dar una solución rápida al problema de escasez en materia financiera para estas obras.

A lo largo del trabajo se intentará responder si el FGS es un organismo capaz de seguir contribuyendo en este sentido teniendo en cuenta el programa recientemente establecido de asociaciones publico privada. De esta manera, se estudiará la relevancia de la intervención estatal en este mercado como ejemplo de intervención en la economía en general. Se realizará una descripción extensiva de las características de la institución, de su estructura, del sistema de toma de decisiones y control; y de sus principales inversiones en infraestructura. Teniendo en cuenta ello, se estudiará como el FGS podría fácilmente adaptar sus capacidades institucionales para contribuir al nuevo modelo de asociaciones mencionado.

Este nuevo marco propuesto para invertir en infraestructura organiza y planifica desde el Estado a donde deben ir direccionadas las colocaciones de fondos de inversores. Siendo esto claro, el objeto de este trabajo es identificar las capacidades institucionales y las estrategias de acción a llevar a cabo para el eficaz incentivo y desarrollo de un mercado

dedicado a las inversiones en proyectos de infraestructura, así como los socialmente productivos. La pregunta por responder es: ¿El FGS podría agilizar, promover o incentivar las relaciones público - privadas para generar un mercado dedicado al financiamiento de proyectos? ¿Es el FGS una herramienta deseable bajo el nuevo esquema PPP? ¿El programa PPP podría resultar a su vez la manera para que el organismo pueda cumplir su misión y rol otorgado?

El estudio comprenderá el análisis de casos de financiamientos efectivizados por el organismo distinguiendo sus características y comparándolas con los instrumentos ofrecidos por el Ministerio de Hacienda bajo el esquema PPP recientemente instaurado. A partir de esta categorización se deducirá qué capacidades están mejor y más desarrolladas; y cuáles son las estrategias de acción a desarrollar para poder optimizar la canalización de financiamiento hacia este sector.

Para ello, en primer lugar, se hará una reseña del marco conceptual correspondiente al rol del Estado y a las tensiones presentadas por las principales teorías académicas sobre el tema. Luego se detallará la problemática sobre financiamiento para infraestructura y que conceptos son relevantes para el estudio de la investigación a realizar.

En segundo lugar, se expondrá qué es un esquema de asociación público-privada y cómo ha sido definida y utilizada en el mundo. A partir de la bibliografía correspondiente se describirá cómo se compara con otras formas de financiamiento en infraestructura y a que problemática trata de dar solución. También se hará una breve descripción del marco normativo aprobado y vigente en la Argentina, repasando antecedentes y situación del financiamiento para estas obras en el país.

En una tercera sección, se describirá al FGS, sus misiones y sus funciones. Se responderá cuál es su operación y que mecanismos de control posee. Se hará una exposición de la importancia de su existencia, de sus antecedentes, de su margen de acción y potencialidad para el crecimiento y desarrollo económico nacional. Se definirá cuál es la problemática que desde el organismo se intenta resolver y se explorará cual es el rol necesario que debe o puede tomar.

En cuarto lugar, se hará una descripción de los casos donde el FGS contribuyó con financiamiento para satisfacer demandas de infraestructura o de desarrollo productivo. Para ello se realizará una categorización de los proyectos según sus características principales y se detallará cuáles son los requisitos por cubrir para que el FGS participe como inversor.

Por último, se estudiarán los aspectos mencionados en relación con las capacidades institucionales necesarias para participar en el programa PPP vigente y las capacidades de acción que posee el FGS. Se determinará si el FGS es el inversor ideal para este tipo de inversiones, si su participación contribuiría a generar nuevas inversiones o no. Se estudiará, a su vez, de qué manera este organismo podría significar el éxito para el desarrollo de estos proyectos potenciando el mercado de financiamiento y coordinando entre los diferentes actores involucrados en estos procesos. Para ello se tomarán en cuenta aspectos sobre la continuidad institucional, la política comunicacional y los mecanismos de inclusión de agenda para las áreas responsables de toma de decisión.

Previamente al estudio del tema, se hará una reseña del problema de investigación y de la metodología utilizada, describiendo las fuentes de información y los mecanismos para el análisis de los factores relevantes.

## 1.2 Metodología

La investigación se estructurará bajo un esquema de estudio de caso, dado que se analizará específicamente la capacidad que posee el organismo para poder participar de inversiones en infraestructura. Es decir, se estudiará dicha unidad integral para responder a la hipótesis planteada.

Identificado el caso y sospechando que aún existe un amplio margen para poder desarrollar estas inversiones desde el organismo, se procedió al estudio de antecedentes y contexto del FGS como unidad específica de análisis.

El proceso de recolección de datos incluyó varios componentes. Por un lado, se estudió toda la documentación publicada, propia del organismo. Se revisaron Actas de Comité Ejecutivo, informes trimestrales y presentaciones al Consejo del FGS. Se examinó la normativa y legislación vinculada al organismo y a las inversiones en diferentes activos. Asimismo, se realizó una intensiva lectura de la información proporcionada en la página web y otras fuentes oficiales.

Por otro lado, se complementó la información obtenida con la documentación disponible para inversores y mercado en general respecto de operaciones de oferta pública. Para ello se consultó la información extraída de las páginas web de la Comisión Nacional de Valores, el Mercado Abierto Electrónico y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Entre los documentos consultados estuvieron los Prospectos de Oferta Pública, los Suplementos de Precio, los Avisos de Información Relevante y los Estados Contables publicados.

Como fuente de información adicional, se realizaron entrevistas a distintos funcionarios y personal del organismo que intervinieron en alguna de las etapas del proceso de

inversión y brindaron su perspectiva sobre el mismo. Su aporte fue transcrito y se adjunta como anexo a este documento (ANEXO I).

Asimismo, la autora de esta investigación se desempeñó en el cargo de Coordinadora de Estructuración de Proyectos en la Dirección General de Inversiones, participando activamente en la conformación y estructuración de las inversiones en este rubro.

Con toda la información mencionada se elaboró un cuadro resumen con las características de todas las inversiones clasificadas por el organismo en el sector de estudio. Dicha clasificación representa los activos encuadrados bajo el *inciso q*), actualmente inciso l), del Artículo 74, Ley 24.241 (modificada por Ley 27.260). Dicho cuadro se anexa al final de la presente investigación (ANEXO II).

Se realizaron diferentes análisis estadísticos sobre las características de cada financiamiento:

- Sector
- Tamaño
- Participación del FGS sobre el total
- Garantías
- Emisor o solicitante
- Estructura
- Moneda
- Plazo
- Característica general (Plan o inversión individual)
- Renegociaciones

Con este estudio se obtuvieron parámetros para identificar cuáles son las inversiones deseables para el organismo y cuáles de estos parámetros deberían estar presentes en los esquemas de financiamiento de los proyectos PPP.

Respecto de las características del programa PPP se utilizó toda la información disponible proporcionada por la Secretaría de Participación Público Privada dependiente del

Ministerio de Hacienda de la Nación, encuadrada bajo la Ley PPP, y actualmente dependiente de la Jefatura de Gabinete de Ministros de la Nación. Así como también se tuvo en cuenta la información propiciada por el Banco de Inversión y Comercio Exterior que actúa como organizador y fiduciario de los contratos de fideicomiso a constituirse en el marco de dicho programa. Asimismo, se realizó una lectura extensiva sobre bibliografía actual de las investigaciones en el tema y los distintos programas de asociación público – privada establecidos.

Finalmente, se analizarán las capacidades institucionales adquiridas por el FGS que contribuyen positivamente al logro del éxito en la participación del programa PPP a partir de la experiencia y prácticas desarrolladas por el organismo y sus funcionarios.

### **1.3 Problema de Investigación.**

Hace falta una intervención en el mercado financiero para cautivar a inversores privados a comprometerse a largo plazo. Una institución como el FGS pareciera ser una herramienta más que adecuada para cumplir esta función.

La bibliografía específica en el tema de inversión en infraestructura nos acerca los principales desafíos que deben enfrentar los gobiernos y las sociedades a la hora de desarrollar sus economías. A nivel regional, en todo América Latina, se presentan los mismos retos a la hora de avanzar en el desarrollo de este sector. Uno de estos retos es el de incrementar la inversión, en cantidad y calidad. Estimaciones recientes indican que para asegurar el desarrollo sostenible en la región se demandan niveles de inversión en el orden del 5% del PIB. (Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), 2014). Específicamente para el caso argentino los estudios concluyen que el país presenta un rezago en las clasificaciones globales de competitividad de infraestructura. Según el

informe realizado por Banco Interamericano de Desarrollo la inversión en infraestructura representa el 2,5% del PIB, y la calidad del stock de infraestructura es inferior a la esperada teniendo en cuenta el nivel de desarrollo del país. Para cerrar la brecha de infraestructura, el país debería duplicar el nivel de inversión como porcentaje del PIB durante los próximos 15 años. (BID, 2019)

Por lo tanto, si bien la problemática planteada nos induce a que hay que lograr una mayor inversión, esta también debe respetar características de largo plazo y el uso socialmente eficiente de los recursos. El sector privado puede contribuir a elevar los niveles de inversión en infraestructura mientras los mecanismos financieros sean los adecuados. Pero ¿qué ocurre en contextos de inestabilidad financiera cuando los capitales inversores no están dispuestos a apostar al largo plazo?

Asimismo, en la distribución de riesgos asociados a la inversión en este sector, la literatura concluye que el sector privado está mejor preparado para asumir los riesgos comerciales, mientras el sector público debe hacerse cargo del riesgo sistémico. La mayoría de los estudios en el tema asume al Estado o al Sector Público en un su rol de avalista o garante con el objeto de atraer inversores privados. (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, 1998) Sin embargo, existen instituciones públicas, que pueden ofrecer otras herramientas más allá de asumir riesgos por cambios en el marco regulatorio, fiscal y los vinculados a la naturaleza propia del mercado de infraestructura. Estas instituciones son las constituidas por los fondos de capitales públicos, que a su vez deben administrar sus fondos para su propio resguardo y rentabilidad. Una de estas instituciones es el FGS.

Por otra parte, los esfuerzos por atraer inversiones para el desarrollo de obras se volvieron cada vez más necesarios cuando la infraestructura nacional comienza a significar una deuda seria para el crecimiento del país. Habitualmente se reconoce a participantes multilaterales como potenciales inversores, pero no se toman en cuenta otras instituciones con similares condiciones para contribuir al desarrollo de este tipo de políticas públicas.

Dado que la política de inversión en proyectos de infraestructura es deseable para el desarrollo económico del país, se considera necesario descubrir los mecanismos más eficientes para lograr este objetivo a largo plazo. De esta manera sería óptimo incluir instituciones no tomadas en cuenta que podrían dirigir ágilmente capitales hacia la obra pública.

En este contexto, resulta relevante estudiar al FGS y su rol como inversor institucional, para determinar si es este organismo, una herramienta eficaz para el financiamiento de infraestructura. Y si resulta deseable considerarlo como participe bajo el programa de participación Público – Privada propuesto en los últimos años como la principal política pública para el desarrollo de infraestructura.

## 2 Marco Conceptual

En esta sección se repasarán cuestiones relativas, en primer lugar, al rol que el Estado debe o puede tener en la organización social. Describiendo funciones y experiencias a lo largo de la época actual. Se planteará la mirada con la cual se mostrará la importancia de la institución en estudio para el desarrollo de políticas públicas que intenten resolver la problemática expuesta.

En segundo lugar, se señalarán algunos aspectos determinantes para la inversión en infraestructura, teniendo en cuenta la situación necesaria para un correcto nivel de financiamiento en general y las características propias de mercados monopólicos como los que presentan las obras en este sector.

### 2.1 Rol del Estado

Desde la aparición y construcción del Estado como se lo conoce actualmente, uno de los debates más relevantes para poder optimizar los beneficios de su existencia, es la forma en el que éste debe intervenir sobre diferentes aspectos de la organización de la sociedad. Es decir, como debe ejercer su rol responsable sobre diferentes ámbitos. Entre los extremos de realizarlo de forma directa o transferir la responsabilidad al sector privado, se encuentran un sinnúmero de posibilidades y combinaciones que resultan de cada contexto en particular. La visión sobre su rol fue mutando a lo largo del tiempo y muchas justificaciones para su intervención fueron perdiendo solidez. Aspectos como la globalización y la introducción de nuevas tecnologías dieron lugares diferentes para el sector público y sus funciones. (Tanzi, 2005)

Una primera aproximación con la literatura sobre el tema conduce al análisis de dos posturas que plantean dos miradas diferenciadas. Desde la **teoría neoclásica** se justifica la intervención del Estado como respuesta a las diferentes fallas que llega a presentar el mercado, y se explica la presencia del estado en ámbitos donde el mercado no llega a desarrollarse. Asumiendo actores racionales con información perfecta y óptimos estables, el Estado se vuelve protagonista para resolver y garantizar el bienestar social. Por otro lado, desde la **teoría institucional**, se plantea que el propio Estado ya conlleva fallas, y es el mercado la institución que aparece como herramienta ordenadora de las relaciones entre individuos. A diferencia de la anterior, existen los costos asociados a transacciones que varían en el tiempo y según los ámbitos específico. De manera que, el foco está puesto en organizaciones y actores que aprenden y evolucionan, determinando espacios dinámicos para desempeñarse (Hasselgren, 2013).

Sin embargo, a pesar de sus diferencias, ambas teorías concluyen en la importancia de contar con alguna forma de estado para el mejor desarrollo de las sociedades. Por lo que, sería concebible una forma de vida social organizada sin alguna forma de gobierno o dominación de unos sobre otros, pero nunca sin Estado.

El Estado es el conjunto de instituciones formales o informales, por mínimas que parezcan, necesarias para instituir la vida en sociedad. Por más críticas que haya recibido en la actualidad, no se ha verificado históricamente otra forma de organización social en sociedades de gran escala. Toda vida social organizada requiere de algún orden que únicamente puede ser garantizado mediante dichas instituciones. De este modo, es necesario prestar atención al alcance y a la fuerza de las instituciones, de manera que ayuden al desarrollo y al crecimiento de las naciones.

Una de las razones más importantes para que el estado intervenga en el mercado radica en su función distributiva. *“Las decisiones gubernamentales sobre los impuestos o sobre los programas de asistencia social determina la cantidad de renta que le queda a cada individuo para sus gastos. Del mismo modo, el Estado debe decidir qué bienes públicos van a producirse.”* (Stiglitz). Es decir, todas las necesidades que no cubra el Estado deben ser cubiertas de manera privada o externa. Sin embargo, el sector público debe, a su vez, garantizar que dichas necesidades puedan ser satisfechas por todos los individuos.

El rol del Estado puede definirse a partir de los intereses sociales que logran ser incluidos en la agenda estatal. Así como en el pasado la agenda incluía básicamente los problemas relacionados con el orden y el progreso, hoy encontramos diferentes cuestiones a resolver como la seguridad y el desarrollo, la estabilidad y el crecimiento o gobernabilidad y productividad. Pero, además, vemos incluidas cuestiones sociales, como la redistribución de la riqueza el ingreso y las oportunidades, cuestiones de promoción para el desarrollo y relativas al bienestar.

Dentro de la organización de una sociedad, existen actividades que solo el Estado puede llevar a cabo para que resulten eficientes y son denominadas capacidades exclusivas de dicho sistema. Funciones tales como la defensa, la ley o el orden, necesariamente deben ser realizadas por una autoridad estatal. Sin embargo, las funciones gubernamentales muchas veces alcanzan a otras que podrían ser suplantadas por otros agentes de la sociedad civil, como la educación o la seguridad social. Dicho alcance se relaciona con la capacidad que tienen las instituciones estatales para ejercer sus funciones en los diferentes contextos.

Entonces, si bien no pueden ser perfectamente identificables, dado que depende de cada situación en particular, existen tres tipos de funciones frente a las cuales el Estado toma una determinada posición. Primero; funciones de tipo excluyentes, donde no resulta legítimo el ejercicio de otro agente, ya sea público o privado, como la formación de leyes o la aplicación de justicia. Segundo; funciones compartidas, en las cuales el estado puede hasta competir con diversas instancias gubernamentales, empresas privadas u organizaciones de diferentes índoles, como la educación o la salud. Por último; aquellas funciones en las cuales el Estado no interviene, dado que reconoce la mayor eficiencia para proporcionar bienes o servicios colectivos de otros agentes privados o jerarquías públicas (Oszlack, Estado y Sociedad: ¿Nuevas Reglas De Juego?, 1997).

Sin embargo, las fronteras entre estas funciones no son del todo claras y muchas veces presentan grises. Como ejemplo, vemos los procesos de privatización de empresas estatales. El estado cede su responsabilidad en la provisión de muchos de los servicios públicos a agentes privados fundamentándose en una mayor eficiencia de dichos agentes en el abastecimiento de los mercados.

Asimismo, la evolución de la agenda Estatal, o las acciones que el Estado decide tomar, replantea el rol del sector público permanentemente. Una mirada sobre la historia reciente puede demostrarlo.

Como puede verificarse, en el periodo de posguerra, es el estado denominado “benefactor” quien asume funciones públicas, incrementando sus actividades y responsabilidades en todos los ámbitos. Este tipo de Estado (también llamado keynesiano), lleva a los diferentes países a intervenir sobre espacios cada vez mayores, marcando un momento importante en términos del estudio del estado y su relación con la

sociedad. Entonces, el estado fue tomando cada vez más territorio hasta llegados los años ochenta, cuando este modelo de estado muestra sus falencias.

Para finales del siglo XX, a raíz de las medidas recomendadas por los organismos multilaterales de crédito, se impone el abandono de muchas cuestiones estatales, cediendo espacio a diferentes actores o instituciones públicos y/o privados. Entonces, se puede identificar un tipo de reforma, cuyo objetivo fue reducir en la mayor medida posible el aparato estatal. Esto puede analizarse como una de las consecuencias que trajo el importante déficit fiscal que presentaron las diferentes naciones y que encontraron como una rápida salida el achicamiento gasto público. Es importante notar, que lo que fue una herramienta para aliviar las cuentas fiscales en algunos contextos se volvió un objetivo en aquellos otros, donde se intentaron imponer, sin éxito, las mismas medidas que resultaron efectivas en otros casos. Así es como vemos que, en América Latina, y en Argentina, sobre todo, se obligó a seguir estos mecanismos como condiciones de los organismos multilaterales para el otorgamiento de préstamos. Eventualmente, existió una confusión conceptual entre el objetivo, su fin y el instrumento para lograrlo (Oszlack, De menor a Mejor: el desafío de la “segunda” reforma del Estado., 1999).

Por lo tanto, el reordenamiento de las funciones del estado denota que una efectiva organización de la sociedad debe permitir el corrimiento de fronteras de modo que las responsabilidades puedan ser adaptadas a las diferentes condiciones históricas, culturales, estructurales, internacionales, etc., por los que atraviesan las naciones durante su vida. Esta flexibilidad permitirá un ajuste menos costoso ante cambios en los diferentes contextos sociales. Los procesos de privatización, descentralización, desregulación y tercerización son instrumentos para llegar a distintos objetivos en materia de cuentas nacionales, presupuestarias o de política económica en general. Si consideramos a estas

herramientas como la toma de posición estatal frente a una cuestión en la agenda política por sí misma, perdemos de vista otros aspectos que también hacen a una política pública. Por ejemplo, el equilibrio fiscal es solamente uno de los aspectos a considerar en el ámbito político, por ello es que resulta ambiguo tomar estos mecanismos como políticas por separado, obviando la articulación que necesita en todo el ámbito económico.

Teniendo en cuenta las críticas realizadas a las medidas neoliberales tendientes a reducir el tamaño del estado en los países en vías de desarrollo, muchas veces denominadas como “el consenso de Washington,” se volvió necesario un análisis más profundo sobre cuál debe ser el papel del Estado respecto de la organización social. Desde la perspectiva del crecimiento económico, el modelo más eficiente propondría un mínimo de funciones a realizar por el Estado, pero con un grado de fuerza relativamente alto, evitando caer en modelos de estado ineficaces en los cuales el alcance de las instituciones sea alto pero débil, de manera que signifique elevados costos públicos. Sin embargo, desde otras perspectivas cuanto mayor es el alcance de las instituciones, más eficiente será el Estado, siempre que las pueda llevar a cabo correctamente (Fukuyama, 2004, pág. 32).

Si bien encontramos casos como Japón y el sudeste asiático en los cuales se logró un crecimiento económico significativo mediante una fuerte presencia Estatal en la organización social, es posible correr el riesgo de caer en estados patrimonialistas o predatorios que buscan la apropiación de rentas públicas para sus burocracias, sin proporcionar bienes colectivos para la sociedad como apuntan la teorías neo-utilitaristas<sup>1</sup> (Evans, 1996, pág. 533).

---

<sup>1</sup> Evans define a las teorías neo-utilitaristas como “un avance respecto de la visión neoclásica tradicional del Estado como árbitro natural, dado que reintroduce la política”

En varios casos se optó por reducir el estado al mínimo, pretendiendo evitar un gran gasto público, en estados de baja eficacia, tratando de fortalecer las instituciones existentes para un mayor desempeño. Sin embargo, en gran parte de los casos esto resultó contraproducente, dado que la falta de regulación económica llevo a diversas crisis financieras debido a la introducción de capitales cortoplacistas y una escasa inversión en materia de infraestructura pública o actividades productivas que puedan generar crecimiento al interior de la nación (Fukuyama, 2004).

De todas formas, no fue solamente la intención de equilibrar las cuentas nacionales lo que llevo a minimizar sus funciones, sino las nuevas relaciones entre grupos económicos globalizados y los gobiernos nacionales. (Oszlack, Estado y Sociedad: ¿Nuevas Reglas De Juego?, 1997).

Es entonces fundamental, preguntarse qué calidad tienen las instituciones más que qué cantidad de estas articulan al Estado. Y poder aprovechar dicha calidad de la mejor forma posible. Para ello, es preciso mencionar, en primer lugar, la dicotomía entre control y delegación. Es ineludible determinar que funciones específicas pueden ser desempeñadas por el mismo Estado y que es factible de delegarse a otras organizaciones de la sociedad civil. Muchas veces el Estado no tiene los medios para llegar a determinados ámbitos de política y requiere de la delegación de funciones a organismos no gubernamentales que contienen mejores capacidades. En segundo lugar, la difícil tarea de combinar entre la coordinación y la desregulación. Dos mecanismos que son interdependientes dado la naturaleza de las cuestiones públicas. Es observado que la Argentina sufrió un proceso de desregulación sin su adecuada combinación con una coordinación por parte del Estado, llevando a procesos de achicamiento estatal al fracaso. (Aucoin, 1996).

Retrotraer funciones del Estado, o sumarlas sin sentido, no debería ser considerado un fin último. Esto debería ser la búsqueda de medidas que contribuya a la creación de un mejor Estado, en la cual las funciones que prevalezcan sean las necesarias y las suficientes. Resulta de importancia identificar qué se quiere lograr delegando funciones en el sector privado y si esto es suficiente para garantizar un Estado eficiente. Es por ello que la introducción de elementos como “la asociación entre lo público y lo privado” comienza a considerarse como instrumentos para lograr un mejor Estado. Esto requiere evaluar la viabilidad y la factibilidad de llevar a cabo dichos procesos en diferentes contextos teniendo en cuenta las características específicas de cada ámbito en particular. Pero sin sesgarse a la posibilidad de utilizar recursos estatales ya generados que podrían ayudar a la transición.

Como la historia lo demuestra la Argentina fue víctima de esta confusión, llevándose a cabo privatizaciones, descentralizaciones, desregulaciones y tercerizaciones sin contemplar y sus fortalezas o debilidades en cuanto a un objetivo general. Esto dio lugar a que se cometieran serios errores difícilmente reversibles en el corto plazo sin altos costos sociales. Por ello, deben ser analizadas como técnicas instrumentales para lograr determinados objetivos en base a definidas políticas, siempre contextualizando las en el lugar y momento a ser implementadas.

La inserción del programa PPP para el financiamiento de obras de infraestructura, nos abre a considerar el rol del Estado. Siendo el objetivo más evidente la reducción por parte presupuestaria, y con esto la provisión estatal pura, de obras necesarias para el crecimiento. Es válido preguntarse si estamos presenciando una reforma en este sentido o volveremos a algún modelo planteado en el pasado. Es decir, la política de inversión por parte del sector público implica un proyecto en conjunto con el sector privado o simplemente se trata de una política para salir del paso.

Ahora bien, la teoría económica y mayormente las finanzas públicas indican que en mercados con estas características la gestión estatal es capaz de brindar eficiencia, dado que los costos de financiamiento privado son mayores que los que se obtienen mediante inversión pública. Por lo tanto, es necesario analizar si es factible una participación en el financiamiento exclusivamente privada o todavía hace falta alguna intervención o acompañamiento del sector público para que ello suceda.

## **2.2 La inversión en infraestructura.**

### **2.2.1 Problemática de financiamiento.**

La Argentina ha experimentado durante décadas un pobre desarrollo financiero. Como expone Fanelli la intermediación financiera ha sido particularmente pobre, su profundización financiera ha sido menor a lo que cabría esperar según los niveles de PBI per cápita. Esta situación es explicada principalmente por los frecuentes escenarios de volatilidad macroeconómica y la debilidad institucional, que llevan inevitablemente a un círculo vicioso que profundiza más el subdesarrollo del mercado de capitales local. La dificultad para lograr un crecimiento sostenido radica en el hecho que en este contexto *“se torna riesgoso separar la propiedad y el control de los activos, y esto a su vez hace que una serie de transacciones financieras que en principio podrían ser beneficiosas para todas las partes no se realicen.”* La situación expuesta lleva a que los inversores no realicen transacciones o que lo hagan fuera del ámbito nacional. Es frecuente escuchar que ante eventos de fragilidad institucional los inversores huyan hacia la calidad institucional de otros países. Muchas veces al no respetar la evolución procíclica respecto de las crisis económicas, las circunstancias no admiten que los capitales puedan colocarse por plazos largos y duraderos. (Fanelli, 2004)

Según el BANCO MUNDIAL, el panorama para la economía argentina se resume de la siguiente manera: *“Las turbulencias financieras del 2018, que impactaron en una depreciación del 50,6% del peso argentino, implicaron la revisión del plan económico y un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (...). El contexto económico sigue siendo volátil. Después de una caída del 2,5% del PIB en 2018, se espera una contracción de 1,3% para 2019. En un contexto de una inflación anual superior al 50% (el mayor nivel desde 1991), el peso argentino recuperó la volatilidad y se depreció más del 13% durante el 2019.”* (Banco Mundial, 2019)

Por lo tanto, nuevamente la coyuntura económica nos ofrece una situación complicada para el financiamiento y la inversión en infraestructura, que no han escapado a esta problemática en episodios anteriores.

### **2.2.2 Monopolios Naturales**

Como la teoría indica, la mayoría de los servicios públicos se estructuran a partir de mercados monopólicos naturales. La tarea del Estado, como garante del bienestar social y la correcta provisión de estos servicios, es la de regulador y por lo tanto indicar que tarifa debe ser la adecuada para su suministro. Dicha tarifa es por definición más baja de lo que sería si el Estado no interviniera, de modo que el precio se fija por igualación al costo medio y no al costo marginal como en el libre mercado. En este sentido, el monopolista no puede aprovechar los beneficios extraordinarios propios de un mercado con esta estructura y los usuarios aseguran un servicio disponible con la calidad adecuada.

El retraso en las tarifas fijadas para casi todos los servicios públicos no solamente implicó la cobertura de los costos empresariales mediante subsidios, sino que también hizo imposible atraer inversiones hacia estos sectores que desagravien las presiones en los

aumentos de demanda y los cuellos de botella generados a partir de la escasa capacidad instalada. De esta forma los proveedores de servicios públicos con tarifas congeladas, o con actualizaciones deficientes, recurrieron a la mala calidad del suministro del servicio para apaciguar los altos costos operativos que confrontan. Por lo tanto, la economía argentina se encontró atrapada en un mundo donde se recibía servicios de mala calidad y se mantuvo una política de subsidios a la que cada vez se volvería más difícil de sostener.

Por lo expuesto, las medidas de ajuste de gasto público que aún se reclaman para paliar la inflación, dejaron al gobierno sujeto en un juego de tipo dilema de prisionero difícil de corregir. Mejorar la calidad de los servicios públicos equivale a invertir en infraestructura. Inevitablemente esto deriva en un aumento de tarifas dado que el Estado no puede ni debe seguir aumentando los subsidios. Pero permitir un aumento de tarifas, sin un plan definido de mejoramiento de calidad, implica un costo político muy alto para el gobierno, que no es fácil de enfrentar.

La situación puede ser representada mediante un juego de tipo Dilema del Prisionero de la siguiente manera:

Tomaremos dos jugadores, el Gobierno y la Empresa proveedora de servicio público. El Gobierno tiene dos planes de acción posibles, aumentar tarifa o no aumentar la tarifa. La empresa debe decidir entre una función de producción que permita un nivel de servicio como requiere el gobierno (buen servicio) o una función de producción que le permita maximizar sus beneficios (mal servicio).`

CUADRO 1: Dilema del prisionero

Para mayor claridad se resume en el siguiente cuadro, donde la primer letra representa al gobierno y la segunda a la empresa.

		Empresa	
		Buen servicio	Mal Servicio
Gobierno	Aumentar tarifas	a , a	b , c
	No aumentar tarifas	c , b	d , d

Las preferencias del gobierno son:  $(c > a > d > b)$

- $c > a$  y  $d > b$  en el corto plazo enfrenta un costo mayor si permite el aumento de tarifas,
- $a > d$  porque si la sociedad recibe un buen servicio el costo político de aumento de tarifas es menor a si la sociedad recibe un mal servicio.

Las preferencias de la empresa son:  $(c > a > d > b)$

- $c > a$  y  $d > b$  porque maximiza su utilidad prestando un servicio deficiente dadas las condiciones de los mercados monopólicos,
- $a > d$  porque si es posible aumentar las tarifas la empresa podrá financiarse para realizar inversión que le permitan extraer mejores beneficios dando un servicio mejor y los beneficios a extraer con el aumento tarifario sin necesitar recurrir a un suministro deficiente del servicio.

**Fuente:** elaboración propia

Ambos jugadores tienen una estrategia dominante, el gobierno no quiere enfrentar el costo político del aumento de tarifas y la empresa siempre preferirá maximizar sus beneficios.

El resultado del juego planteado nos lleva a un equilibrio del tipo Nash en el cual no se encuentra el óptimo de Pareto. Es decir, estaremos en un punto en el cual ninguno de los dos jugadores querrá cambiar su acción unilateralmente porque siempre obtendrá un peor resultado. En el caso del gobierno, permitir un aumento en las tarifas lo llevara a enfrentar una fuerte resistencia social beneficiando únicamente al sector proveedor del insumo quien obtendrá los beneficios legítimos del aumento de precios permitido y los extraordinarios por proveer un mal servicio, esta situación podría causar al partido en el poder su destitución. En el otro lado, si la empresa decide afrontar los costos de dar un buen servicio solamente recibirá más pérdidas llevando su negocio a la quiebra en el futuro.

El máximo beneficio social se obtiene cuando se provee un buen servicio sin subsidio dado que si bien el gobierno deberá enfrentar un costo político este será menguado por la mejor calidad del servicio y podrá destinar el gasto asignado a subsidios a realizar otras políticas que ayuden a mejorar su imagen. La empresa por su parte no recibirá los subsidios, pero al cobrar un precio mayor podrá realizar las inversiones necesarias y acceder al financiamiento para mejorar el servicio. De esta forma estará mayormente predispuesta a ceder los beneficios monopólicos que puede apropiarse dando un mal servicio a cambio de que el gobierno tome una política más flexible para el aumento de tarifas.

Llegar al óptimo paretiano solo puede ser posible a través de un esquema de cooperación, de este modo el gobierno estará dispuesto a flexibilizar los precios si puede asegurarse de que la empresa mantendrá el servicio en la calidad deseada. La solución a este problema es de por sí compleja, y se agrava teniendo en cuenta los niveles de credibilidad que históricamente enfrentan las instituciones en nuestro país. Si se lograra influir en la opinión pública para que esta acepte el argumento de que en un mediano plazo y con la implementación de políticas eficaces un aumento en las tarifas representaría una mayor inversión en obras de infraestructura que aumenten la capacidad instalada y un muy superior beneficio para la sociedad, el problema estaría resuelto. Soluciones más reales debería contemplar esquemas contractuales entre el gobierno y las empresas que gradualmente (a través de premios y sanciones) vayan modificando el juego para llegar a la situación óptima.

El plan que contempla el esquema PPP pareciera avanzar en este sentido. Para ello se requiere un plan estratégico y una continuidad de política que de las señales adecuadas a los suministradores de servicio de que su actividad seguirá siendo rentable en el largo

plazo. Desde la asunción del nuevo gobierno en diciembre de 2016, se comenzó con un ajuste tarifario dando mejores señales al mercado inversor para evaluar riesgos de participar con financiamiento.



Universidad de  
**San Andrés**

### 3 Programa de Participación Público-Privada (PPP)

En la actualidad está vigente el programa PPP. Tomando la información a mayo de 2019, (SPPP, Subsecretaría de Participación Público Privada, 2019) la Subsecretaría de Participación Público-Privada presentó cuatro grandes sectores para los cuales se presentarían proyectos de inversión en infraestructura:

- Transporte, comunicación y tecnología
- Energía y minería
- Agua, saneamiento y vivienda
- Educación, salud y justicia

El primero, el más avanzado en cuanto a procesos, con los siguientes proyectos pautados:

1. Red de autopistas y rutas seguras - Etapa I
2. Red de autopistas y rutas seguras - Etapa II
3. Red de autopistas y rutas seguras - Etapa III
4. Proyecto ferroviario norpatagónico de carga (Bahía Blanca - Añelo)
5. FFCC Urquiza
6. FFCC Belgrano Norte
7. Taller de locomotoras FCGSM (Palmira - Mendoza)

Para Energía y Minería, presenta los siguientes proyectos solamente en el sector de transmisión.

1. Interconexión eléctrica en 500kV - Etapa I - Río Diamante - Charlone
2. Interconexión eléctrica en 500kV - Etapa II

### 3. Interconexión eléctrica en 500kV - Etapa III

Dentro del tercer sector los proyectos estipulados son los siguientes:

1. Oficina para el Estado Nacional - Proyecto 01
2. Construcción sistema de riego meseta intermedia - Provincia de Chubut
3. Programa de Desarrollo de Viviendas (ProDeVi)

Por ultimo el sector correspondiente Educación, salud y justicia, solo presenta la construcción de complejos penitenciarios federales en la provincia de Buenos Aires.

Originariamente el gobierno esperaba que la participación privada en el financiamiento sea un éxito. A mediados del 2018, con las primeras señales de problemas económicos del país, tuvo que readecuar las expectativas, como en el caso de los proyectos viales principalmente. Como se leyó en algunos medios periodísticos, se anunciaron medidas para evitar que las obras no sigan el cronograma previsto y tengan su inicio con el financiamiento para una primera etapa. Para ello se anunció que el Banco Nación actuando como "inversor ancla" hará el primer aporte de entre u\$s 200 millones y u\$s 300 millones, mientras otros bancos privados nacionales y extranjeros estudian la conveniencia de aportar también al fideicomiso para los PPP. (Olivera, 2018).

Según las publicaciones oficiales por parte del gobierno, para los proyectos viales, se ha establecido un esquema de financiamiento que tiene por objeto facilitar el desarrollo de proyectos de participación público-privada. Este esquema se desarrollará a través de un fideicomiso de asistencia financiera denominado "El Fideicomiso Financiero PPP RARS", el cual tendrá por objeto utilizar fondos captados del mercado financiero nacional e internacional, ya sea mediante la suscripción de préstamos, emisión de valores

negociables o cualquier otro instrumento permitido por la legislación aplicable, para otorgar préstamos, emitir garantías y celebrar cualquier otro acto jurídico que tenga por objeto proveer facilidades crediticias a favor de los contratistas de estas obras. (Ministerio de Hacienda, 2018). Esto se suma a la estructura de financiamiento planificada desarrollada más adelante.

Como la literatura indica, el sector vial es el más adecuado para programas PPP y en el que ha demostrado poder desarrollar financiamientos sustentables para su ejecución.

Existen dudas sobre el financiamiento en otros sectores como en el de transmisión eléctrica en donde el repago se espera sea exclusivamente a partir de la demanda que se generen.

A continuación, se hará una reseña introductoria en el tema, repasando en primer lugar: definiciones sobre el termino PPP, en segundo lugar: ventajas y desventajas del sistema, y, en tercer lugar; características del Programa PPP argentino. En esta última sección se describirá normativa, antecedentes, avances en su ejecución e instrumentos financieros propuestos.

### **3.1.1 Esquema de Financiamiento Participación Publico Privada.**

El concepto de Asociación Publico privada o Participación Público Privado, es un concepto muy amplio que abarca muchos y diferentes esquemas según sea la localización o el momento en el tiempo del cual se esté hablando. No siempre se refieren a mismo esquema de asociación y muchas veces el término puede ser utilizado para hablar de otros tipos diferentes al PPP. Los contratos PPP se caracterizan por el agrupamiento de funciones distintas en un mismo acuerdo entre una parte pública y otra privada

(operación, construcción, diseño, etc.); y una división de riesgos y beneficios entre ambos. Al no existir una definición universal de un PPP, cualquier proyecto que involucre a los sectores públicos y privados, dividiendo los riesgos y responsabilidades entre ambos, puede ser considerado como tal. Es decir, entre los extremos; de provisión pública y privatización pura; hay una gran variedad de esquemas y modalidades que constituyen un amplio espectro.

Según la “Public–Private Partnerships Reference Guide” elaborada por el Banco Mundial, se define un PPP como un 'contrato a largo plazo entre una parte privada y una entidad pública, para brindar un activo o servicio público en el que la parte privada asume un riesgo importante y la responsabilidad de la gestión, y la remuneración está vinculada al desempeño' (IBRD, 2017). Esta definición implica que la parte privada se involucra en otras fases del proyecto además de la tradicional fase de construcción. De esta manera, se pueden generar estructuras donde el privado se hace cargo del financiamiento, la construcción la operación y/o el mantenimiento. Si bien este tipo de estructuras son por definición de largo plazo, la clave para que la asociación entre ambas partes funcione es que la parte privada pueda cerrar un arreglo lo suficientemente largo como para poder integrar costos asociados al diseño o la construcción del proyecto a la provisión del servicio, de esta manera puede generarse eficiencia a lo largo de diferentes fases del proyecto.

Existen tantos tipos de contratos PPP como asociaciones que puedan darse entre las fases de un proyecto. Esto es una de las causas de porque también puede confundirse una estructura de otro tipo al llamarla PPP.

### **3.1.2 ¿Cómo se compara con otras formas de financiamiento en infraestructura?**

El desarrollo de cualquier economía necesita de obras de infraestructura adecuadas para poder garantizar el crecimiento. Si bien es competencia de la función pública promoverlas y velar por su ejecución no siempre está claro la modalidad que debe usarse para poder cumplir los objetivos.

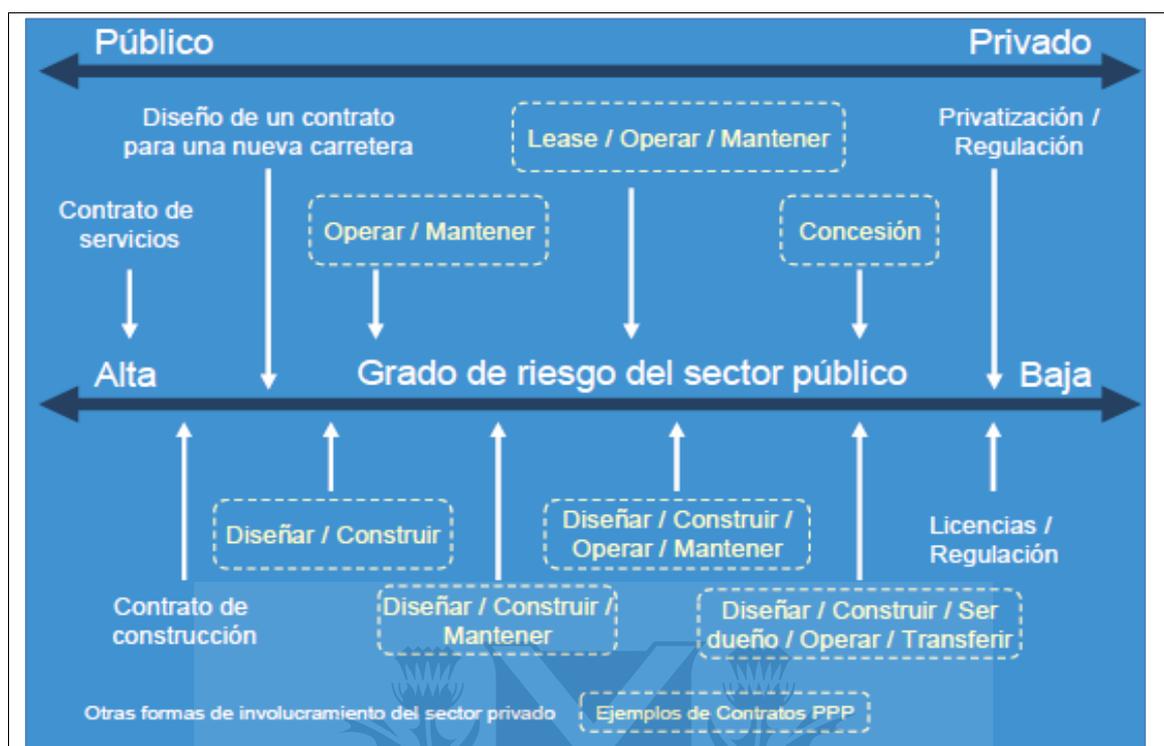
La participación de empresas o partes privadas en el desarrollo de infraestructura no determina que el esquema sea un PPP. Para esquemas de provisión pública también se necesita o puede darse la contratación de partes privadas en diferentes partes del proyecto.

Como se describió en la sección anterior, lo que determina que el esquema sea un PPP, es como pueden reasignarse los riesgos entre la parte pública y privada, quedando de este modo ambas partes comprometidas a lo largo de la vida de todo o gran parte del proyecto.

Es decir que es la agrupación de servicios contratados lo que determina que el esquema sea un PPP. Una alternativa más frecuente es un esquema donde el gobierno provee infraestructura a través de contrataciones solo para la construcción del proyecto a una empresa privada, cuyo financiamiento puede darse a raíz de recaudación de impuestos o emisión de deuda pública. Es decir, un esquema de provisión puramente pública. En el otro extremo, encontramos esquemas de privatizaciones de servicios donde el rol del Estado queda restringido al de regulador únicamente, y la empresa privada asume absolutamente todos los riesgos.

Por lo tanto, y respecto al financiamiento de las obras, puede haber tantas formas de asociaciones público-privada para desarrollar una obra de infraestructura como gradualidades pueda encontrarse para la asignación del rol que cumplirá el Estado.

CUADRO 2: Tipos de contratos entre el Sector Público y Privado



**Fuente:** "Financiamiento de infraestructura: Plan PPP argentino," Ministerio de Finanzas, 1 noviembre 2017.

### 3.1.3 Ventajas y desventajas de los esquemas PPP

Los gobiernos suelen verse seducidos principalmente por este tipo de esquemas dado que los PPP pueden abordar restricciones presupuestarias en el corto plazo, mejorar los incentivos y la eficiencia en la obra pública. Sin tener que asignar partidas presupuestarias completas, los funcionarios en gestión pueden anunciar el inicio de obras que con un esquema de provisión pública deberían esperar a tener autorizada la partida presupuestaria.

Sin embargo, frecuentemente los costos financieros son mayores y la administración puede volverse compleja y poco transparente.

Un modelo PPP puede contribuir a mejorar aspectos de obra pública donde otras modalidades presentan debilidades. La participación privada dentro del esquema se justifica dado que se reconoce la importancia de dos aspectos que el sector público falla en cumplir. Por un lado, que una parte privada esté involucrada puede garantizar que se realice un adecuado mantenimiento. Por lo general, el sector público carece de incentivos correctos para mantener la calidad de obras. Funcionarios que deben justificar su cargo mediante elecciones generalmente están sesgados a la construcción de nuevos proyectos por su mayor visibilidad política. Es decir, el político preferirá realizar una nueva obra que mantener alguna existente. Desde el punto de vista financiero, el esquema PPP debe procurar un mantenimiento eficiente para que el negocio genere la rentabilidad estimada al origen. Cuando es el actor privado quien aprovechará la reducción de costos, procurará un mantenimiento de la obra en un correcto Estado. Se espera una eficiencia por mejores incentivos. En comparación a un contrato sencillo con una empresa privada, las combinaciones únicas de responsabilidades de un PPP mejoran los incentivos para optimizar las decisiones para el plazo total del contrato. Una empresa a cargo de mantener una obra tendrá más cuidado con la calidad de su construcción o expansión que una empresa sin ambas responsabilidades.

Por otro lado, es frecuente que las obras necesarias para la provisión de servicios públicos y desarrollo de mercados productivos impliquen un alto nivel de complejidad y de recursos humanos idóneos para completar la ingeniería. Un actor privado especializado seguramente tendrá recursos más eficientes que el sector público que debe abarcar múltiples y diversas funciones. (Eduardo Engel, 2014)

Al mismo tiempo, se considera indispensable la participación pública. El Estado, más allá de qué gradualidad de intervención sea la aceptada, no puede desligarse de la

responsabilidad de los servicios a suministrar para el desarrollo del país. En muchos casos el desarrollo de estos proyectos incluye el usufructo de bienes; a su vez públicos, como el suelo o el medio ambiente, que requieren cierta regulación. Del mismo modo, la participación del sector público logra aprovechar y administrar los efectos de red y planificación involucrados. Este efecto genera un impacto multiplicador de inversiones que radican en las economías encadenadas a cada obra, ya sea por el desarrollo de proveedores, consumidores, de mercados externos, obras concatenadas, generación de empleo, etc.

La provisión puramente privada o privatización, deja de lado servicios esenciales donde existe incertidumbre sobre demanda. Al volverse poco atractiva la actividad, es cuando los inversores privados necesitan mayores incentivos que el sector público puede ayudar a generar.

De esta manera, la asociación entre una parte pública y otra privada resulta la más eficiente. Este tipo de asociaciones facilita, a su vez; contratos a largo plazo, con la extensión necesaria para que las inversiones logren dar rendimientos atractivos y específicos de la naturaleza del proyecto. Sumado a ello, las operaciones se vuelven verificables y medibles, al exigir estándares expresos en el contrato acordado.

La verificación de rendimientos determina el éxito de un contrato PPP dado que depende de la habilidad y la disposición del sector público a monitorear la actividad de los socios privados y asegurar que cumplen con los requisitos pautados. Al depender de esta verificación la vigencia de los contratos es que pueden definirse indicadores sobre los servicios y funcionamiento de la infraestructura que ayudan a que la inversión se vuelva socialmente más rentable y eficiente. Sin embargo, en proyectos con definiciones

complejas de cuál es la provisión adecuada (por ejemplo, la operación de un hospital), este sistema presenta algunas dificultades.

Un aspecto importante es que estos esquemas permiten la competencia de mercado mediante el proceso licitatorio. Las licitaciones formales, transparentes, y públicas ejercen una fuerte presión a la baja sobre los costos de los proyectos al tener una competencia entre empresas para que sea adjudicado. El nivel de interés del mercado en un proyecto puede ser una fuente útil de información para el gobierno sobre esa inversión. Es decir, si no existen participantes podría ser una alarma de que algo no está bien en el proyecto.

Por último, pero no menos importante, invitan al financiamiento privado. Muchas variedades de PPP son diseñadas para captar el involucramiento de capital privado como fuente de financiamiento, en vez de solo depender del gasto público. Aunque cabe destacar que los costos presupuestarios o públicos aún existen (en la forma de flujos de tarifas con destino a un operador privado o una serie de garantías), las estructuras PPP permiten distribuir los costos de la obra pública por un periodo extendido.

En síntesis, como ya fue mencionado, la distribución de riesgos entre las partes permite en gran medida su mitigación generando a quien corresponda la adjudicación de estos.

Sin embargo, la complejidad de los esquemas PPP traen riesgos propios: Como primer paso, tendrá que prestarse atención a que un esquema PPP involucra mayores costos públicos comparados con un financiamiento puramente público. El costo financiero, combinado con otros costos como seguros o administración, significa que el gasto total efectivo en los proyectos mediante PPP sea más alto que alternativas de financiamiento

público. En el Reino Unido se ha estimado costos de hasta el 40% mayores en el sector educativo y del 70% en el sector de salud. (National Audit Office, 2018).

El gasto público destinado a un PPP típicamente comprende estructuras de forma compleja o contingente, que hace difícil la contabilidad precisa y transparente. Hay muchos ejemplos del sector público pagando muchísimo a causa del colapso de un consorcio privado o la realización de garantías sobre riesgos de demanda. (Bova, Ruiz-Arranz, Toscani, & Ture, 2016). Eso es aún más importante cuando se considera el hecho que el financiamiento privado es en general más caro que el público. Lo que, en principio, aparentaba ser una ventaja dado que el Estado no incurría en gastos iniciales, solo se vuelve una trampa contable dado que deberá hacer pagos en el futuro, comprometiendo quizás gestiones y administraciones diferentes. Entonces, la falta de transparencia que implica que esta deuda no esté consolidada en el balance presupuestario puede traer consecuencias que opaquen el resultado genuino del financiamiento.

Segundo, los desafíos administrativos generan demoras y obstáculos deficientes. El proceso administrativo, técnico, y legal de manejar el diseño, la licitación, y la implementación de un PPP puede ser arduo, especialmente para entidades públicas sin capacidades muy desarrolladas. Esto puede generar sobrecostos. En cuanto al financiamiento, también presenta esta desventaja, muchas veces los instrumentos generados requieren de garantías y estructuras complejas que vuelven difíciles de analizar por inversores o requieren de mayores requisitos para su participación (Booth & Starodubtseva, 2015). Al ser instrumentos complejos, las entidades financieras requerirán de un proceso de aprendizaje y recolección de información extensa que desincentiva su participación.

Otra desventaja frecuente radica en las renegociaciones necesarias y “riesgo moral” asociado a ellas. La dificultad para dar cuenta del rango total de riesgos y escenarios posibles implica que la renegociación sea un sello distintivo de los PPP. No obstante, la posibilidad de renegociar puede inducir el “riesgo moral” y las ofertas sesgadas, dado que la posición de negociación del contratista es mucho mejor después de la licitación inicial. Por lo tanto, se corre el riesgo de adjudicar a un contratista que especule con futuras renegociaciones y no ofrezca la opción genuina para ganar la licitación. Un ejemplo de esta situación se observa en el caso chileno, donde se estima que los contratos fueron renegociados en promedio cada 2.5 años aumentando los pagos a las concesiones y otorgando mejoras para los concesionarios ya adjudicados. (Eduardo Engel, 2014)

Por último, la exposición a riesgos políticos no es menor. La interferencia política (o, en casos extremos, la expropiación) en el funcionamiento de los PPP daña la confianza de otros inversores privados. Los contextos variables, las economías inestables y el constante cambio de reglas generan incertidumbre a la hora de invertir capital en estos proyectos.

### **3.1.4 Características principales del marco PPP Argentino**

#### **3.1.4.1 Normativa**

Mediante la Ley N° 27.328 y el **Decreto 118/2017**; se estableció el régimen relativo a los contratos de participación público-privada, definiendo a los mismos en su como aquellos celebrados entre los órganos y entes que integran el Sector Público Nacional (en carácter de contratante), y sujetos privados o públicos (en carácter de contratistas), con el objeto de desarrollar proyectos en los campos de infraestructura, vivienda, actividades y servicios, inversión productiva, investigación aplicada y/o innovación tecnológica.

Estos contratos podrán celebrarse cuando previamente se determine que esta modalidad de contratación permite cumplir con los objetivos de interés público tendientes a satisfacer. La normativa deja aclarado en qué condiciones se van a habilitar los contratos para esquemas de este tipo. De esta manera se puede analizar cuál es el fin que tiene esta nueva política pública. Es decir que previamente la autoridad de aplicación debe declarar de 'interés público' al proyecto para que pueda ser desarrollado en el marco de un PPP.

Como puede leerse en su artículo 4º, la ley obliga a la contratante a especificar los objetivos de interés público que la contratación tiende a satisfacer, y contemplar los mecanismos de supervisión y control de cumplimiento de cada una de las etapas que se establezcan para la consecución del objetivo, fijando los plazos que correspondan para cada etapa.

A demás; debe promover la eficiencia y eficacia en el cumplimiento de las funciones del Estado y en la utilización de los recursos públicos, propender a que el plazo del contrato se fije teniendo en cuenta las inversiones contractualmente comprometidas, el financiamiento aplicado al proyecto y una utilidad razonable<sup>2</sup>, ponderar la rentabilidad económica y/o social de los proyectos.

En el marco del desarrollo de los proyectos, también debe promover la inclusión social, incentivar la generación de nuevos puestos y fuentes de trabajo en el país, fomentar la

---

<sup>2</sup> No pudiendo superar en ningún caso, los TREINTA Y CINCO (35) años de duración, incluyendo sus eventuales prórrogas.

participación directa o indirecta de pequeñas y medianas empresas, del desarrollo de la capacidad empresarial del sector privado, la generación de valor agregado dentro del territorio nacional y la provisión de nuevas y más eficientes tecnologías y servicios.

Asimismo, se le exige que incentive la aplicación de mecanismos de solidaridad intrageneracional, intergeneracional e interregional, en la financiación de los proyectos y que facilite el desarrollo del mercado de capitales local y el acceso al mercado de capitales internacional.

También hace hincapié en la promoción de la preservación del medio ambiente y de la sustentabilidad económico, social y ambiental del área donde se ejecutarán los proyectos.

El artículo 7° y 8°, habilita diferentes estructuras de organización para las contratistas, pudiendo estas ser sociedades de propósito específico, fideicomisos, otros tipos de vehículos, o esquemas asociativos, tanto provenientes del sector privado como del público. Y habilita a realizar oferta pública de títulos negociables.

EL artículo 9° establece ciertos requisitos que deberán contener los contratos que facilitan luego su financiamiento. Se exigen pautas para plazos, obligaciones, distribución de riesgos, mecanismos de control, modalidades de pago, garantías, etc. Tener todos estos aspectos acordados determinará luego que forma de financiamiento podrá utilizar.

El mecanismo de selección del contratista debe ser mediante el procedimiento de licitación o concurso público, nacional o internacional según la complejidad técnica del proyecto, la capacidad de participación de las empresas locales, razones económicas y/o financieras vinculadas a las características del proyecto, la capacidad de contratación disponible, y/o el origen de los fondos cuando se trate de proyectos que cuenten o

requieran financiamiento externo. Todo ello debiendo garantizar la transparencia, publicidad, difusión, igualdad, concurrencia y competencia.

Una característica que destacar es el dictamen que exige el artículo 13° donde se deberán tratar aspectos como la factibilidad y justificación de la contratación, exponiéndose las razones por las cuáles se considera que el interés público se verá mejor atendido mediante el recurso a esta modalidad frente a otras alternativas contractuales disponibles. Este documento estudiara el impacto fiscal, financiero y presupuestario, la suficiencia del flujo de recursos públicos; las externalidades que provocará el proyecto, incluyendo la estimación sobre el flujo probable de ingresos futuros que generará el desarrollo del proyecto a favor de las jurisdicciones pertinentes; el impacto en la generación de empleo, y en el fomento de las pequeñas y medianas empresas y de la industria nacional en general; el impacto socio ambiental que provocará el proyecto. A su vez debe contener una evaluación de costo-beneficio respecto del recurso a esta modalidad contractual, considerando los riesgos en caso de extinción del contrato; y sobre el equitativo reparto de riesgos dispuesto entre las partes, la conveniencia de ejecutar el proyecto mediante un contrato de participación público-privada.

Respecto del tema presupuestario, el decreto reglamentario establece que el Ministerio de Hacienda, incluirá en el presupuesto anual las erogaciones y compromisos que se asuman en el marco de los Proyectos, estableciendo los criterios a los que deberán ceñirse los órganos y entes del Sector Público Nacional para definir e informar dichas erogaciones y compromisos.

Dicha inclusión garantizará la consistencia de las erogaciones y compromisos respectivos con la programación financiera del Estado, en un marco de responsabilidad fiscal y de la

debidamente de cuentas. Deberá expedirse sobre cada Proyecto con respecto a los términos y condiciones del Contrato PPP en lo atinente a la asunción de riesgos y obligaciones por parte del Sector Público Nacional relacionados con la estructura financiera propuesta, incluyendo su costo financiero, y en la medida en que involucre endeudamiento público. También deberá expedirse sobre cada Proyecto, con carácter previo a la firma de los Contratos PPP, sobre la existencia de previsión presupuestaria para afrontar los compromisos asumidos bajo dichos contratos.

En lo que respecta a la estructuración financiamiento; la reglamentación determina que el Contratista PPP podrá contratar préstamos, emitir títulos de deuda con o sin oferta pública, constituir fideicomisos, financieros o no, que emitan títulos de deuda o certificados de participación, crear fondos comunes de inversión y/o cualquier otra estructura financiera susceptible de ser garantizada a través de la cesión de los Contratos PPP y/o de los derechos de crédito emergentes del Contrato PPP - incluyendo los eventuales certificados, actas o instrumentos de reconocimiento de inversión o de la prestación a cargo del Contratista PPP y valores negociables, títulos valores o similares que puedan emitirse – así como sus correspondientes garantías. El Contratista PPP queda habilitado para financiarse cediendo en garantía: el Contrato PPP, sus garantías; el control accionario de la sociedad de propósito específico y el control de los certificados de participación en el caso de fideicomisos.

#### **3.1.4.2 Antecedentes**

Los contratos de participación público-privada constituyen una modalidad alternativa a los contratos regulados por las leyes 13.064 y 17.520, y sus modificatorias, y por el decreto 1023/2001 y sus modificatorias.

En el caso del sector vial, dos etapas de concesiones pueden identificarse como antecedentes a este nuevo esquema de PPP. El primero desarrollado en la década de 1990 hasta 2003, y el segundo a partir de este último año hasta fines de la década. Si bien corresponden a periodos contextuales bien diferentes para el país, puede advertirse un patrón de comportamiento similar para el cual se privilegiaron los intereses económicos y financieros de las empresas concesionarias en detrimento del beneficio social buscado. Mientras que en primer esquema de concesiones el problema financiero fue trasladado al usuario mediante el aumento de los cánones por peajes, en el segundo esquema la solución presentada terminó en una distorsión de subsidios e indemnizaciones por parte del Estado que opacaron los beneficios sociales a percibirse. (Cipoletta Tomassian, 2009)

Sin embargo, puede evidenciarse que, a pesar de las mencionadas dificultades, la reforma en el sector del transporte demuestra que existió una ganancia de eficiencia reduciendo el costo presupuestario. Este factor nos indica que la solución no vendría por eliminar por completo el financiamiento público (a través de subsidios) sino con una mejor regulación de contratos y una política pública que incentive el financiamiento a largo plazo en este sector. (Estache & Carbajo, 1999)

A grandes rasgos los marcos regulatorios vigentes anteriores al PPP, se caracterizaron por asignar mínimos riesgos a los contratistas y garantizar la totalidad del financiamiento por parte del Estado, dejando poco margen a la innovación, a la búsqueda de eficiencia o a la optimización de beneficios económicos en general. Podía observarse que era muy escasa la competencia en las licitaciones y pocos eran los esfuerzos para introducirla. Los proyectos quedaban repartidos entre las principales empresas de la construcción domésticas” (Eduardo Engel, 2014)

### **3.1.4.3 Programa actual**

Según las publicaciones oficiales, el marco normativo de los PPP, aprobado en 2016, intenta combinar las características más exitosas de los sistemas regionales y mundiales, con respecto al financiamiento y a la gestión.

Los contratistas privados tienen la responsabilidad de obtener los fondos necesarios para realizar los proyectos. A su vez, reciben títulos (irrevocables y trasladables) como reconocimiento al avance de la construcción. Estos títulos, garantizan un flujo de pagos por parte del Estado. Así, esta estructura desliga el repago del financiamiento de la obra de sus propios costos y de la operación de esta. De esta manera, se lograría minimizar la brecha entre el costo financiero del contrato PPP y el costo financiero de la deuda soberana. Es decir, la inversión, pasaría a tener un riesgo similar a la deuda pública del país.

Las tarifas cobradas a los usuarios son remitidas a la operadora privada. Eso fortalece los incentivos para la recaudación y el mantenimiento de alta calidad. Sin embargo, se estima que una porción de las tarifas del usuario se destine a la constitución del Fideicomiso PPP, planeado para estructurar los financiamientos de los proyectos bajo este programa

La coordinación de los ministerios bajo de la Subsecretaría de Participación Público-Privado posibilita un breve cronograma en la transición de la adjudicación a la finalización. Las demoras después de una licitación son una debilidad común de los PPP y pueden generar sobrecostos y tensión entre las partes. El proceso de coordinación entre los ministerios relevantes (Ambiente y Desarrollo Sostenible, Finanzas, Producción, el ente contratante, etc.) asegura que, después de la adjudicación, la contratista puede

empezar inmediatamente con la construcción, y tiene que llegar al cierre financiero en 6-12 meses.

Cada proyecto tendría un panel técnico independiente para dar respuestas a disputas entre el contratante y la contratista. Este panel sería compuesto de especialistas (del derecho, la economía, la ingeniería, etc.) elijadas por los dos partidos al comienzo del contrato. Este mecanismo ayuda evitar demoras al recurrir al poder judicial o al arbitraje internacional.

Hay una división de riesgos predefinida para cada tipo de proyecto para utilizar las competencias específicas del contratante y la contratista y reducir la probabilidad de disputas entre los dos partes

#### ***Estructura para su financiamiento***

Si bien son múltiples las opciones que podría tener cada proyecto para obtener financiamiento, desde el programa se estructura una instrumentación homogénea a todos los sectores y proyectos, facilitando a los inversores su evaluación.

Básicamente se constituirán fideicomisos del cual serán fiduciarios los diferentes entes gubernamentales contratantes en representación del Estado Nacional. Estos fideicomisos tendrán como objeto efectuar y garantizar los pagos relacionados a los proyectos del programa. También serán los fideicomisos los encargados de emitir deuda, realizar préstamos o demás instrumentos financieros relativos al financiamiento de los proyectos. Como garantía de repago de ese financiamiento servirán los bienes fideicomitidos afectados, que podrán ser: bienes, garantías, créditos presupuestarios del Estado Nacional, entre otros. Los Beneficiarios de estos fideicomisos serán los contratistas y/o los

tenedores de títulos o tomadores de deuda cuyo repago este garantizado por el Fideicomiso.

Entonces, el fideicomiso correspondiente ira emitiendo títulos bajo instrucción del ente contratante gubernamental a favor de los contratistas a medida que vayan avanzando las obras. Cada contratista entonces podrá revender esos títulos en la búsqueda de financiamiento de manera que pueda encontrar la mejor ecuación financiera para realizar su negocio. Estas transacciones podrán ser realizadas de forma privada o bajo el régimen de oferta publica autorizado a nivel nacional e internacional. De esta forma ganarán liquidez para los inversores. Un mecanismo similar funcionara en la etapa de operación y mantenimiento, incorporando la posibilidad de afectar a los bienes fideicomitidos la recaudación por tarifas a los usuarios. (BICE, 2018).

En el caso de los proyectos más avanzados de transporte correspondientes a la Red de autopistas y rutas seguras - Etapa I, los principales términos y condiciones para la etapa de construcción que pueden distinguirse responden a pagos en 20 cuotas semestrales, es decir un plazo 10 años. El financiamiento está proyectado en dólares estadounidenses. El primer pago se estima será en noviembre de 2020. Y a pesar de que no será considerado deuda soberana, el Estado tiene que mantener las cuentas del fideicomiso cubiertas para afrontar las obligaciones de los próximos 12 meses. (SPPP, Contrato de Fideicomiso Individual "PPP Red de Autopistas y Rutas Seguras", 2018)

## **4 ¿Qué es el FGS?**

En esta sección se hará una descripción completa del organismo en estudio, repasando a su vez el Sistema de Seguridad Social Argentino y sus antecedentes. Se narrarán aspectos como su constitución, funcionamiento, marco regulatorio específico misiones y objetivos. Luego se sintetizará la política de inversión del fondo detallando las principales características, su gobernanza detallando organigrama, estructura y mecanismos de control internos y externos. Por último, se analizarán las inversiones realizadas en proyectos de infraestructura o productivos, puntualizando su planificación, ejecución, estudio y principales características.

### **4.1 Antecedentes: El Sistema de la Seguridad Social en Argentina**

La seguridad social es considerada un bien meritorio, así como, la educación o la sanidad. Como la teoría del ciclo de vida indica, sería eficiente que los individuos mantengan su nivel de ingreso a lo largo de toda su vida, sin embargo, existen fuertes incentivos para que esto no resulte preferente a los propios individuos. El individuo tenderá a consumir la mayor parte de su ingreso en el presente, restándole importancia a guardar una previsión para su futuro. De modo que como el individuo es capaz de obrar en contra de su propio interés, el Estado es responsable de velar por ellos. Esta responsabilidad deriva de la capacidad que tiene el Estado como institución para garantizar un ingreso sustentable a toda la población a lo largo del tiempo. Resulta conveniente que la población mientras genera ingresos, ahorre una parte de estos para poder disponer de ellos en un futuro. Sin embargo, no sería eficiente que ese ahorro permanezca ocioso durante la vida activa de dicha población. Un aspecto importante para que este ahorro sea provechoso es que debe mantener su valor o al menos garantizar su uso en el futuro para plazos relativamente largos. Por lo tanto y para evitar el impacto de la evolución de la economía

es que un mecanismo eficiente es el de transferir recursos desde quienes generan ingresos a aquellos que no lo hacen en un periodo determinado del tiempo. Para que el sistema sea efectivo debe estar garantizado por algún actor que pueda permanecer en el tiempo. El actor que mejor se ajusta a esta característica es el Estado.

Por lo tanto, el problema planteado por el sistema previsional se reduce a que el Estado pueda garantizar el alcance universal y atemporal de las transferencias entre los individuos. Es decir, un esquema de protección social para mayores que logre amplios niveles de cobertura y que sea sostenible financieramente. Sería deseable que la previsión sea tal que cada individuo pueda mantener su capacidad de consumo o gasto a lo largo de toda su vida. Es decir que su condición pasiva no implique una reducción en su ingreso ni en su calidad de vida. Asimismo, es esperado que el sistema garantice la cobertura de un ingreso mínimo que logre cubrir las necesidades básicas del individuo.

Un breve repaso histórico de las principales características del sistema argentino nos demuestra que no ha sido lineal el tratamiento para esta problemática. Sin duda, la existencia de una conciencia estatal sobre ello nos ayuda a contextualizar el origen del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS).

El sistema de seguridad social en Argentina sufrió dos grandes reformas en los últimos tiempos que explican la acumulación de un stock de capital relevante a ser administrado. En primer lugar, la reforma de 1993 que acompañada de otras medidas macroeconómicas marcaron un antes y un después para el sistema previsional. Si bien a lo largo de la historia del país primó un esquema de reparto, durante esta década y hasta casi finales de la próxima, se introdujo un sistema privado de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (FJP) complementario. De esta manera un régimen de capitalización individual coexistía con el

basal esquema de reparto. Por lo tanto, el régimen mediante el cual las contribuciones de los trabajadores sustentan los beneficios de los retirados (el llamado sistema intergeneracional), convivía con uno donde los trabajadores que debían hacer contribuciones mensuales al FJP consistentes en un porcentaje de sus salarios depositadas en cuentas de capitalización individuales administradas por compañías privadas administradoras de fondos de pensiones (AFJP).

En junio de 2007, por Ley No. 26.222 se posibilitó alterar la opción realizada entre ambos esquemas permitiendo cambiar desde el régimen de capitalización hacia el régimen de reparto. De este modo, todos los activos generados en cuentas de capitalización individuales comenzaron a ser transferidos a un primer fondo constituido bajo la administración de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES). Fue entonces cuando comenzó a desarrollarse la segunda reforma al sistema previsional mencionada. Si bien a partir de la crisis de 2001, el sistema mixto presentaba dificultades (Centrangolo, 2004), fue en noviembre de 2008 que se aprobó la Ley No. 26.425, que eliminaba los FJP y establecía nuevamente un único régimen público de reparto. Las compañías administradoras de fondos de pensiones debieron transferir US\$ 23,2 MM en especie –todas las inversiones de capital – al fondo existente. Como resultado, se terminó de constituir el Fondo de Garantía de Sustentabilidad, con activos de alrededor de US\$ 27 MM (FGS, 2009).

#### **4.2 FGS: El Fondo Público de Pensión de Argentina**

Con la constitución de un fondo unificado y administrado por el Estado, también nació una poderosa herramienta para desarrollar una política pública destinada a la creación de fuentes de financiamiento y mercados financieros en general, pero como propulsor del

crecimiento económico y la economía real. Así, desde el origen el FGS fue asignado con el rol y las responsabilidades que se enumeran:<sup>3</sup>

a) Atenuar el impacto financiero que sobre el régimen previsional público pudiera ejercer la evolución negativa de variables económicas y sociales.

b) Constituirse como fondo de reserva a fin de instrumentar una adecuada inversión de los excedentes financieros del régimen previsional público garantizando el carácter previsional de los mismos.

c) Contribuir a la preservación del valor y/o rentabilidad de los recursos del Fondo.

d) Atender eventuales insuficiencias en el financiamiento del régimen previsional público a efectos de preservar la cuantía de las prestaciones previsionales.

e) Procurar contribuir, con la aplicación de sus recursos, de acuerdo con criterios de seguridad y rentabilidad adecuados, al desarrollo sustentable de la economía nacional, a los efectos de garantizar el círculo virtuoso entre el crecimiento económico sostenible, el incremento de los recursos destinados al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y la preservación de los activos de dicho Fondo.

De este modo, el fondo funcionó asistiendo al sistema de jubilaciones y pensiones cuando necesitase fondos para cumplir con las prestaciones y realimentando la economía con los recursos excedentes cuando ellos se produzcan.

---

<sup>3</sup> Decreto 2103/2008

Necesariamente para lograr dichas metas, preservando siempre el valor del activo administrado, el FGS debió y debe participar en el sistema financiero y del mercado de capitales local.<sup>4</sup>

Resumido en el siguiente esquema el FGS administra su cartera de inversiones derivada de los recursos heredados de las AFJP, de su propia rentabilidad y de los excedentes disponibles de lo recaudado por ANSES al final de cada ejercicio. Sus inversiones tienen la finalidad de cubrir eventuales déficits de ANSES y otras obligaciones impuestas.

*CUADRO 3: Recursos y Egresos del FGS*



Es importante mencionar que a raíz de la Ley 27.260 sancionada en 2016, se incorporan una serie de pasivos al FGS que enfatizan la importancia de una buena administración de esos recursos. A partir de dicha ley se reconoce una deuda generada con los aportantes al sistema previsional y se resuelve un procedimiento para saldarla. Su articulado establece un Programa Nacional de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados y se afecta

<sup>4</sup> Por normativa la inversión en el mercado de capitales internacional está prohibida

el producido del FGS para atender las necesidades que el programa genera. Siendo ahora una fuente de recursos para cumplir con pasivos ciertos y no únicamente en situaciones de déficit del sistema previsional. Con esta modificación aparecen nuevos parámetros para la administración del fondo teniendo que respetar una tasa de rentabilidad mínima promedio para que los activos permitan cumplir con dichos pasivos a lo largo de la mayor cantidad de tiempo posible y esperando que sean suficientes para dicho objetivo.

El organismo define sus misiones y funciones, siempre con la finalidad y la atención de estimular la economía real a partir del sistema financiero (FGS, 2018). Así, expone su misión como “Preservar el valor del patrimonio del FGS buscando la rentabilidad de sus recursos, los que podrán ser utilizados para pagar los beneficios del Sistema Integrado Previsional Argentino y para 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.**”

Del mismo modo entre sus objetivos enumera “Invertir en proyectos de infraestructura de alto impacto económico y social” entre otros.

A pesar de la introducción de un nuevo gobierno nacional y su consecuente cambio de gestión, aún se destaca la importancia de promover el desarrollo de la economía real a través de diferentes instrumentos financieros que permitan la adecuada gestión del fondo para resguardar su valor.

### **4.3 ¿En qué invierte el FGS?**

El FGS tiene dispuesto por el artículo 74 de la Ley 24.241 las inversiones permitidas a realizarse con el fondo administrado, y que límites como porcentajes del total de la cartera tienen que respetar.

El criterio general determina las inversiones por la naturaleza del instrumento financiero con la excepción de las inversiones incluidas en el *inciso l)* de dicho artículo, donde el criterio de inversión es por el destino que va a darse a los fondos otorgados. Así, la normativa establece los incisos y límites correspondientes respecto de instrumentos y participación en la cartera total<sup>5</sup>. Se resumen a continuación el detalle impuesto por normativa.

Tabla 1: Instrumentos y límites de Inversión Art.74 Ley 24.241

INCISO art 74	Descripción	Limite	
		% total	% por instrumento
A	Operación de Crédito Público de la Nación	50%	
B	Títulos emitidos por Entes Estatales	30%	1%
	Títulos emitidos por BCRA		3%
C	Obligaciones Negociables	40%	1%
D	Plazo Fijo	30%	
E	Acciones de Sociedades Anónimas	7%-50%	5%
	Obligaciones Negociables Convertibles		1%
F	Acciones de Sociedades Estatales	20%	5%
G	Fondos Comunes de Inversión	20%	3%
H	Contratos Negociables de Futuros y Opciones	10%	
I	Cedulas y Letras Hipotecarias	25%	3%
J	Fondos de Inversión Directa	10%	2%
K	Otros Fideicomisos Financieros	30%	1%
L	Proyectos Productivos o de Infraestructura	50% -5%	5%
M	Préstamos para Beneficiarios SIPA	20%	
N	Préstamos para Beneficiarios NO SIPA	5%	

**Fuente:** FGS

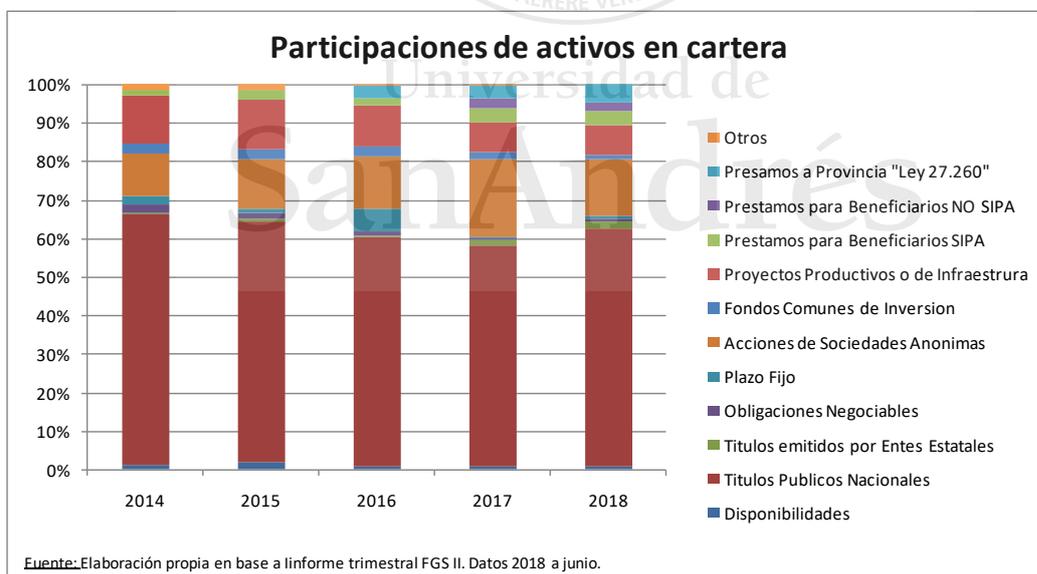
Además, existe una limitación impuesta por el Comité Ejecutivo que implica que en ningún caso se podrá mantener más del cinco por ciento (5%) del FGS invertido en

<sup>5</sup> Artículo 74, Ley 24.241 (modificada por Ley 27.260), ACTA CE N°136 ANEXO

instrumentos emitidos ó respaldados por un mismo emisor. Cuando los emisores actúen en carácter de fiduciarios de fideicomisos financieros, el límite se ampliará hasta el diez por ciento (10%). Aquí quedan exceptuados de este límite los activos emitidos por el Estado Nacional; y los activos emitidos por el BCRA.

Si bien el panorama es amplio, tiene limitaciones que respetar, tanto normativas como de mercado y muchas veces políticas, las que serán analizadas posteriormente. Esto queda demostrado en la poca variabilidad que existe sobre la variación de cada inciso. Siguiendo la evolución del fondo administrados se puede observar que las participaciones por activos en la cartera se mantienen estables en el tiempo. Si bien hay incorporaciones de nuevos incisos las categorías de inversiones elegidas siguen teniendo su peso relativo en el fondo administrado a lo largo de los años.

GRAFICO 1: Participaciones por tipo de activo (o incisos)



Como se observa en el grafico la mayor parte del fondo esta invertida en títulos públicos nacionales. Esta categoría corresponde al inciso a) y encuentra su límite en el 50% de la cartera. Pueden notarse los esfuerzos por reducir estas inversiones para cumplir con el

límite propuesto<sup>6</sup>, pero resulta natural que el propio Estado sea quien absorba la mayor parte del financiamiento.

La segunda gran participación corresponde a las acciones de sociedades anónimas. Si bien estas inversiones oscilan entre un 11% y un 20%, la variación ha tenido que ver en mayor medida a la oscilación en los precios de mercado que a la composición de tenencia de activos. La mayor parte de esta tenencia ha sido heredada del traspaso de los fondos administrados por las AFJP en el sistema anterior. Aun estando lejos de los límites impuestos, este activo en particular tiene sus propias restricciones de operación, dada la gran participación del fondo en el mercado accionario argentino que es relativamente pequeño. Cualquier movimiento de venta o compra de acciones repercutiría en gran medida generando ganancias o pérdidas indeseadas para una política financiera adecuada.

En tercer lugar, tenemos la participación en cartera de proyectos productivos e infraestructura, para la cual dedicaremos una sección a continuación.

Por último, es destacable la participación creciente que se les ha ido otorgando a los Préstamos a beneficiarios. Originalmente a través del programa Argenta se ha destinado una porción de la cartera para el otorgamiento de créditos minoristas a jubilados y pensionados del sistema. Hoy con el nuevo programa de Créditos ANSES se han incorporado beneficiarios como los de asignaciones familiares que también reciben una prestación mensual otorgada por el ANSES. Estos créditos son instrumentados a través del sistema de código de descuento, mitigando de gran forma el riesgo de incobrabilidad

---

<sup>6</sup> En esta categoría el FGS hace una subdivisión entre Títulos negociables garantizados y los Bonos Cuasipar que no son considerados en el cálculo del límite.

de los prestatarios. Ha crecido su impulso a lo largo de los años llegando a representar un 7% del fondo.

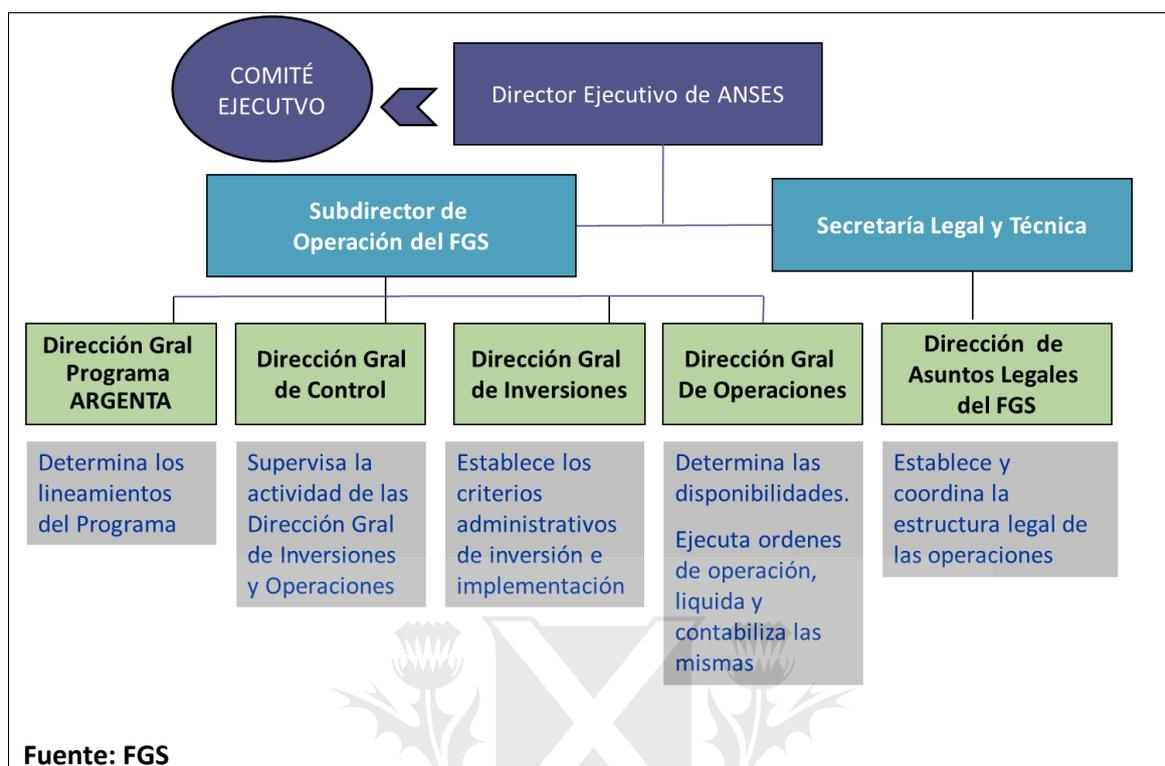
#### **4.4 Organigrama - Estructura**

El FGS se organizó desde sus inicios y a lo largo de las diferentes gestiones, de una forma similar. Su organigrama quedo conformado como se muestra en el cuadro siguiente.

Como se mencionó, el fondo funciona bajo la orbita de la ANSES. La autoridad maxima corresponde al Director Ejecutivo del organismo quien delega todas las funciones operativas al Subdirector Ejecutivo de Operaciones del FGS. De aquella subdireccion dependen las Direcciones Generales respectivas con las cuales se cubren todas las operacioenes y funciones para la administracion del fondo. A su vez, como apoyo legal, el FGS cuenta con la asistencia de una Direccion de Asuntos Legales especialmente dedicada a los temas que competen al fondo en particular, pero que al mismo tiempo responde a la Secretaria Legal y Tecnica de Anses.

Universidad de  
**San Andrés**

CUADRO 4: Organigrama del FGS



Asimismo, y como la normativa lo establece, el FGS cuenta con la asistencia del Comité Ejecutivo, que está integrado por:

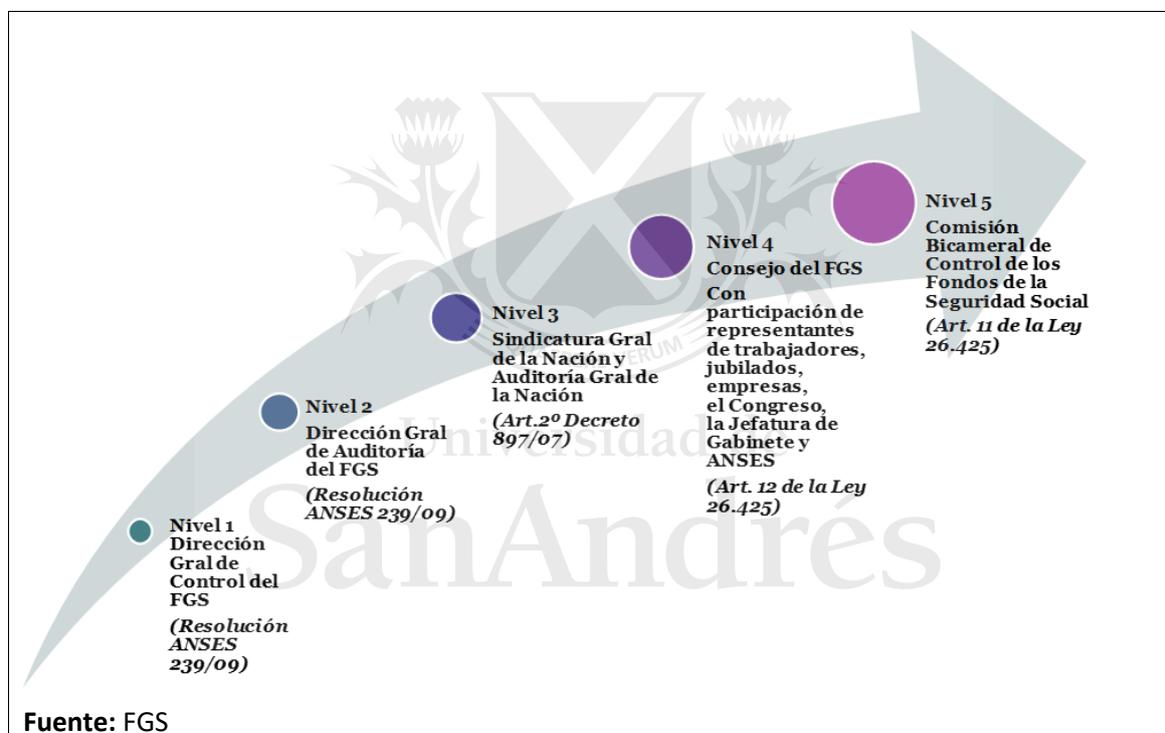
- El Director Ejecutivo de la ANSES como presidente del mismo
- El Secretario de Finanzas del Ministerio de Finanzas Públicas.
- El Secretario de Hacienda del Ministerio de Hacienda.
- El Secretario de Política Económica del Ministerio de Hacienda.

Las decisiones se toman por mayoría simple y el Director Ejecutivo de ANSES tiene derecho a veto. En caso de empate el voto de dicho funcionario tiene valor doble.

Existe a su vez un Comité de Inversiones que posee funciones operativas por subdelegación del Subdirector Ejecutivo de Operación del FGS. Este Comité está integrado por el Subdirector Ejecutivo, el Director General de Inversiones y el Director General de Operaciones del FGS; y toma las decisiones diariamente elevando cuando es necesario los diferentes temas a consideración del comité Ejecutivo. (FGS, 2019)

En cuanto a los controles que el organismo es sometido, se pueden destacar cinco niveles como el graficado a continuación. Comenzando con el primer nivel, efectuado en el mismo organismo, recorriendo las diferentes instancias de la institución a la cual responde y a la administración Nacional. Al mismo tiempo, lo evalúa un consejo constituido con los diferentes actores de la sociedad y del gobierno que se consideran como parte interesada por las acciones del FGS. Por último, también se somete a la fiscalización de una comisión constituida por los propios senadores y diputados nacionales. (FGS, 2019)

CUADRO 5: Niveles de Control



#### 4.5 Cuál es su participación para invertir en infraestructura

Desde el anterior sistema instaurado con las AFJP, la Ley No. 26.222, sancionada en febrero de 2007 se agregó un nuevo inciso a las inversiones permitidas en las que los fondos de pensión podían invertir: el inciso q). Incluía títulos de deuda, fideicomisos, y otros títulos de deuda con el objetivo de financiar proyectos productivos y de infraestructura de mediano y largo plazo en Argentina. La ley también creó una

obligación para las compañías administradoras de fondos de pensión privados de invertir entre el 5% y el 20% de sus carteras en inversiones en este inciso, buscando llegar al límite mínimo dentro de los siguientes cinco años. Sin embargo, en 2008, fue interrumpido este proceso al instaurarse el nuevo régimen y creando el FGS como ya se mencionó. Así, la Ley N.º 26.425, transfiere la administración y dispone que “el activo del fondo se invertirá de acuerdo con los criterios de seguridad y rentabilidad adecuados, contribuyendo al desarrollo sustentable de la economía real a efectos de garantizar el círculo virtuoso entre crecimiento económico y el incremento de los recursos de la seguridad social”.

A la fecha, y mediante las correspondientes adecuaciones a la normativa, el inciso correspondiente a los proyectos productivos y de infraestructura pasó a ser el *inciso l)*, se incorporó como destino de inversión el inmobiliario, y se aumentó el límite máximo al 50% de la cartera, enfatizando el interés por estas inversiones.

Dentro de las inversiones a enmarcarse en el *inciso l)* y dadas las misiones y funciones, el FGS busca financiar proyectos donde el impacto social, económico y/o ambiental sea relevante a nivel nacional, provincial o regional.

El Comité Ejecutivo del FGS, delineó las directrices para la inversión de los activos del FGS, haciendo constar que “... *debe privilegiarse las inversiones con activos del FGS que fomenten la obra pública , la construcción de viviendas, el consumo interno, la producción de bienes exportables con alta concentración de mano de obra, la construcción de bienes y equipos productivos y demás actividades dinamizadoras de empleo [...] los activos del FGS deben contribuir además, a los objetivos de política de financiamiento definidos por los estados nacional, provincial o municipal, teniendo en*

*consideración los niveles de riesgo/rentabilidad de la inversión, asimilable en base a la calificación crediticia del emisor y a especies comparables en el mercado en el cual operan. [...] todos aquellos proyectos que por sus características deban encuadrarse en el inciso q) del artículo 74 de la Ley 24.241 [...] serán considerados parte activa en la política de inversiones a adoptar y por lo tanto prioritarios al momento de invertir los recursos del FGS, con independencia de la forma que los activos adopten (títulos valores, mutuos, fideicomisos, etc.)...”. (Comité Ejecutivo FGS, 2010)*

Por otra parte, las inversiones encuadradas en este marco debieron contar con una opinión otorgada por una Universidad Nacional ubicada en la región en que tendría impacto el proyecto a financiar. Dicha opinión debía hacer referencia a su viabilidad económica y financiera y a su incidencia en la economía regional o nacional. Del mismo modo se requería un dictamen técnico de viabilidad económica emitido por la Secretaría de Política Económica del entonces Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Esta exigencia la estableció el artículo 15 inciso b) del Decreto N° 2103/2008. En 2016 dicho artículo fue derogado completamente, sin embargo, un requerimiento similar se mantuvo a raíz de lo impuesto por el Comité Ejecutivo mediante cuando se adecuaron los “PRINCIPIOS DE SEGURIDAD Y RENTABILIDAD DE LAS INVERSIONES CON ACTIVOS DEL FONDO DE GARANTÍA DE SUSTENTABILIDAD”. (Comité Ejecutivo FGS, 2016). En la actualidad, se solicita a los interesados en el financiamiento de cada proyecto un dictamen elaborado por una institución independiente y con competencia en el tema del proyecto que acredite los beneficios e impactos que generara el proyecto a financiar. (Comité Ejecutivo FGS, 2016).

Como se analizará más adelante, las inversiones se orientaron a proyectos impulsados tanto por organismos del sector público, como empresas estatales y/o privadas que promuevan el desarrollo de infraestructura, el sector productivo y el mercado hipotecario.

Todas las inversiones deben atravesar un proceso que consta de la aprobación del Comité Ejecutivo del FGS. La aprobación de cada operación se ve reflejada en las Actas correspondientes de Comité publicadas.

Actualmente, el organismo todavía tiene el apremiante desafío de lograr cumplimentar con un objetivo impuesto normativamente. Se le exige al organismo lograr una diversificación de cartera tal que permita tener colocados el mínimo del 5% de sus fondos en inversiones de este tipo. Estimaciones elaboradas por el organismo presentan que en los últimos años el porcentaje de participación de proyectos productivos a descendido a al 6% (Informe I Trimestre, 2019). Lo cual representa un panorama poco alentador si no comienza a suscribir nuevas inversiones en infraestructura.

#### **4.5.1 Planes de Inversión**

Para la correcta planificación, la normativa instituye por artículo 10 del decreto 897/07 (modificado por el decreto 2103/2008) que se elaborará un plan de inversiones. Durante el curso del ejercicio, podrán efectuarse modificaciones a dicho plan cuando existan situaciones coyunturales que así lo justifiquen. Tanto el plan como sus eventuales modificaciones deberán ser aprobados por el Comité Ejecutivo del Fondo e informados a la JEFATURA DE GABINETE DE MINISTROS."

Analizando las Acta de comité ejecutivo se encuentra anualmente un plan de inversiones donde se esbozan lineamientos para inversiones en general y especialmente para proyectos productivos.

Para el año 2010, se estimaba un monto determinado en USD 3.545 millones conforme a las necesidades de financiamiento informadas por las aéreas técnicas. A su vez este monto sería distribuido en los siguientes sectores: Energía USD 1.670 millones, Vial 299 millones, transporte USD 208 millones, Hídrico USD 260 millones, Azucarero USD 65, y Vivienda USD 1.041 millones (Comité Ejecutivo FGS, 2010). Posteriormente fueron ampliados los montos destinados al sector energético y al vial. (Comité Ejecutivo FGS, 2010)

Para el año 2011, la planificación fue similar al año anterior con los siguientes valores. Un total de USD 1.893 serían destinados a inversión en proyectos productivos. Para el sector Energía USD 1.055 millones, Transporte USD 502 millones, Hídrico USD 209 millones y vivienda 125 millones (Comité Ejecutivo FGS, 2010)

El plan para el año 2012, incluyo solo el monto total en pesos, calculados al tipo de cambio de esa fecha ascendía a USD 1680 millones<sup>7</sup> (Comité Ejecutivo FGS, 2011)

---

<sup>7</sup> Dólar Referencia Com 3500: 4,20

Plan de Inversiones 2013 *“se estima alcanzar el tope del 20% del total de las inversiones en cartea previsto por ley, continuando con las inversiones en vivienda, créditos hipotecarios y otros proyectos productivos”* (Comité Ejecutivo FGS, 2012)

Plan de Inversiones 2014 *“continuar con las inversiones en el Programa VRD Pro.Cre.Ar, por un monto estimado en el 2014 de \$13,285 MM correspondientes a \$ 9,5 MM en integraciones del Trami I y \$3,785 MM en futurass suscripciones. Asimismo se estima invertir un punto porcentual de la cartera (1%) en otros proyectos productivos y/o de infraestructura”*. (Comité Ejecutivo FGS, 2013)

Para el 2015, el objetivo era continuar con las inversiones en el Programa VRD Pro.Cre.Ar, por un monto estimado en el 2015 de \$19,5 MM. (Comité Ejecutivo FGS, 2014)

En el año 2016 el Plan de inversiones programa redacta: *“Invertir en proyectos de largo plazo para incrementar el potencial de crecimiento de la economía argentina, con alto impacto económico y social, por hasta el 20% de la cartera del FGS.”* (Comité Ejecutivo FGS, 2016)

Para el año 2017, la propuesta es seguir con *“... una política activa de inversión en proyectos productivos o de infraestructura de largo plazo y con externalidades positivas sobre la economía nacional, con el objetivo de incrementar la participación del inciso l) sobre el total del Fondo. En este sentido se buscará aumentar la inversión en sectores clave, tales como energía y vivienda, priorizando la diversificación geográfica.”* (Comité Ejecutivo FGS, 2017)

Para el año 2018, se mantiene la propuesta incluyendo posibles inversiones en proyectos de Participación Público Privada (PPPs) implementados por la Ley 27.328 (Comité Ejecutivo FGS, 2018)

#### **4.5.2 Inversiones en proyectos productivos o infraestructura**

Esta sección se describirán las principales inversiones en las que participó el FGS y que fueron enmarcadas bajo el *inciso l)*. Con este análisis se buscará enumerar las características más importantes para construir indicadores que determinen si un instrumento es viable para una inversión del FGS.

Desde comienzos del FGS se pueden distinguir los siguientes proyectos (detallados en la siguiente tabla) enmarcados en el *inciso l)* (antes *q)*) que nos indican que fueron elegidos por el objeto de su inversión y no, como en otras clasificaciones, siguiendo otros parámetros:

Tanto el proyecto denominado como “Forestal”, el denominado “Municipalidad de Rio Cuarto”, y “Central Térmica Loma la Lata”: fueron heredados de la administración de las AFJP, pero continuaron en cartera. De todos modos, serán excluidos para la construcción de indicadores para el análisis, considerando que no fueron una definición de inversión activa de la institución.

Tabla 2: Proyectos Enmarcados en inciso L) (antes Q)

PROYECTO	SÍNTESIS
Central ATUCHA II	Finalización central atómica Atucha II
Central Eléctrica EPEC	Financiación de la construcción de la central termoeléctrica.
Central Térmica Barragán	Financiamiento a ENARSA para la realización, el suministro, la construcción, el montaje, la puesta en marcha, la supervisión de la operación y el mantenimiento de una central de generación eléctrica de potencia 560 MW equipada con turbogeneradores de gas.
Central Térmica Brigadier López	Financiamiento a ENARSA para el suministro, la construcción, el montaje, la puesta en marcha, la supervisión de la operación y el mantenimiento de una central de generación eléctrica de potencia 280 MW equipada con turbogeneradores de gas.
Soterramiento Ferrocarril Sarmiento	Financiación para el Soterramiento de la línea de Ferrocarril SARMIENTO.
Plan de Recursos Hídricos	Financiamiento para la realización del "Plan Maestro de Recursos Hídricos / Plan Federal de Control de Inundaciones" que contempla el desarrollo de obras hídricas (desagües pluviales, drenajes, saneamientos de cuencas, dragados, obras de defensa sobre márgenes, ensanche de cauces, etc.) en 15 provincias argentinas.
Plan Plurianual de Viviendas	Financiación para la construcción de viviendas a nivel provincial en el marco del Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas (Convenio Marco).
Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	Financiación al BHN para ejecutar el "Plan de Financiamiento de Viviendas" para construcción y/o adquisición de viviendas.
Plan de obras Viales	Ejecución de infraestructura vial en el marco del Plan Vial del Ministerio de Planificación y Obras Públicas. Pavimentación de 23 mil cuadras y rutas pre urbanas en la Prov. de Buenos Aires.
General Motors de Argentina	Fabricación de un nuevo vehículo, en la planta de Alvear (Santa Fe), denominado "Proyecto Viva".
Centrales Térmicas Manuel Belgrano y Timbúes	Finalización de dos Centrales Termoeléctricas: Manuel Belgrano y Timbúes. Ambas son de ciclo combinado con una potencia neta de 823 MW, cada una de ellas
Central Térmica Loma de la Lata	Consiste en el cierre del ciclo de la planta de ciclo abierto, aumentando la eficiencia de la central de 32% a 50% y le brindará a la Central una capacidad adicional de 176 MW para la matriz energética del país, llegando la planta a un total de 546 MW
Plan AYSA	Financiación para una planta de potabilización de agua (Tigre, Paraná de las Palmas) y otra de pretratamiento, estación de bombeo y emisario con difusiones (Sistema Berazategui).
Plan Incentivo automotriz	Financiar a través de colocaciones a plazo fijo en entidades bancarias y crédito directo, créditos prendarios para la adquisición de automóviles.
Pro.Cre.Ar	Facilitar el acceso a la vivienda propia de la población y la generación de empleo como políticas de desarrollo económico y social.
Municipalidad de Río Cuarto	Ejecución obras infraestructura en general en el municipio
Forestal	Explotaciones forestales en la Provincia. de Corrientes
Gasoductos Córdoba	Construcción de diez sistemas de gasoductos en la provincia de Córdoba.
Infraestructura eléctrica Chaco	Obras destinadas a aumentar la transmisión y distribución de energía en la provincia de Chaco.
Central Térmica Tandil	Construcción y operación de una central de generación termoeléctrica en Tandil, provincia de Buenos Aires de 150 MW.
Central Térmica Villa María II	Construcción y operación de una central de generación termoeléctrica en Villa María, provincia de Córdoba de 150 MW.
Plan estratégico YPF	Avance de obras en el complejo industrial La Plata.
Oleoducto Lago Pellegrini - Loma Campana	Construcción de Oleoducto de 88k en Vaca Muerta

Fuente: Elaboración propia

Asimismo, excluirémos del análisis el Plan de Incentivo a la Industria Automotriz. Si bien fue una inversión que se originó por el FGS y fue enmarcado en este inciso, la metodología de inversión se asemeja más a una línea de crédito con las agencias automotrices, que a una financiación de un proyecto específico.

Algunos de los proyectos, no fueron encuadrados desde su suscripción por el FGS en el *inciso q)* o luego *l)* por cuestiones normativas, pero luego fueron readecuadas, dando cuenta la importancia del destino del financiamiento. (Comité Ejecutivo FGS, 2107)

Habiendo hecho las exclusiones mencionadas, si tomamos los valores invertidos al tipo cambio de su emisión, el monto de inversión realizado a lo largo de la vida del FGS (tomando datos hasta junio 2018) asciende a USD 12.870 millones<sup>8</sup>.

#### **4.5.2.1 Análisis sobre características de las inversiones:**

##### a) Por sector

Analizando los valores invertidos por sector, se observa que el financiamiento destinado a Vivienda (construcción de vivienda y desarrollo del mercado hipotecario) tiene la mayor participación dentro de las inversiones. El Sector energético continúa en segundo lugar. La importancia de ambos sectores dentro del total describe la situación de infraestructura del país durante el periodo de análisis, siendo sectores muy comprometidos donde el déficit llegó a significar distorsiones de mercado severas.

---

<sup>8</sup> Incluye montos comprometidos a desembolsarse luego de cumplidas ciertas condiciones precedentes. Se consideran inversiones desde el momento en que el FGS posee un compromiso en firme, tomando como esta como fecha de inversión. (CT Tandil, CT Villa María y Oleoducto LC-LP e instrumentos con integraciones parciales)

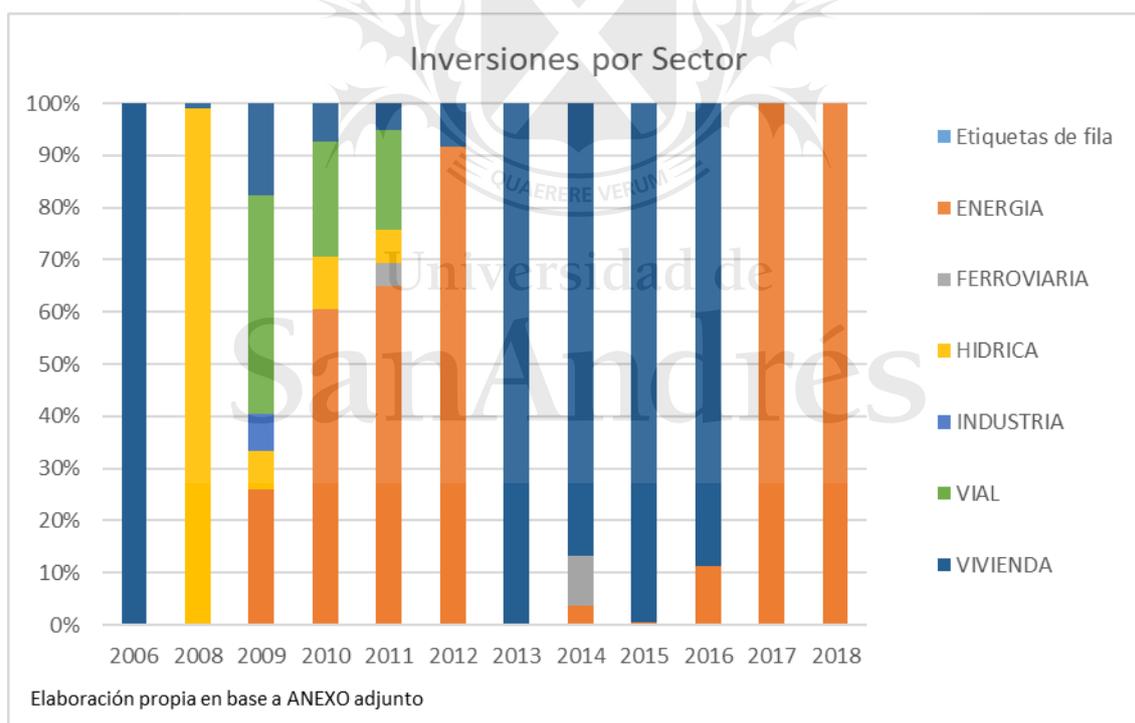
Tabla 3: Inversiones por Sector

SECTOR	Inversión en USD	%
ENERGIA	4.435.640.002,13	34,46%
FERROVIARIA	320.135.041,65	2,49%
HIDRICA	713.991.696,70	5,55%
INDUSTRIA	68.188.400,07	0,53%
VIAL	1.515.453.762,47	11,77%
VIVIENDA	5.816.776.824,37	45,20%
<b>Total general</b>	<b>12.870.185.727,40</b>	<b>100%</b>

**Fuente:** Elaboración propia

Si ordenamos las inversiones realizadas anualmente, observamos cuales fueron según sector las inversiones predominantes.

GRAFICO 2: Inversiones por sector



Como puede observarse a partir de 2009 hasta 2012 el sector energético va ganando importancia dentro de las inversiones realizadas por el fondo. Es en estos años donde se suscriben instrumentos destinados a la construcción de la Central Nuclear Atucha II y las Centrales Térmicas Barragán y Brigadier López. Luego en 2017 y 2018, volverá ser el

sector predominante, sin embargo, con una mucha menor participación respecto del total de la cartera.

A partir de 2012, con el lanzamiento del programa Pro.Cre.Ar, y hasta el 2016, se observa casi exclusivamente la inversión en el sector Vivienda, dando cuenta de la importancia que cobra el programa mencionado a nivel nacional.

Si consideramos los valores de cartera a junio de 2018, el 92% de las inversiones en este rubro corresponden a cinco de los proyectos. La inversión en Pro.Cre.Ar sigue significando la mayor parte de la inversión en este inciso, representa el 44,3% de la totalidad del inciso y un 3,4% de la cartera general. Con un 23,6% en este inciso y un 1,8% de la cartera total, sigue la inversión en la Central Atucha II. En tercer lugar, se ubican las centrales operadas por Enarsa S.A. (Barragán y Brigadier López) con 15,3% del inciso y 1,2% de la cartera. Con porcentajes mucho menores (del 4%) encontramos las inversiones en la Central operada por EPEC y la inversión en el Plan Sisvial<sup>9</sup> (FGS, 2018)

Entonces, sectorialmente pareciera haber una preferencia por el sector vivienda y energía.

De todas formas, se han hecho incursiones en otros sectores con igual éxito. Como mencionamos, los planes de inversión del Comité Ejecutivo priorizaron estos dos sectores a lo largo de los años. Si bien existió esta preferencia ningún lineamiento descarta inversiones en otros sectores específicamente, dejando abierta la posibilidad a que se encuentren proyectos de inversión en toda la economía nacional.

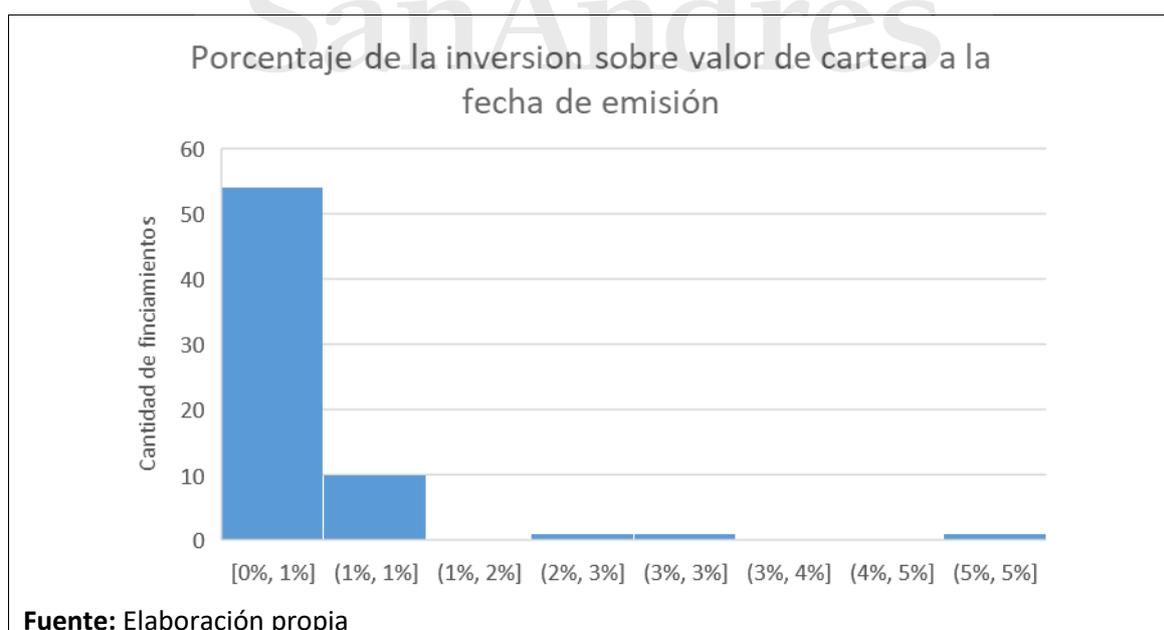
---

<sup>9</sup> Debe tenerse en cuenta que existió deuda suscripta a corto plazo destinada al Plan Vial que ya ha sido completamente saldada

b) Por tamaño o monto relativo.

Para relevar que parámetro de **tamaño** debe tener una inversión para ser susceptible a invertir, basta con analizar qué participación sobre la cartera tenía cada instrumento al momento de su incorporación como activo. Como muchos de dichos activos fueron integrados por partes contra avance de proyectos se tomará en cuenta cada vez que se realizó una suscripción como una inversión diferente. Así, se puede observar que la mayor la mayor cantidad de suscripciones fueron aprobadas con menos del 0,069% de la cartera de ese momento. Sin embargo, notamos que fueron aprobados a su vez, inversiones mayores al 2,50% de la cartera llegando al valor máximo de casi el 5% para una de las suscripciones en el proyecto Pro.Cre.Ar. De modo, a pesar de que pareciera que la preferencia es por invertir en montos menos significativos, no existen limitaciones para el tamaño del activo a incorporar, siempre que se respeten las impuestas al inciso correspondiente, y a las generales por emisor que propone el Comité Ejecutivo.

GRAFICO 3: Inversión sobre cartera total



## c) Por participación del FGS

Respecto de la **participación del FGS** en cada inversión, se observa un cambio entre las gestiones de administración. Cruzando una línea entre gestiones de diferentes gobiernos se observa que la nueva administración prioriza la participación de otros agentes de inversión en las operaciones a realizar. Este hecho indica que en línea con la política pública en general el gobierno está buscando la participación del sector privado en los mercados financieros. Sin embargo, la presencia de la participación del fondo es importante y permite la completitud del financiamiento.

Tabla 4: Participación porcentual del FGS en el financiamiento de cada proyecto.

PROYECTO	Año de primera suscripción	Participación de FGS
Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	2006	86%
Plan AYSA	2008	100%
Plan de obras Viales	2009	95%
General Motors	2009	100%
Centrales Térmicas Manuel Belgrano y Timbúes	2009	94%
Central ATUCHA II	2010	99%
Plan de Recursos Hídricos	2010	81%
Plan Plurianual de Viviendas	2010	95%
Central Eléctrica EPEC	2011	100%
Soterramiento Ferrocarril Sarmiento	2011	96%
Central Térmica Brigadier López	2011	98%
Central Térmica Barragán	2011	98%
Plan estratégico YPF	2012	100%
Pro.Cre.Ar.	2013	100%
Infraestructura eléctrica Chaco	2015	24%
Gasoductos Córdoba	2016	20%
Central Térmica Benito Juárez	2017	17%
Central Térmica Villa María	2017	17%
Oleoducto Lago Pellegrini - Loma Campana	2018	79%

**Fuente:** Elaboración propia

Hasta 2014, para cada proyecto, podemos notar que fue preponderante el tomar la mayor parte de la deuda. La razón lógica de este fenómeno podría ser que se intentaba garantizar el paquete completo de inversión para que la terminación de la obra no corriese riesgos adicionales por desfinanciamiento. Al no existir problema de tamaño de inversión, esto podría ser algo fácilmente realizable por el FGS. Del mismo modo, podría resultar perjudicial para su justificación frente a los órganos de control que sea solamente el FGS quien tome la inversión, pudiéndose asumir que no existió otro participante de mercado interesado.

Una transacción con participación de otros actores demostraría que el activo suscripto es considerado “de mercado.” En 2015 la única inversión que tiene su suscripción primaria responde a un activo que fue originalmente encuadrado en otro inciso (Comité Ejecutivo FGS, 2015), es por ello que no parece seguir la regla impuesta para sus antecesores. Dicha inversión fue reencuadrada luego al poder distinguirse su destino como obra de infraestructura.

A partir de 2016, se puede observar un cambio en el porcentaje que el Fondo acepta sus inversiones en infraestructura. Las participaciones disminuyen, sumándose mayores participaciones de otros inversores. En estas oportunidades, se tomaron los resguardos necesarios para que el financiamiento quedara completo.

En el caso de los Gasoductos Troncales de Córdoba, el Comité Ejecutivo aprobó la inversión en las dos oportunidades de suscripción por un monto mayor al adjudicado, USD 150 millones (Comité Ejecutivo FGS, 2016) USD 110 millones (Comité Ejecutivo FGS, 2017). Finalmente se adjudicaron USD 60 millones (FGS, 2017) Esto demuestra que al tener mucha demanda la asignación a cada inversor fue menor a la solicitada.

Distinto fue el caso para los préstamos sindicados que financiaron las centrales térmicas en 2017, este instrumento fue suscrito en conjunto con un grupo de bancos completando todo el financiamiento necesario (Comité Ejecutivo FGS, 2017).

Por último, la transacción para el proyecto del oleoducto de 2018 implicaba que los accionistas mayoritarios aportaran hasta un 30% del capital necesario (Comité Ejecutivo FGS, 2018).

Así se logran mitigar cuestionamientos de los órganos auditores o de control. Pero como contrapartida el fondo pierde algunos grados de libertad al momento de negociar reestructuraciones, debiendo coordinar intereses con otros inversores.

De todas formas, esta característica puede ser determinante para otros inversores de mercado. Muchas veces la participación por parte del FGS, aun en porcentajes minoritarios, los alentó a también participar de la inversión. La seguridad brindada por un agente estatal, como el FGS, da señales a otros agentes a estimar que sus intereses serán mejor representados. Sobre todo, cuando el deudor es el propio Estado, nadie esperaría que dos áreas estatales entren en conflicto y que cualquier controversia sería más fácilmente negociable que con cualquier inversor privado.

En la práctica ha sido poco frecuente la participación de otros inversores en activos ofrecidos públicamente. Los casos de las centrales térmicas de Enarsa S.A. y de los programas viales e hídricos muestran esta particularidad. En estos casos vemos que la participación de otros inversores llegó al 2% en el primer caso, al 5% en los planes viales y no alcanzó el 20% en programa hídrico. Todas estas participaciones fueron sobre las estructuras a corto plazo propuestas. Quizás influyeron otros factores como la iliquidez

o el plazo, o también el hecho de tener un inversor tan grande como el fondo analizado no incentivo a los oferentes a buscar a su vez nuevos inversores.

d) Por garantías ofrecidas

Otra característica importante resulta las **garantías** que cada inversión ofrece. Aquí las opciones son muy variadas y dependerán de las características de cada proyecto. Pero son las garantías de cada proyecto las que en última instancia resguardaran el activo de inversión. Cuanto mejor sea esa garantía mejor calificación crediticia tendrá el instrumento de inversión y mayor demanda representara. En este sentido evaluaremos las garantías dependiendo si representan variables ajenas al proyecto a financiar o no. Que posean un elemento independiente asegura en mayor medida el pago de la inversión.

Una de las mejores garantías que podrá obtenerse será la de un otorgamiento de un aval del tesoro nacional. Esta garantía transforma cualquier activo en el más seguro que puede obtenerse dentro de las inversiones locales, dado que pasa a tener riesgo soberano, y el pagador en última instancia será el Estado nacional. Esta garantía necesita aprobación presupuestaria por parte del poder legislativo, si bien puede ser otorgada por el poder ejecutivo luego deberá ser incluida en el presupuesto nacional. En un segundo lugar estarán la cesión de fuentes impositivas que el Estado nacional pueda efectuar. Si bien, ya no requeriría su aprobación presupuestaria sí será necesaria alguna instrucción del poder ejecutivo para derivar dichos fondos.

Siguiendo esta línea encontramos activos con garantías provinciales. Aquí es válido aclarar que no todas las provincias serán calificadas de igual manera y mucho tendrá que ver cuál ha sido su gestión gubernamental y como han honrado sus deudas en el pasado. Por ello es que la cesión de ingresos provenientes de la coparticipación federal podría

ayudar a ser una garantía intermedia y homogénea a todas las provincias. Esto dependerá en que momento sea apropiado el flujo por parte de la garantía. Siendo que el dinero es recaudado por el Estado nacional y luego distribuido automáticamente a las provincias, una buena recomendación sería que el flujo de dicha coparticipación pueda ser captada antes de que la provincia disponga del ingreso.

Luego tenemos los casos donde la única garantía de pagos depende de los ingresos propios del tomador o inclusive de la propia obra a desarrollar.

La observación sobre los fondos invertidos arroja que la mayor parte de fondos están garantizados bajo alguna fuente de garantía independiente y estatal. Casi un 70% de las inversiones pose algún instrumento como los descriptos. Un 48,82% posee aval del tesoro nacional y un 17,69% tienen afectado el flujo de ingreso por alguna fuente tributaria.

e) Por Emisor

Si analizamos las inversiones **por emisor/tomador/deudor, u organismo patrocinador** vemos que entre activos elegidos existe una fuerte presencia de organismos públicos. Si miramos las características de los proyectos podemos asumir que necesariamente deben tener alguna intervención estatal, aunque sea para el otorgamiento de autorizaciones o visados. Lo que no siempre queda claro es quien es el que debe pagar la obra y/o eventualmente hacerse cargo del financiamiento. Aquí nos concentraremos en contestar a quien fue el financiamiento suministrado, para ello es útil imaginar quien debiera realizar los aportes de capital si no existiera el financiamiento para realizar las obras. Un simple estudio de las inversiones indica que el 91% del monto invertido correspondió a instrumentos cuyo tomador fue un organismo representante del Estado Nacional, un 5% a entes provinciales, un 3% a entidades mixtas y solo un 1% fue destinado a empresas

puramente privadas. Como se desarrolla más adelante esta particularidad, puede ser explicada por las exigencias normativas de los dictámenes requeridos en un primer momento por la Secretaria de Política Económica y una Universidad Nacional.

f) Por estructura

También es necesario hacer mención a la **estructura** elegida por los instrumentos de inversión, dado que también ofrece mitigaciones de riesgo atractivas para los inversores. Muchas veces a pesar de los mayores costos asociados a estructuras más sofisticadas, estas son preferidas por ofrecer menos vulnerabilidades en contextos de dificultades.

Si bien las inversiones en infraestructura pueden ser aprobadas por el organismo con mayores flexibilidades que otros tipos de inversión, se puede ver una marcada preferencia por instrumentos de oferta pública.

Aquí, vale aclarar que, este tipo de oferta tiene una mayor y mejor publicidad dado que están regulados y enmarcados en mercados de capitales específicos. Es decir, es factible que las áreas técnicas, puedan tener mejor y más información a la hora de buscar oportunidades de inversiones.

El 89,37% de las inversiones se estructuraron bajo fideicomisos financieros de oferta pública. Bajo esta estructura se constituye una alternativa de financiamiento y una opción de inversión en el mercado de capitales que integra el proceso de titulización de activos o securitización. La titulización es un mecanismo que permite la conversión de activos ilíquidos en activos líquidos a través de la emisión de valores negociables. La principal ventaja del Fideicomiso Financiero implica que los bienes fideicomitidos quedan exentos de las acciones de los acreedores del fiduciario y del fiduciante. Constituyen un

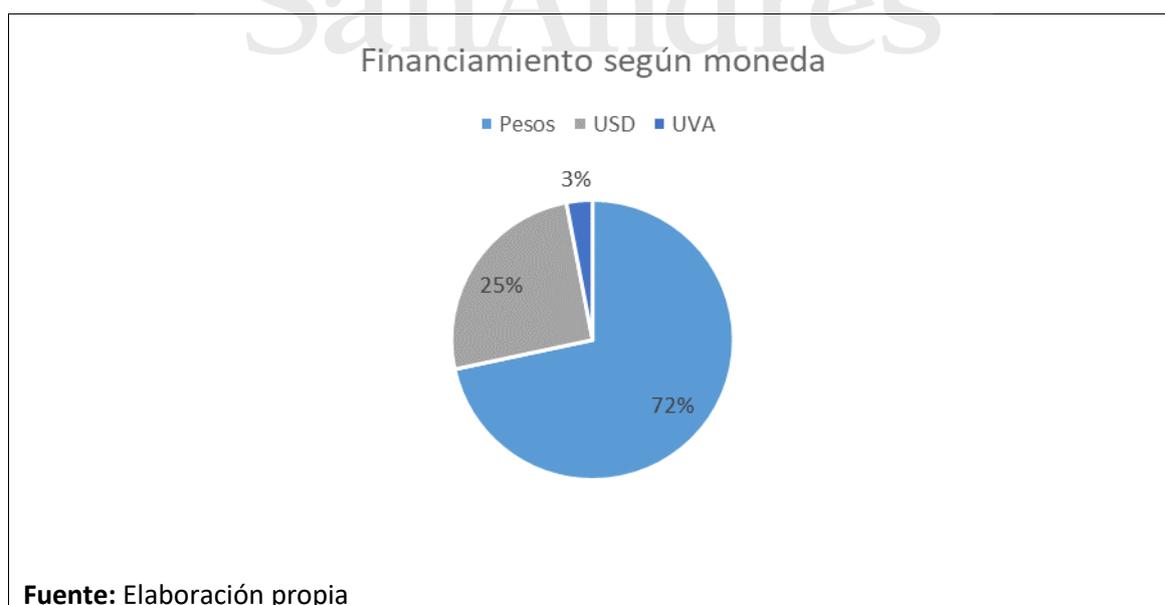
patrimonio separado del patrimonio de las partes mencionadas (Arts. 14 y 15 de la Ley 24.441).

A ello, cabe agregar las ventajas de la emisión de valores fiduciarios mediante oferta pública. Permite el acceso a mayores volúmenes de recursos de financiamiento, diversificando su fuente de ingresos. Le da mayor seguridad de inversión al estar debidamente regulados todos los participantes del mercado. Por último, se agrega el acceso a información transparente, oportuna y veraz sobre la emisión para la toma de decisiones.

g) Por moneda

Al clasificar las inversiones en infraestructura **por moneda**, se pueden observar las realizadas en pesos y las realizadas en dólares estadounidenses. En los últimos años, además se previó incorporar una serie de inversiones en UVAs.

GRAFICO 4: Inversiones según moneda.

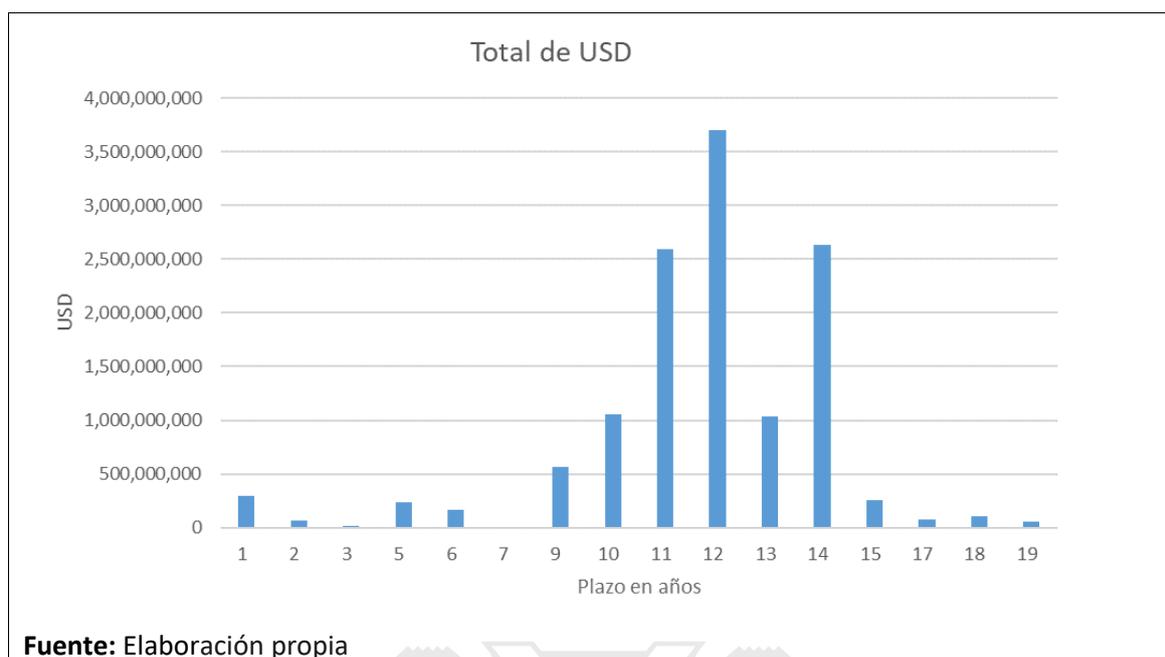


La posibilidad de adquirir activos en moneda extranjera o en UVAs nos demuestran que, aun siendo inversiones dentro de la nación, ofrecen una opción para mantener la calidad de las inversiones al tener asegurados riesgos cambiarios o riesgos de coyuntura económica propias del país. Otro ejemplo para asegurar inversiones pueden ser la incorporación de legislaciones extranjeras y así evitar que contextos políticos o gubernamentales interfieran a la hora de solucionar controversias entre las partes. La moneda elegida en cada caso tendrá que ver con la moneda de la fuente de repago que haya sido asignada. Lo importante es notar que no existen limitaciones en este sentido.

#### h) Por plazo

Como es característico de estos proyectos, vemos que las inversiones tienden a tener un **plazo** extendido en el tiempo llegando a tener fechas de vencimientos a más de 15 años. En contextos macroeconómicamente inestables es usual que los inversores se vean más atraídos por inversiones a corto plazo. Si bien existieron algunos activos de menor plazo aun son más extendidos que el promedio de las inversiones ofrecidas en el mercado. Para las colocaciones elegidas por el FGS en infraestructura un promedio ponderado por monto invertido arroja un plazo 11 años y medio.

GRAFICO 5: Plazos de financiamiento.



Fuente: Elaboración propia

Tabla 5: Plazos de financiamiento

Plazo en años	Total de USD	Cantidad de proyectos
1	299,658,477	1
2	68,188,400	1
3	18,981,042	2
5	238,777,496	10
6	171,257,766	8
7	5,661,220	1
9	564,675,200	1
10	1,052,656,409	7
11	2,592,399,625	7
12	3,703,066,766	11
13	1,037,738,970	3
14	2,636,951,344	1
15	257,756,430	9
17	76,037,694	1
18	107,999,021	2
19	55,541,317	2
<b>Total general</b>	<b>12,887,347,176</b>	<b>67</b>

Fuente: Elaboración propia

Como puede observarse en el gráfico, la mayor cantidad de dólares otorgados destinados al financiamiento de proyectos productivos fue en el rango de los 11 a 14 años. Si lo analizamos según cantidad de financiamientos otorgados vemos que en el rango de 5 y 6 años también se acumulan varios de los proyectos. Esto se debe a las estructuraciones

ofrecidas en cada caso. Los proyectos de obras viales, hídricas y algunas energéticas ofrecieron series para ambas opciones, de mayores plazos con mayor volumen de financiamiento y de plazos más acotados con menores volúmenes.

i) Por programa o plan

En cuanto a la **característica de la planificación** del proyecto; es necesario resaltar que, en la mayoría de los casos, el fondo eligió participar reiteradas veces sobre el financiamiento de un plan general. Mas allá del financiamiento al programa Procrear, que fue el único inversor en las cuatro oportunidades ofrecidas al mercado, tal fue el caso de las sucesivas emisiones de los Fideicomisos para obras viales, o las hídricas o los destinados al soterramiento del Sarmiento. También vemos que participó en casi la totalidad de las emisiones realizadas para los planes de viviendas provinciales. Esto da cuenta que, una vez aprobado la primera inversión en una etapa o serie de algún plan general, las sucesivas inversiones son fácilmente aprobadas. Esto es así dado que los recursos técnicos son aprovechados eficientemente en diferentes oportunidades. Habiendo generado ya el conocimiento necesario es replicable a otras inversiones con muy similares condiciones. Además, se cuenta con los contactos y los vínculos entre recursos humanos ya generados anteriormente que agilizan los procesos de análisis y de aprobación.

j) Análisis de renegociaciones

Del análisis general de los proyectos, se observa que en reiteradas oportunidades se presentaron **reestructuraciones** a los financiamientos originados por renegociaciones propias de las obras específicas. Para ejemplificar se enumera los siguientes casos:

En primer lugar, el financiamiento a EPEC que comenzó en 2008, con la suscripción de un contrato de préstamo en virtud del cual el FGS se comprometió a desembolsar un capital en pesos equivalente a USD 300 millones con una tasa de interés nominal anual de 12,5% y vencimiento a los 2 años; y la entrega de pagares como garantía. A dicho acuerdo se le hicieron tres enmiendas para la refinanciación de la deuda con la capitalización de intereses y finalmente la sustitución de la deuda por la emisión títulos de deuda con la adecuada oferta pública y calificación de riesgo por un monto de US\$ 565.000.000 esta vez con vencimiento a 8 años contados a partir de la primera fecha de pago. Asimismo, se renegociaron las Garantías vinculando pagos de contratos de abastecimiento y recursos de coparticipación federal de impuestos de la provincia de Córdoba. Esta situación mejoró las condiciones originales para ambas partes, la empresa obtuvo un mayor financiamiento a un plazo más largo y el organismo, ganó en transparencia, liquidez y mejores garantías para su repago. (Comité Ejecutivo FGS, 2011)

Por su parte, y, en segundo lugar, las renegociaciones que involucraron al proyecto Atucha II, tuvieron relación a los contratos de abastecimientos cedidos a los fideicomisos constituidos para el financiamiento del proyecto. En ocasión de las diferentes necesidades de financiamiento se idearon diferentes estructuras de inversión que requirieron adaptaciones a dichos contratos para garantizar de forma adecuada los financiamientos.

En tercer y cuarto lugar, se observan los casos del programa SISVIAL y PROCREAR los cuales sufrieron readecuaciones en cuanto a sus montos dadas las necesidades de ampliación de ambos programas. Esto permitió que el organismo pudiera aplicar las experiencias de los financiamientos ejecutados y proponer mejoras en las ampliaciones de acuerdo con los términos del mercado vigentes.

Quinto: el caso del financiamiento a las dos centrales térmicas de la empresa Enarsa, que tuvo sus respectivas reestructuraciones a lo largo del tiempo, entre ellas la incorporación al régimen de oferta pública de los títulos emitidos. Con la instrucción por parte del poder ejecutivo mediante el decreto 882/2017, relativo a la racionalización de la gestión pública en el sector energético, se habilita una venta de las centrales a una empresa privada. Las negociaciones con el organismo llevaron a la decisión del rescate de la deuda en manos del FGS, al perder la condición de estar avalada por el Estado Nacional. (Comité Ejecutivo FGS, 2018). Esta disposición demuestra que, aunque la voluntad del poder ejecutivo iba en una dirección, el organismo pudo hacer prevalecer sus intereses como inversores, y preservar el activo del fondo.

Por último, se menciona la financiación a las centrales térmicas en 2017, donde lo pactado en primera instancia asumía que los desembolsos resultarían una vez finalizadas las obras evitando los riesgos de terminación involucrados. Ante el planteo de un adelantamiento de los fondos modificando los términos originales. Esto condujo a la no aceptación por parte del organismo derivando en una cesión de los préstamos pautados. (Comité Ejecutivo FGS, 2017)

#### ***4.5.2.2 Certificación de beneficios positivos: la evaluación de Impactos del proyecto***

Una característica determinante para estas inversiones es, sin duda, la exigencia de que los activos destinados a este inciso tengan un impacto positivo en cuanto externalidades que generen para la economía en general. Para ello y como se mencionó anteriormente, resulta útil la certificación de alguna otra institución diferente a la financiada que evalúe este aspecto y que pueda determinar sus impactos y beneficios. Este aspecto funcionaría

como un ordenador de prioridades a la hora de invertir en este tipo de activos, dejando constatado que el objetivo de contribuir a un círculo virtuoso sería plausible.

Hasta la gestión finalizada en 2015, uno de los requisitos excluyentes era la obtención de un dictamen favorable de la secretaría de Política Económica del entonces ministerio de Economía. Allí, podría pensarse que cualquier solicitante de organismo público podría prever el éxito en la obtención del dictamen si la obra a presentar para el financiamiento formase parte de la agenda gubernamental, y el involucramiento de más áreas de gestión facilita la coordinación y la información necesaria para poder obtener este dictamen. No así, una empresa u organismo privado que podría ver engorroso este trámite y con muy pocas posibilidades de obtenerlo si el proyecto fuese de iniciativa propia. En estos casos pasaría entonces a depender de otros factores, como la capacidad de *lobby*, ajenos al análisis.

Cuando la exigencia mencionada fue relajada, se esperaba que se hubiesen incorporado muchos más proyectos de los que finalmente fueron aprobados. Según funcionarios entrevistados; la medida apuntaba a la agilización del procedimiento con la intención de atraer mayores inversiones, pero no obtuvo resultados exitosos.

Cabría entonces preguntarse qué otros factores influyeron para que la composición sea tan sesgada hacia el financiamiento al sector público únicamente. Ya mencionamos, cuestiones características del mercado de la ejecución de obras de infraestructura y cuestiones relacionadas a los requisitos formales impuestos por el FGS. Ahora bien, existen dos aspectos fundamentales a comentar: El primero relativo a la política comunicacional del organismo y lo relativo al objetivo perseguido. El segundo, el riesgo

de funcionarios a ser demandados por hechos de corrupción. Al tener una injerencia global en el tema ambas cuestiones serán analizadas en un apartado posterior.

#### **4.5.2.3 Comentarios finales**

En cuanto a las condiciones de financiamiento de los activos en cartera evidencian que se buscó estructurar productos que reflejen términos y condiciones de mercado.

Todas estas variables a su vez dependen de los riesgos y oportunidades asociados cada proyecto individual, industria o sector, los agentes intervinientes, el tomador/emisor del crédito, su fuente de repago y garantías que se ofrezcan, entre otros muchos factores. Es por ello que resulta difícil identificar características deseables y aplicarlas/exigirlas homogéneamente a cada estructura. Estandarizar instrumentos de inversión sería beneficioso a la hora de los estudios técnicos realizados, pero muchas veces se perderían otras virtudes de las diferencias de los propios proyectos.

En particular, y en relación a la operatividad y características del fondo, sería esperable que sean analizados proyectos para los cuales el monto de inversión total represente un valor significativo del total de la cartera del fondo. Sin embargo, esta no es una condición excluyente. Los casos de inversión demuestran que no debería importar su tamaño si los impactos a generarse en la economía son los suficientes para justificarlo.

## **4.6 Capacidades institucionales**

En esta sección se describirán las características del organismo que juegan a favor o en contra a la hora de invertir en proyectos enmarcadas en el inciso dispuesto para proyectos de infraestructura.

#### 4.6.1 Inversor institucional

Unas de las ventajas destacables del FGS ha sido la habilidad para poder sostener una continuidad institucional a lo largo de dos gestiones gubernamentales a nivel nacional.

Las políticas públicas representan la posición que toman las instituciones gubernamentales y burocráticas frente a una cuestión socialmente problematizada (Oszlack, Burocracia Estatal: política y políticas públicas., 2006). Por ello es que la continuidad institucional debería garantizar la continuidad de políticas públicas siempre que se preserven los objetivos y fines a los que se desea alcanzar con determinada política pública. Sin embargo, esto resulta muchas veces arduo en contextos con alta inestabilidad política, en los cuales existe un marcado antagonismo entre proyectos políticos de los diversos regímenes que se suceden.

Para lograr implementar una determinada política pública se necesitará crear una institución que así lo permita. Dicha institución puede basarse en la creación de una nueva organización, la reforma de una existente y/o la creación de nuevos vínculos institucionales. En este sentido deben considerarse aspectos tales como las normas, los recursos, las estructuras organizativas y los modales burocráticos existentes o a ser creados o/y reformulados para la implementación de una política pública en particular. De modo que la discontinuidad en el aparato institucional que puede ser ocasionada ante cambios de regímenes políticos, es decir los cambios de funciones, misiones o visiones que sufra la actividad burocrática, dificultaran y obstaculizaran la implementación de políticas. Esto es así dado que estas interrupciones implican redefiniciones del marco normativo, de la asignación de recursos, del diseño las organizaciones o del comportamiento burocrático.

Como se vino detallando existieron algunos cambios normativos que significaron resignificaciones de la política de inversiones en infraestructura. Un ejemplo es el caso de la elevación del máximo permitido para estas colocaciones y la derogación de la exigencia del dictamen de la Secretaría de Política Económica.

Las **normas** “... establecen principios para la acción y proveen instrumentos legítimos para asegurar que las actividades que llevan a cabo las agencias burocráticas estén en línea con esos criterios.” (Oszlack, Burocracia Estatal: política y políticas públicas., 2006). El marco normativo intenta asegurar que el producto de la burocracia responda a demandas sociales y sea coherente con los objetivos institucionales para que no responda a intereses particulares de la burocracia o su clientela. Entonces, interrupciones en la continuidad podría llevar a una constante modificación o reformulación de normas con el riesgo de caer en marcos normativos incongruentes o sesgados hacia intereses creados.

En cuanto a recursos y el diseño estructural, no se implementaron modificaciones mayores. Si bien sus principales cargos jerárquicos fueron removidos y reemplazados, la mayoría de los recursos fueron mantenidos en iguales condiciones. Su organigrama estructural se mantuvo estable durante los diferentes periodos, respetando las funciones correspondientes expuestas anteriormente.

Los **recursos** y sus combinaciones deben responder a lo que se intenta producir. Por lo tanto, un corte institucional conllevará interrupciones en su asignación. Estos recursos representan los factores de producción necesarios para la implementación de políticas, como infraestructura, personal, gastos operativos, etc. Dicho de otro modo, la discontinuidad repercutirá en inconsistencias entre la función de producción y los objetivos de política pública, de forma que los recursos se vuelvan inadecuados cuando

el cambio institucional implique una redefinición de tareas, o que la combinación de dichos recursos se vuelva incorrecta para determinada acción cuando este cambio implique la modificación de los recursos. En todos los casos implicaría un corte en el proceso de producción hasta que se readecue su función en base a la nueva asignación de recursos. Aquí vemos otra gran ventaja aprovechada al no provocarse grandes cambios.

El **diseño de las estructuras organizativas** condiciona la productividad del aparato estatal. El grado en que la estructura jerárquica se desagrega y se estratifica, el grado de especialización en sus funciones y el grado de interdependencia con otras organizaciones son determinantes para la implementación de una política pública. Por ello la discontinuidad institucional puede dar lugar a la duplicación o a la superposición de unidades y funciones organizacionales. Si se producen interrupciones del régimen político se obstaculizan los sistemas de información, comunicación y coordinación esenciales para lograr fines específicos y se corre el riesgo de perder control sobre el desempeño de las organizaciones y sus relaciones funcionales.

Dado que nuevas gestiones en general no crean organizaciones de cero, sino que deben organizarse en base a burocracias preexistentes, se puede reconocer cristalizaciones burocráticas que imposibilitan o dificultan la coordinación entre ellas. Así la discontinuidad institucional retrae la planificación originalmente realizada para la implementación de políticas públicas traducida en los arreglos estructurales.

#### **4.6.2 Comunicación y publicidad**

El nuevo entorno de medios de comunicación constituye un desafío estratégico para la gestión pública. Las consecuencias de una buena comunicación gubernamental son fundamentales para el ejercicio de sus funciones. Dicha comunicación debe colaborar en

la realización de las políticas públicas y a la vez formar parte de la imagen institucional que la sociedad demanda. La imagen institucional representa lo que la institución significa para el público. La imagen se compone mediante la identidad de la institución y el propio trabajo de aquella institución. Es decir que no es solamente lo que se ve sino todo lo que trae a la mente eso que se ve. Eso es necesariamente resultado del trabajo que se realiza para crear esa identidad. (Villafañe, 1993)

Por su parte el FGS, no ha participado en campañas publicitarias y los funcionarios refieren a la página web como única estrategia comunicacional institucional. De todos modos, sí mencionan una activa participación una vez que un interesado accede a una entrevista o a una reunión.

Resulta estratégica una efectiva comunicación entre Estado y sociedad. (Elizalde, 2006). En primer lugar, porque a través de ella se otorga reputación a los agentes gubernamentales, tanto funcionarios, burócratas u organizaciones. La reputación permite afianzar o no la credibilidad del agente social que gestiona políticas públicas. Cuanto mayor es la credibilidad menor debería ser el esfuerzo para conseguir efectividad en la comunicación. A su vez, cuanto más creíble se vuelve un estado mayor legitimidad posee y por lo tanto es posible mantener una estabilidad en el consenso social. Eso lleva a que la confianza en la gestión pública crezca, y así se institucionalicen las políticas planteadas.

Son incontables las ventajas que las tecnologías de la información y la comunicación podrían acercar a esta institución para fortalecer y fomentar la inversión en el sector de infraestructura. Podría utilizarse para poner a disposición datos o información tanto a inversores como a contratistas o dueños de proyectos a planificarse, para controlar la actividad funcionaria, para la interacción instantánea entre analistas o aprovechar las

herramientas para realizar consultas masivas y permitir una mejor aproximación con el gestor de proyectos con necesidades de financiamiento. Por ello es fundamental que el mismo organismo sea quien tome la iniciativa para mostrar el acceso al financiamiento que podría generarse.

Con la escasa publicidad que tiene el organismo lamentablemente, serán los expertos en el tema quienes lleguen a conocer su política de inversiones y quedará restringido a este entorno su utilización. En las entrevistas realizadas se reconoce que los solicitantes que llegaron a las etapas de análisis y gestión de alguna propuesta resultaron en su mayoría agentes gubernamentales, o participantes del mercado de capitales que provenían de compañías o actores con los cuales el organismo había participado de alguna transacción con anterioridad, es decir donde los lazos ya estaban generados.

#### **4.6.3 Clientelas: ¿Quiénes acceden al financiamiento?**

El aparato burocrático estatal puede definirse como la arena en donde se dirimen los conflictos políticos. Si bien la burocracia funciona como el aparato institucional que permite la implementación de políticas públicas, su accionar no es independiente de los intereses sociales creados en torno a las políticas públicas. Dicho aparato social no es el resultado de una asignación de recursos racional para la realización de diferentes funciones, sino que se compone de manera incremental a partir de las diferentes tomas de posición que pudo haber tomado el estado frente a una misma cuestión pública. Por lo tanto, su funcionar puede resultar muchas veces errática o hasta contradictoria. (Oszlack, Políticas Públicas y Regimenes Politicos, 1980)

La autonomía de las organizaciones públicas estará fuertemente relacionada con el grado de diferenciación e integración estructural de las organizaciones que conforma el aparato

estatal. Ambos procesos deben estar equilibradamente balanceados para garantizar una mayor autonomía. El proceso de diferenciación puede definirse como el proceso de especialización funcional y creación de ámbitos de actividad relativamente independientes. Es necesario mencionar que cuanto más especializados se vuelven los organismos, más propicias se vuelven las condiciones para que sea cooptado por su clientela. La división funcional dentro de la administración y su mayor especialización en tareas específicas tiende a crear monopolios intra-burocráticos para la provisión de bienes y servicios estatales, los cuales por definición no tendrán “competencia” y su permanencia en el sistema dependerá fuertemente de las demandas sociales a las que responda. Es así como el comportamiento burocrático de estas agencias tenderá a favorecer los intereses de su clientela.

Para contrarrestar este efecto es necesaria un mecanismo de integración compensador entre agencias estatales, de modo que la coordinación entre actividades diversas, el orden jerárquico prevaleciente y un manejo centralizado de los recursos necesarios amortigüen la influencia de grupos de intereses clientelísticos. Por ello cuanto más cerca de la sociedad se encuentra el organismo más fácilmente podrá ser manejada. Es decir, mientras mayores responsabilidades y autoridad sobre sus funciones y recurso ella posee más tenderá a alejarse del conjunto de políticas públicas planificado en conjunto, dado que la mayor influencia externa que este podrá soportar.

Para ejemplificar esto podemos pensar que grupos industriales podrán anteponer sus intereses en agencias destinadas a promover su actividad y su industria particular, pero será de mayor complejidad lograr imponer su voluntad frente a un ministerio de la producción. En general los sectores con mayor poder y maniobra económica son más propensos a imponer sus intereses en rangos mayores. Dicho de otro modo, cuanto mayor

sea el nivel de jerarquía del cual dependa la implementación de determinada política pública más indeterminado se volverá la influencia clientelar dentro de las decisiones burocráticas.

Aquí, resulta interesante exponer como se vincula la institución estudiada con agencias, bancos o empresas, entre otras figuras, que puede proponer proyectos a ser financiados. Como se presentó en la sección anterior no resulta sorprendente ver que la mayoría de los proyectos que llegaron a obtener financiamiento fueron propuestos por actores con los cuales el FGS contó con un sólido canal de comunicación existente por razones diferentes a las obras a financiar. Con ello mencionamos a agentes muy presentes en el mercado de capitales, con los cuales el FGS está habituado a relacionarse, o agencias gubernamentales, con las cuales el nexo es propio de la misma relación gubernamental. Mas complejo puede resultar el vínculo y la ejecución con otros agentes que quedan fuera de estos canales. La relación crediticia se vuelve mucho menos ágil y las evaluaciones más profundas.

Una política comunicacional más eficiente podría ayudar a abrir el espectro de proyectos para analizarse, pero quedaría todavía el incentivo a seleccionar los proyectos donde los vínculos están más habitados.

## 5 Reflexiones finales

### 5.1 Respuesta a la pregunta de investigación

Allanado el problema de identificación de sectores y/o proyectos en los cuales invertir, uno de los aspectos más complejos para el éxito del desarrollo de las inversiones en infraestructura radica en el hecho de poder identificar los riesgos que cada proyecto supone y cuál es la herramienta o cual el agente que pueda llegar a mitigarlo. Desde el FGS se intentó subsanar esta complejidad a través de la estructuración financiera para las inversiones destinadas al desarrollo de la economía real. Sin duda la estructuración de cada financiamiento llevó procesos de aprendizaje, evaluación, negociación y elaboración que demoraron el efectivo financiamiento, pudiendo comprometer la obra a financiar. Hoy bajo el contexto de la Ley PPP, y la existencia de instrumentos financieros creados para el programa, pareciera que el FGS puede encontrarse a mitad de ese camino disponiendo de fondos que ágilmente podrían ser destinados a los proyectos encuadrados bajo contratos PPP.

El FGS, a su vez, posee características que contribuirían para acentuar las ventajas propias de los programas de asociaciones entre públicos y privados. A lo largo del trabajo se han descrito las características de dichas asociaciones, como conclusión de esta investigación se enumerarán las reflexiones obtenidas relacionadas con las capacidades de inversión del organismo analizado.

En primer lugar, como agente público, el FGS, ayudaría a afianzar los efectos de red y planificación que se consiguen con estos contratos. El fondo mencionado podría ayudar a que mas inversores se involucren en el financiamiento de estos proyectos, acompañando las inversiones propuestas por el organismo. En segundo lugar, al ser una institución

cuyos pasivos tienen características de largo plazo, tiene capacidad y necesidad de recurrir a inversiones también en el largo plazo. De esta manera, se favorece a la continuidad en el tiempo de los contratos permitiendo que se desarrollen todos los beneficios analizados.

Por otro lado, beneficiaría a la correcta verificación de rendimientos relacionada con los programas PPP. Al ser una institución que ya posee sus propios mecanismos de control y supervisión, incentivaría que la autoridad de aplicación realice esta tarea adecuadamente y puedan revisarse proyectos que no obtienen los resultados esperados.

Desde la búsqueda del involucramiento de capitales privados para el financiamiento de las obras proyectadas, el FGS podría simbolizar un socio estratégico para otros inversores, en el plano nacional o internacional. Si bien, no es una garantía estricta, que el Estado tenga participación con fondos públicos en las inversiones genera mayores seguridades para la continuidad de voluntades políticas en las acciones llevadas a cabo. Este factor se vincula con el hecho de que, a pesar de ser un agente público, el FGS actúa como un agente de mercado en las mismas o similares condiciones que lo haría desde el ámbito privado. Al igual que cualquier fondo privado, el FGS representa un costo financiero para el Estado, dado que en última instancia los beneficiarios de sistema de seguridad social requerirán la mantención del valor y la búsqueda de una rentabilidad adecuada a este objetivo.

Como sucedió en otras oportunidades, como en el caso del Pro.Cre.Ar., el organismo fue un apunlado de una política pública planificada desde las altas esferas ejecutivas y vinculando varios organismos gubernamentales al mismo tiempo. Así además de ser un apoyo muy valorado para el funcionamiento de una política pública, permitiría adquirir capacidades que puedan repetirse dentro del programa para varias ocasiones. Es decir,

podría utilizarse la experiencia y el análisis para el otorgamiento de financiamiento en reiterados proyectos o estructuras de deudas. De esta forma se agilizarían los procesos y se optimizarían recursos, beneficiando al programa y al fondo en general. Al igual que para la ingeniería de las obras, que el financiamiento sea llevado a cabo por idóneos en el tema repercute en la eficiencia de todo el plan económico.

Por otro lado, que el FGS participe en este tipo de estructuras, mitiga el riesgo de negociación de contratos que debilitan su utilización. Al tener el Estado parte involucrada en la deuda conlleva a que las negociaciones sean equilibradas buscando la mejor alternativa para todas las partes. El FGS como inversor garantiza otra posición distinta a la voluntad política del gobierno de turno, dado que respeta términos y condiciones del mercado de inversiones privado.

Como se señaló, los proyectos que integran el programa PPP deben ser previamente declarados de interés público. Este hecho va en línea con la forma que el FGS considera elegible a un proyecto de inversión en el inciso de infraestructura o proyectos productivos, que, como se vio, tiene algunas flexibilidades respecto de los otros. Que sean declarados de interés público representa la existencia de beneficios asociados de impacto económicos y sociales demostrables. Este es uno de los requisitos prioritarios para el análisis de este tipo de proyectos por el FGS. Dicho ello, podría evitarse una nueva evaluación específica para el financiamiento del organismo como se requiere en la actualidad, generando una sinergia positiva entre las partes. Al tener la Ley de PPP dictados los objetivos de impactos mencionados ningún otro proyecto que no los posea podría ser ejecutado mediante esta modalidad. Es decir, el FGS tendría la posibilidad de “saltar” el requisito de la presentación de un informe donde se acrediten estos beneficios por fuera de los financieros, agilizando y optimizando tiempos y costos para el análisis.

Por su parte, la inclusión en el presupuesto anual de las erogaciones y compromisos de cada proyecto, como establece el decreto reglamentario del programa PPP, representa una garantía a semejable a las exigidas en los otorgamientos de financiamiento donde participo el FGS. Si bien no llegan a ser un aval estatal estrictamente emitido, certifican fondos habilitados específicamente destinados a este fin de manera presupuestaria.

Asimismo, que la contratación para las obras este dado en el marco de licitaciones públicas evita la selección por parte del FGS del sujeto a financiar con el aparejado conflicto de intereses que esto puede representar; y evitando la cooptación de los beneficios que trae el financiamiento por parte de este organismo.

Respecto de las estructuras de organización y financiamiento que habilita el programa PPP, todas son congruentes con las elegibles para estas inversiones en el FGS. Muchas de ellas fueron utilizadas y demostraron ser efectivas para la administración de los fondos. Inclusive la reglamentación es laxa en este sentido, dándole al FGS la posibilidad de desarrollar y buscar diferentes estructuraciones que optimicen la utilización de recursos. Sin embargo, existiría una limitación si el financiamiento no puede ser definido y consensuado con el organismo de antemano, dado que debe ser parte de los contratos principales del proyecto. El FGS debería encontrar la forma de generar un compromiso vinculante sin resentir su propia normativa de funcionamiento, es decir sin que esto lo represente un compromiso de fondos que genere un endeudamiento al organismo.

En cuanto a las conclusiones que pueden obtenerse respecto de las inversiones ya en cartera del FGS, observamos que:

- No existen limitantes por sector. El organismo ha participado en diversos sectores, prevaleciendo lo pautado por el plan de inversiones anual pero nunca

restringiéndolo a ello. Esto significa que el FGS está habilitado a participar en cualquiera de las áreas propuestas por el programa PPP.

- Respecto del monto que puede destinar a este programa, la restricción es de hasta el límite del 50% del total de la cartera para los proyectos en conjunto teniendo en cuenta la participación total actual del 6%. De todas formas, debería tenerse en cuenta que solamente podrá disponerse del 5% sobre la cartera total considerando un proyecto específico o un contratista como tomador del endeudamiento en particular y del 10% sobre la cartera si es estructurado bajo un fideicomiso global. Esta restricción esta exceptuada si el tomador es el Estado nacional o BCRA.
- El organismo es capaz de asumir por completo el financiamiento de un proyecto, siempre y cuando sean respetadas las limitaciones normativas ya expuestas. Sin embargo, correspondería seguir la línea pautada por la gestión actual de tomar parcialmente el endeudamiento y fomentar la incorporación de inversores diversos para estimular el desarrollo del mercado de capitales local. Este último, es tanto objetivo del programa PPP como del organismo previsional. Aquí será importante distinguir si la participación parcial del fondo es suficiente para completar las obras para no correr el riesgo de que no sean finalizadas. Es decir, el financiamiento debe ser globalmente planificado para que todas las partes cumplan sus compromisos sin riesgos de terminación de las obras.
- Las garantías aceptadas en los proyectos ya financiados por el FGS son similares a las que ofrecería el programa PPP. Si bien la mayor parte de activos del fondo tiene un aval del tesoro específicamente destinado, podría estudiarse la posibilidad de aceptar las partidas presupuestarias anuales propuestas por el programa PPP, teniendo en cuenta que aseguran los cumplimientos del año en curso, con el compromiso legal de restituirse año tras año.

- La estructura que prioriza el organismo para sus inversiones en este inciso representa fideicomisos financieros con oferta pública. Si bien, son mas complejas de implementar e involucran mas participantes en las transacciones, como son los colocadores y reguladores específicos, este tipo de andamiaje contractual vuelve transparente, mas seguro, y con mayor oportunidad de liquidez en un mercado secundario. El programa de PPP posibilita estas estructuras, al punto que las primeras propuestas de financiamiento ya contemplan características a semejables.
- La moneda elegida para el financiamiento no ofrece restricción alguna. Simplemente será oportuno evitar riesgos cambiarios, político o coyunturales a la hora de elegir la moneda de financiamiento.
- El plazo al que el organismo puede ofrecer financiamiento es una de las características sobresalientes de este inversor. Al considerar las características de sus pasivos, es necesario que diseñe una cartera que le permita tener colocaciones perdurables en el tiempo. Esta es una de las implicancias que encuentran las obras de infraestructura al salir a buscar financiamiento en los mercados. En contextos como el argentino, todavía es escasa esta demanda por la inestabilidad económica y frecuente por la que atraviesa la nación.
- Los contratos PPP forman parte de un programa global y organizado a nivel nacional, lo que demuestra que podría estructurarse el financiamiento para todos los proyectos, en forma conjunta o individualmente, con una misma metodología y procedimiento de manera que se vuelvan eficientes y accesibles a los inversores que no son expertos en materias de infraestructura. El Fondo de Garantía podría aprovechar su estudio y análisis sobre un proyecto para trasladarlo a otros proyectos dentro del mismo marco programado.

Específicamente para los proyectos que ya están en ejecución y para los cuales existen términos y condiciones definidos (concretamente el denominado RARS 1), el FGS cumple con todas las características para financiar por completo o en gran parte los proyectos. Es un inversor con el tamaño suficiente para poder adelantar los fondos requeridos. Su contribución a la cartera le permitiría llevar el porcentaje de inversiones en infraestructura a nivel que no queden en el límite de incumplimientos normativos observados. El plazo pautado de 10 años es un plazo deseable para la variabilidad propia de cartera del fondo, favoreciendo la correcta administración de pasivos adquiridos. El esquema propuesto para el repago desliga los riesgos propios de la obra para el pago de obligaciones, de modo que la inversión queda adecuadamente garantizada para los parámetros del FGS.

Sin duda, el programa PPP es una inversión deseable para el organismo, demostrable con el hecho que ha sido tenido en cuenta para el Plan de Inversiones del año 2018. Esto denota que la institución tiene conocimiento y análisis sobre el programa.

Asimismo, las condiciones coyunturales, no parecen favorecer el involucramiento per sé de fondos privados. Esto indica que necesariamente habrá que encontrar inversores diversos que aporten fondos, pero que la vez puedan representar sociedades estratégicas para que los capitales permanezcan en un periodo extendido en el tiempo.

De todas formas, todavía existen incertidumbres respecto de los demás términos y condiciones a plantearse, como es la tasa de interés o descuento que ofrecerán estas estructuras. Necesariamente, estos términos a definirse deberán respetar la demanda de mercados capaces de afrontar estas inversiones. Esto no es solamente por política y

requisito del organismo analizado, sino para poder atraer otros inversores diversos al programa.

Un punto importante para tener en cuenta es la capacidad de deshacer posiciones de estos activos que el FGS pueda llegar a acceder. Es decir, como lidiará con las existentes barreras de salida características de estas inversiones. Al no existir un mercado de capitales desarrollado con inversores institucionales similares, es un desafío por trabajar en conjunto con otras instituciones y actores vinculados al tema.

En relación con las capacidades institucionales analizadas, encontramos, a su vez ventajas y puntos a destacar:

En principio la continuidad institucional que denota el organismo a través del cambio de gestiones en el tiempo asegura la continuidad necesaria que exige el financiamiento a largo plazo y la coherencia con las reestructuraciones eventuales que puedan sucederse.

La falta de una política comunicacional efectiva no significaría un problema mayor al tener el programa de inversiones pautado desde una planificación nacional y desarrollada a través de una política pública. Los canales de comunicación estarán fácilmente disponibles entre las partes. Asimismo, la institución no necesita la creación de una imagen por fuera de la garantizada por los actores involucrados. Por el contrario, la participación del fondo en el programa vincularía y ayudaría a dar a conocer la política de acción del organismo con diferentes agentes especializados en infraestructura. Ello daría lugar a la posibilidad de transacciones futuras por fuera del programa que permitirían al FGS acceder al análisis de diferentes proyectos.

Por último, las declaraciones de interés público necesarias para acceder a un contrato bajo la normativa PPP, evitarían al fondo decidir a quien o que proyecto otorgar financiamiento. Es decir, evitarían el riesgo de encontrarse en situaciones de conflicto de interés entre funcionarios y contratistas. El hecho de que sea una licitación pública garantiza la transparencia de quienes acceden a la ejecución de los proyectos y en consecuencia a su financiamiento.

En consecuencia, y en respuesta a la pregunta planteada: la inversión en programas como el de Participación Pública Privada propuesto en la actualidad, responde a solucionar problemas de desarrollo, crecimiento y productividad, funciones que se busca afrontar desde el Estado. No obstante, son consideradas actividades o funciones no exclusivas. De todos modos, el Estado es responsable de garantizar que dichas funciones sean atendidas por algún actor de la sociedad. Cuando dichos actores no existan dentro del ámbito privado deben poder encontrarse actores en el ámbito público que se encuentren en condiciones de suplantar, complementar o promocionar que se creen y participen del proceso. Entonces, es preciso repensar el reordenamiento de funciones públicas dentro del programa PPP, permitiendo la flexibilidad e incentivando a organismos existentes para que las responsabilidades se adapten y se compartan de manera eficiente para el éxito del programa.

## **5.2 Propuestas de implementación**

Idealmente, la respuesta del organismo ante la situación descrita debería comprender un esquema de incentivos a los contratistas de los PPP, de modo que logren capitalizar la participación del FGS en el financiamiento, pero sin relajar la búsqueda de nuevos capitales. Esto es usándolo como una credencial del inversor estatal para atraer inversores

privados, es decir, como inversor “guía” con el cual otros inversores sientan que sus contratos y arreglos financieros van a ser honrados de la mejor manera posible.

Podrían pensarse esquemas de reducciones de tasa al aumentarse la cantidad de participantes o de participaciones. De esta manera se evitaría el efecto crowding out que teme el gobierno al habilitar al FGS a participar.

Teniendo en cuenta los sectores propuestos sería conveniente comenzar con los sectores en los cuales el FGS ya ha tenido participación en el pasado, y los vínculos y recursos institucionales ya fueron desarrollados.

Por su parte debería, planificarse un esquema de salida satisfactorio en el cual el organismo tenga una manera de deshacer su posición ante una eventualidad. Se recuerda que este tipo de activos pueden presentar iliquidez y significan plazos extendidos en el tiempo. Ello requiere readecuaciones y renegociaciones apropiadas para poder representar una saludable inversión en conjunto y para todas las partes involucradas.

## ANEXO I - Entrevistas

### I.

**Nombre:** Lourdes María Belén Armada

**Cargo/s:** Supervisora

**Periodo en gestión:** 2011 - 2018

**Responsabilidades del Cargo:** -----

#### **1. Informe sobre Impactos económicos y sociales:**

A su criterio, ¿qué función cumple el informe requerido de universidad o institución competente en el proceso de aprobación de una inversión en el inciso q) o l)?

*El informe es un requisito para la aprobación de una inversión en el inciso l), ya que, sin dicho informe, no se puede aprobar la operación.*

¿Qué características debe poseer?

*El informe debe analizar los principales aspectos sociales, económicos y financieros del proyecto. Cuantificar y cualificar las variables que afectaran a la realización y los beneficios del mismo.*

¿cuál es su importancia?

*Es de vital importancia para la aprobación del proyecto. Primero porque es un requisito y segundo porque es una opinión independiente basada en una institución competente que cuenta con los instrumentos necesarios para realizar dicho análisis.*

¿cómo era su elaboración? ¿quién lo solicita? ¿requiere actualizaciones?

*Lo elabora la institución elegida, con competencias necesarias para hacer el informe. Lo solicita la coordinación de proyectos productivos. La actualización se realiza en caso de que haya una modificación en la inversión o que se haga una nueva inversión en el mismo proyecto.*

¿Qué significó la derogación de la exigencia de un dictamen otorgado por la Secretaria De Política Económica?

*Implico que no solo se necesitaba un informe de una institución competente, sino que la Secretaria de Política Económica tenía que hacer un dictamen aprobando la inversión junto con sus fundamentos.*

¿cree que la derogación mencionada atrajo más inversiones?

*Si.*

#### **2. Solicitantes**

¿Quiénes solicitan financiamiento?

*Lo solicitan empresas, gobiernos provinciales, municipales, entes económicos y sociales que necesitan hacer una inversión en economía real.*

¿Como se convoca a los solicitantes?

*Los solicitantes se convocan a través de reuniones, pliegos, etc.*

¿Qué herramientas son utilizadas para captar potenciales inversiones?

*Información la página del FGS para que los inversores envíen sus propuestas y luego sean analizadas.*

¿Existe una política activa de comunicación? ¿Considera que el FGS es considerado por los ejecutores de obras de infraestructura como un potencial financiador? ¿Qué característica tiene los que llegan a tomarlo en cuenta? ¿Por qué cree que es así?

*Si, existía una política activa de comunicación con los potenciales inversores. Asimismo, también era considerado como los ejecutores de obras un potencial financiador, porque una de sus misiones era realizar inversiones en economía real que genere un círculo*

*virtuoso en la economía. Los potenciales financiadores y proveedores de proyectos, era de empresas, instituciones, entes o gobiernos provinciales, de gran reputación.*

*¿Durante su gestión como llegaba un proyecto a la etapa de análisis?*

*Un proyecto llegaba a través de la coordinación de proyectos productivos.*

*¿Cree que programas impulsados por el gobierno, como el programa de PPP, tienen más posibilidades de llegar a la etapa de análisis? ¿Por qué?*

*Si, siempre y cuando sean transparentes los mecanismos de ejecución y la celeridad en los procesos.*

### **3. Comité Ejecutivo**

*¿Como fue su funcionamiento durante la gestión? Frecuencia, modalidades, temas específicos a tratarse, etc.*

*El comité ejecutivo se reunía una vez al mes para aprobar y tratar futuras inversiones.*

*¿Qué consideraba el CE a la hora de llevar a cabo la planificación anual de inversiones en este inciso?*

*Consideraba la necesidad real de financiamiento en el proyecto a financiar, los participantes, los beneficios en la economía real y los límites en la cartera.*

*¿Qué elementos, además de los técnicos, determinaron la aprobación de inversiones? Voluntades políticas, agenda estatal, reputación de solicitantes, vínculos con funcionarios, etc.*

*Los elementos que determinaban la aprobación de una inversión eran técnicos, pero influían voluntades políticas, agenda estatal, reputación de los solicitantes, etc.*

## II.

**Nombre: Jesica Bianconi**  
**Cargo/s: Coordinadora de Análisis Estadístico**  
**Periodo en gestión: septiembre 2010 a agosto 2018**  
**Responsabilidades del Cargo: Análisis y seguimiento de la rentabilidad del Fondo. Análisis del impacto económico de las inversiones en Proyectos Productivos y de Infraestructura. Estimaciones de las inversiones.**

**1. Informe sobre Impactos económicos y sociales:**

A su criterio, ¿qué función cumple el informe requerido de universidad o institución competente en el proceso de aprobación de una inversión en el inciso q) o l)?

*El informe requerido a las universidades permite analizar las inversiones en infraestructura en un sentido amplio, incluyendo el impacto en la economía real y no sólo como una inversión financiera.*

¿Qué características debe poseer?

*Debe analizar la generación de empleo, el impacto directo e indirecto de la inversión, cuantificable monetariamente (de esta forma se analiza su impacto en el PBI y su efecto multiplicador). Los sectores involucrados (construcción, energía, servicios, etc.). El ingreso impositivo que generaría.*

¿cuál es su importancia?

*Yo le atribuyo importancia ya que trata de estimar el aporte de la inversión al crecimiento económico, en última instancia.*

¿cómo era su elaboración? ¿quién lo solicita? ¿requiere actualizaciones?

*Lo solicita la empresa con interés en realizar la obra y es elaborado por el departamento de investigaciones económicas, generalmente, de las universidades. Considero que requiere actualización en la medida que la obra esté en marcha por más de un período. En sí, se analiza el efecto en la economía por el tiempo que dure la inversión.*

¿Qué significado la derogación de la exigencia de un dictamen otorgado por la Secretaria De Política Económica?

*En un comienzo supongo que era agilizar pasos “burocráticos” aunque creo que al hacer llegar los proyectos al ministerio de economía se direccionaba que sector terminaba aprobando el financiamiento. Al haber financiamiento público y privado considero que favorece que el “contrato” avalado por el ministerio que corresponda (producción, energía, etc.)*

¿cree que la derogación mencionada atrajo mas inversiones?

*Creo que no.*

**2. Solicitantes**

¿Quiénes solicitan financiamiento?

*Empresas con un proyecto productivo de gran envergadura, es decir, que genere un impacto en la zona donde se realice el proyecto.*

¿Como se convoca a los solicitantes?

*Es como una convocatoria abierta implícita. El FGS no realizaba publicaciones específicas o con fechas específicas para “licitar” proyectos.*

¿Qué herramientas son utilizadas para captar potenciales inversiones?

*Se pueden captar por medio de distintos activos financieros que tengan oferta pública, como ser Bonos provinciales, privados (obligaciones negociables), fideicomisos financieros, principalmente.*

¿Existe una política activa de comunicación? ¿Considera que el FGS es considerado por los ejecutores de obras de infraestructura como un potencial financiador? ¿Qué característica tienen los que llegan a tomarlo en cuenta? ¿Por qué cree que es así?

*No creo que exista una comunicación activa. Las principales obras financiadas por el FGS tuvieron un alto componente del sector público por lo tanto aún no creo que el sector privado haya visto grandes resultados encontrando financiamiento por medio del FGS.*

¿Durante su gestión como llegaba un proyecto a la etapa de análisis?

*Llega a la etapa de análisis luego de varias reuniones exponiendo, por la parte que requiere el financiamiento, las características del proyecto, importancia, necesidades de financiamiento, etc. Una vez que pasaban ese primer paso de entrevistas se solicitaba más información para empezar a analizarlo.*

¿Cree que programas impulsados por el gobierno, como el programa de PPP, tienen más posibilidades de llegar a la etapa de análisis? ¿Por qué?

*Si. Definitivamente al estructurarlo como un programa de financiamiento con pautas claras es más fácil acceder a la etapa de análisis. Sin una estructura adecuada los primeros pasos de explicar requisitos, modo de estructurar el financiamiento (ya que no es un préstamo), informes necesarios, etc. Se puede hacer muy larga y desgastar a las partes.*

### **3. Comité Ejecutivo**

¿Como fue su funcionamiento durante la gestión? Frecuencia, modalidades, temas específicos a tratarse, etc.

*El comité ejecutivo se reúne una vez al mes y se trataban tanto las principales variaciones en la cartera de inversión como los posibles financiamientos a proyectos productivos que requerían la aprobación del comité para poder ejecutarse.*

¿Qué consideraba el CE a la hora de llevar a cabo la planificación anual de inversiones en este inciso?

*A partir de que las financiaciones en proyectos productivos comenzaban a repagar capital e intereses (ya que por lo general gozan de uno o dos años de gracia al inicio de la inversión) se estimaban en el Plan de Inversiones Anual los ingresos generados por estos proyectos y esa estimación de ingresos era dinero “disponible” para nuevas financiaciones.*

*Luego, si existía algún proyecto prioritario o que demandaba más desembolsos específicos (como fue algunos años las inversiones en PRO.CRE.AR) se realizaba una planificación aparte al dinero disponible para futuras inversiones. Siempre todas las inversiones se realizaban en función de la rentabilidad del Fondo, es decir, el dinero que el propio Fondo generaba ya que no había ingreso de dinero por fuentes “externas” al Fondo ya armado.*

¿Qué elementos, además de los técnicos, determinaron la aprobación de inversiones? Voluntades políticas, agenda estatal, reputación de solicitantes, vínculos con funcionarios, etc.

*Todos los elementos nombrados. Pero, si alguna inversión requería de costos por encima a los costos de mercado, o pretendía repago a tasas muy por debajo a las de mercado no era aprobado, más allá de cualquier voluntad.*

## III.

**Nombre: Pepe Tenaillon**

**Cargo/s: Coordinador de proyectos productivos y asuntos financieros de la Dirección de Asuntos Legales del FGS y Director General de Control del FGS**

**Periodo en gestión: 2010-2014 como Coordinador y 2014-2018 como Director General.**

**Responsabilidades del Cargo. Participación en la estructuración jurídica de las inversiones del FGS, así como en la redacción de los correspondientes dictámenes legales para dichas inversiones. Asesoramiento en materia legal y de negocios a las áreas técnicas del FGS. Como Director General, a cargo de todas las políticas de cumplimiento normativo y de *compliance* aplicables al FGS, así como coordinación y participación en la respuesta a todo requerimiento, pedido de informe, etc. de cualquier organismo público, administrativo o judicial, en relación con las inversiones del FGS o con su giro ordinario de negocios.**

**1. Informe sobre Impactos económicos y sociales:**

A su criterio, ¿qué función cumple el informe requerido de universidad o institución competente en el proceso de aprobación de una inversión en el inciso q) o l)?

*El informe solicitado a una institución de reconocido prestigio tiene por objeto brindar una especie de certificación de las bondades del proyecto a financiar, realizado por un tercero ajeno al FGS y al solicitante de los fondos para realizar dicha empresa. Tiene por objeto la validación de lo informado por el solicitante al momento de presentar el proyecto, así como brindar herramientas de análisis a los agentes del FGS.*

¿Qué características debe poseer?

*El informe debe tener un análisis del impacto que producirá el proyecto a financiarse en el área de su influencia, un análisis de sensibilidad respecto de la capacidad de repago del proyecto (sobre todo en aquellos casos que el repago del financiamiento se realiza con los ingresos que genera la obra a financiarse), y también una estimación de la cantidad de puestos de trabajo la obra generará tanto durante su construcción/puesta a punto, así como durante su vida útil.*

¿cuál es su importancia?

*Si bien el informe resulta importante tanto desde el punto de vista regulatorio (así lo solicita la normativa vigente del FGS) como en su capacidad para fundar la conveniencia de proceder a financiar el proyecto que se analice, su importancia es de menor cuantía en relación con algunas aprobaciones internas del FGS, por ejemplo la aprobación del proyecto y su financiamiento por parte del Comité Ejecutivo del FGS, que por las funciones y por la jerarquía de sus miembros (el Director Ejecutivo de ANSES y varios secretarios de estado) tiene una importancia suprema dentro del circuito para su aprobación.*

¿cómo era su elaboración? ¿quién lo solicita? ¿requiere actualizaciones?

*La elaboración del informe, con anterioridad a la modificación de las normas del FGS, podía ser elaborado solo por una universidad pública que tuviera impacto en la región o zona donde la obra a ser financiada tendría lugar (cfr. Artículo 15, inciso b del Decreto N° 2103/08, en su redacción original). Dicho requerimiento fue modificado permitiendo que el informe sea redactado por una institución de reconocido prestigio (cfr. Los "PRINCIPIOS DE SEGURIDAD Y RENTABILIDAD DE LAS INVERSIONES DEL FONDO DE GARANTÍA DE SUSTENTABILIDAD", texto según Acta del Comité Ejecutivo N° 140, con más sus modificatorias). El informe, al ser un requisito para el financiamiento bajo el inciso l) del artículo 74 de la Ley N° 24.241, texto según Ley N°*

27.270, debe ser presentado por el solicitante de financiamiento, siendo él o alguien por él designado el encargado de solicitarlo. Ello sin perjuicio de que las áreas técnicas del FGS tendrán todas las reuniones y brindarán toda la colaboración necesaria a los redactores del informe. Respecto a las actualizaciones, no está previsto en la normativa que sea necesario su actualización, pero en ciertas oportunidades, sobre todo en casos de inversiones realizadas en momentos sucesivos, se solicitó una actualización de los informes.

¿Qué significo la derogación de la exigencia de un dictamen otorgado por la Secretaria De Política Económica?

*En los hechos, la derogación de la exigencia del dictamen de la SPEyPD removió un requisito que, si bien a priori resultaba atractivo y/o conveniente, la realidad demostró que no generaba mayores beneficios al análisis del proyecto a financiarse, a lo que se debe sumar que el titular de dicha cartera es miembro del Comité Ejecutivo del FGS, con lo cual su conformidad con el proyecto se da con su participación en dicho comité.*

¿cree que la derogación mencionada atrajo mas inversiones?

## **2. Solicitantes**

¿Quienes solicitan financiamiento?

*Pueden solicitar financiamiento personas humanas y jurídicas, así como entidades gubernamentales nacionales, provinciales y/o municipales. En los hechos, las solicitudes de financiamiento han sido en su mayoría de sociedades en las cuales el Estado nacional es accionista mayoritario (o único accionista), y también distintas reparticiones públicas (Ministerio de Planificación Federal, Ministerio de Transporte, Ministerio de Finanzas de la Provincia de Córdoba, etc.).*

¿Como se convoca a los solicitantes?

*Durante mi tiempo en el FGS no se realizaron convocatorias para la búsqueda de solicitantes de fondos. Dicho ello, lo más parecido a una convocatoria fue una serie de reuniones que se llevaron a cabo con varias compañías que resultaron adjudicadas en el marco de Programa RENOVAR 1.0 y 1.5.*

¿Qué herramientas son utilizadas para captar potenciales inversiones?

*La mayoría de las financiaciones que se llevaron adelante desde el FGS se realizaron mediante el procedimiento de oferta pública, en las cuales se invitó a todos los participantes del mercado de capitales a suscribir los distintos instrumentos financieros relativos al financiamiento del proyecto que se tratara. Lamentablemente, en la mayoría de ellos no fuimos acompañados por otros inversores, pero por ello se dejó de realizar las colocaciones de los títulos haciendo oferta pública de los mismos.*

¿Existe una política activa de comunicación? ¿Considera que el FGS es considerado por los ejecutores de obras de infraestructura como un potencial financiador? ¿Qué característica tiene los que llegan a tomarlo en cuenta? ¿Por qué cree que es así?

*En mi opinión el valor del FGS como potencial financiador no está lo suficientemente expuesto en la sociedad, lo que lleva a que muchos que podrían ser sujetos de financiamiento por parte de este no conocen su existencia, y en el caso de conocerla, no tienen un cabal conocimiento de lo que realiza el FGS. La política de comunicación ha sido bastante pobre en ese sentido. La mayoría de los que tienen presente al FGS como un potencial inversor son personas o compañías que ya han tenido alguna vinculación con el FGS, ya sea porque el FGS es accionista de la compañía, o por que participaron en una transacción financiera de la cual el FGS es parte, etc.*

¿Durante su gestión como llegaba un proyecto a la etapa de análisis?

*En su inmensa mayoría los proyectos llegaban acompañados por algún área gubernamental que fomentaba o impulsaba el proyecto, en su mayoría del Ministerio de*

*Planificación Federal. También tuvimos otros proyectos que fueron impulsados por compañías, pero en su mayoría eran impulsados por órganos del Estado.*

¿Cree que programas impulsados por el gobierno, como el programa de PPP, tienen más posibilidades de llegar a la etapa de análisis? ¿Por qué?

*Creo que los PPP son estructuras muy convenientes para la participación del FGS, por el tipo de financiamiento que estos proyectos necesitan, y por que resultan atractivos para un fondo como el FGS.*

### **3. Comité Ejecutivo**

¿Como fue su funcionamiento durante la gestión? Frecuencia, modalidades, temas específicos a tratarse, etc.

*El CE se reúne una vez por mes para realizar un seguimiento del FGS. Asimismo, el CE se ha reunido en ocasiones ad hoc para analizar inversiones en infraestructura o por otras cuestiones que salen del giro ordinario de los temas que se tratan en el seno de dicho comité. Al ser un órgano eminentemente político, aquellas inversiones que resultan novedosas o que tienen algún tipo de complejidad son sometidas al CE con anterioridad a su ejecución, a efectos de contar con el soporte político para las mismas.*

¿Qué consideraba el CE a la hora de llevar a cabo la planificación anual de inversiones en este inciso?

*La planificación anual de las inversiones se realiza sobre la base de la propuesta a tal efecto que presenta la Subdirección Ejecutiva de Operación del FGS, cuyo titular es el secretario de actas del CE. Con ese insumo, más los conocimientos propios de los miembros del CE (recordar que son secretarios del Ministerio de Economía) se establece la planificación anual para el FGS, la cual es meramente tendencial, es decir, puede –y debe- ser modificada durante el transcurso del año teniendo en cuenta los vaivenes de la situación económica-financiera.*

¿Qué elementos, además de los técnicos, determinaron la aprobación de inversiones? Voluntades políticas, agenda estatal, reputación de solicitantes, vínculos con funcionarios, etc.

*Una serie de factores influyen en que los proyectos sean financiados, siendo uno de los más importantes la decisión política del gobierno de turno de que determinado proyecto se lleve adelante. Sin perjuicio de ello, también ha sido determinante el interés personal tanto de personal del FGS como de los solicitantes para “empujar” el tema para la financiación de determinados proyectos, en su mayoría basado en un entendimiento que dicha obra a financiarse traerá un claro beneficio a la comunidad donde este se realiza. Dicho de otro modo, aun con la voluntad política de llevar adelante determinada inversión, sin el acompañamiento profesional y emocional de los profesionales del FGS resulta muy difícil que se realice dicha inversión.*

## IV.

**Nombre: Santiago Lopez Alfaro**

**Cargo/s: Subdirector Ejecutivo de Operación del FGS.**

**Periodo en gestión: septiembre 2009/diciembre 2015**

**Responsabilidades del Cargo:** El Director Ejecutivo de la ANSES es el administrador del FGS. Cuenta con la asistencia de un Comité Ejecutivo. La administración operativa del Fondo está a cargo del Subdirector Ejecutivo de Operación del FGS. Según la misma norma, el Comité Ejecutivo esta integrado por los siguientes miembros: El Director Ejecutivo de la ANSES, el Secretario de Finanzas, el Secretario de Hacienda y el Secretario de Política Económica del MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS. El Subdirector de Operación del FGS se constituirá como Secretario Ejecutivo de dicho Comité.

Hasta diciembre de 2015, Subdirección Ejecutiva de Operación del FGS contaba con cuatro Direcciones Generales, diez Direcciones específicas y más de cuarenta Coordinaciones con una estructura de más de 160 personas en total, la gran mayoría de ellos profesionales.

Al mismo tiempo, el FGS está sujeto al control de organismos internos y externos al Sector Público, a fin de garantizar la absoluta transparencia en su funcionamiento y operatoria.

- Consejo del FGS (Incluye representantes de trabajadores, jubilados, empresarios, legisladores, Jefatura de Gabinete y ANSES.). Este Consejo se reunió en más de 40 ocasiones y las Actas también son públicas.
- Comisión Bicameral de Control de Fondos
- Dirección General de Control del FGS
- Auditoría de ANSES, con un equipo dedicado al FGS (director y coordinaciones)
- Sindicatura General de la Nación (SIGEN)
- Auditoría General de la Nación (AGN)
- Defensoría del Pueblo de la Nación (DPN)

### **1. Informe sobre Impactos económicos y sociales**

A su criterio, ¿qué función cumple el informe requerido de universidad o institución competente en el proceso de aprobación de una inversión en el inciso q) o l)?

*El financiamiento (total o parcial) de proyectos de inversión en la economía real a través del FGS persiguió dos grandes objetivos. Por un lado, participar en el desarrollo de un proyecto de mediano y largo plazo acorde a los objetivos de un fondo de garantía previsional. Por otra parte, y de manera complementaria, utilizar tales recursos como herramienta de fomento de la economía real, especialmente en ciclos descendentes de la actividad económica.*

*En este contexto, el Decreto 2103/08 (Art. 15.) dispone que las inversiones cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura, deberán tener como mínimo: (i) una opinión otorgada por una Universidad Nacional ubicada en la región en que tendrá impacto el proyecto a financiar, que haga referencia a su viabilidad económica y financiera y a su incidencia en la economía regional o nacional, y (ii) un dictamen técnico de viabilidad económica emitido por la SECRETARIA DE POLITICA ECONOMICA del MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS.*

¿Qué características debe poseer?

*Los contenidos generales que debían contemplar los informes de la mencionada universidad de los proyectos de inversión eran:*

*Por un lado, aspectos relativos a la viabilidad económica y financiera: donde se desarrollaba una descripción del proyecto, una descripción del financiamiento, y el análisis del instrumento de inversión. Allí, habitualmente, se evaluaban factores de riesgo, y se realizaba un análisis de sensibilidad del endeudamiento.*

*Por otro lado, se esperaba que la universidad realice una evaluación sobre la incidencia del proyecto a financiar en la economía regional o nacional. De este modo se estudiaban aspectos tales como impacto en: el mercado de trabajo, la Situación Fiscal, mercados de bienes y servicios, mercado externo, consistencia macroeconómica: y/o la rentabilidad social del proyecto.*

¿cuál es su importancia?

*Al ser una exigencia normativa sin este requisito el proyecto no podría ser objeto de inversión.*

¿cómo era su elaboración? ¿quién lo solicita? ¿requiere actualizaciones?

*El decreto mencionado exigía que debía ser elaborado por una Universidad Nacional ubicada en la región en que tendrá impacto el proyecto a financiar.*

*Las actualizaciones debían presentarse siempre que hubiese habido modificaciones sustanciales al proyecto donde se afectaran de alguna manera la viabilidad económica y financiera y a su incidencia en la economía*

¿Qué significó la derogación de la exigencia de un dictamen otorgado por la Secretaria De Política Económica?

-

¿cree que la derogación mencionada atrajo más inversiones?

-

## **2. Solicitantes**

¿Quiénes solicitan financiamiento?

*En su momento, se recibió una Cartera con 5,2% de Inversiones Extranjeras y solo 2% de Inversiones Productivas. A diciembre del 2015, las Inversiones Extranjeras fueron desarmadas para llevar las inversiones productivas al 11,5% de la Cartera, más de \$60 mil millones (Unos USD 5 mil millones de dólares al tipo de cambio del momento)*

*Entre las Inversiones Productivas en Energía más importantes por más de \$26 mil millones se destacan entre ellas la Central Nuclear Atucha II, y las Centrales Termoeléctricas de Ensenada de Barragan, Brigadier Lopez, EPEC (Córdoba) y Manuel Belgrano y Timbues.*

*En las Inversiones Productivas de Vivienda podemos destacar a PROCREAR con más de \$31 mil millones y los Programas Federales de Vivienda y letras hipotecarias por más \$ 2 mil millones.*

*En la Obra Pública, las inversiones fueron cercanas a los \$10 mil millones, destacándose el Programa SISVIAL, SIFER e Hídrico.*

*Gracias a las inversiones en viviendas, el Pro.Cre.Ar. entregó préstamos para más de 200.000 viviendas. Sumado a las inversiones energéticas y de Obra Pública realizadas el FGS ha generado miles de empleos. Las inversiones del FGS en proyectos productivos fomentan y promueven el círculo virtuoso entre crecimiento económico y un incremento sostenible en los recursos de la seguridad social.*

¿Como se convoca a los solicitantes?

*Era de público conocimiento que el FGS invertía en Obras de Infraestructura y Viviendas. De la misma manera, todas las inversiones estaban publicadas en la página web de Anses, [www.anses.gob.ar](http://www.anses.gob.ar). Las inversiones del FGS se realizaban en un proceso de Oferta Pública con la cual cualquier inversor Institucional o particular podía invertir en esos proyectos.*

¿Qué herramientas son utilizadas para captar potenciales inversiones?

*Las inversiones del FGS se realizaban en un proceso de Oferta Pública.*

*Los instrumentos utilizados fueron Emisiones de Deuda y Fideicomisos Financieros de Oferta Pública. Generalmente el Fiduciante (Estado Nacional, Provincial, Empresas Públicas) elegía un Fiduciario (Nación Fideicomisos, Banco Nación, Banco Hipotecario en el caso de Procrear o algún Fiduciario privado) y era este el que realizaba la emisión de estos instrumentos con Oferta Pública y la Calificación Correspondiente.*

*¿Existe una política activa de comunicación? ¿Considera que el FGS es considerado por los ejecutores de obras de infraestructura como un potencial financiador? ¿Qué característica tiene los que llegan a tomarlo en cuenta? ¿Por qué cree que es así?*

*La política de comunicación más utilizada era la de la página web de Anses.*

*Por el mismo lado, el Comité Ejecutivo del FGS se reunió en 128 ocasiones hasta el traspaso del 10 de diciembre de 2015 librándose 128 Actas que son públicas y se encuentran en <http://www.fgs.anses.gob.ar/>.*

*Estas Actas fueron presentadas en tiempo y forma a la Comisión Bicameral de seguimiento de Anses y el FGS del Congreso de la Nación Argentina al que los Directivos de ANSES se presentaron en más de 20 ocasiones contestando todo tipo de preguntas en forma escrita y presencial.*

*En las Actas del Comité se encuentran todas las operaciones mensuales y las Carteras y información relevante con respecto al FGS. Al mismo tiempo, el FGS está sujeto al control de organismos internos y externos al Sector Público, a fin de garantizar la absoluta transparencia en su funcionamiento y operatoria.*

*Bimestralmente se convoca el Consejo del FGS (Incluye representantes de trabajadores, jubilados, empresarios, legisladores, Jefatura de Gabinete y ANSES.). Este Consejo se reunió en más de 40 ocasiones y las Actas también son públicas.*

*¿Durante su gestión como llegaba un proyecto a la etapa de análisis?*

*La Inversión era Aprobada en forma previa por el Comité Ejecutivo del FGS.*

*Luego, se realizaba un análisis exhaustivo que pasaba por las siguiente Direcciones y procesos:*

*Las Direcciones estaban compuestas de la siguiente manera:*

*1) La Dirección General de Inversiones del FGS que a su vez contaba con la Dirección de Activos Estratégicos, la Dirección de Riesgo Crediticio y la Dirección de Análisis y Valuación de Cartera.*

*2) La Dirección General de Operaciones del FGS que a su vez contaba con la Dirección de Transacciones y Operaciones y la Dirección de Registro de Operaciones e Información.*

*3) La Dirección General de Control del FGS que contaba con la Dirección de Control de Inversiones y Operaciones y la Dirección de Control de Crédito y Entidades Externas.*

*4) La Dirección General del Programa Argenta que contaba con la Dirección de Gestión Argenta, la Dirección de Operaciones Argenta y la Dirección de Atención a Titulares de Argenta.*

*Estas Direcciones actuaban según los veintiocho (28) procesos aprobados por la Dirección de Normas y Diseño de ANSES y a su vez contaban con diversas Coordinaciones en cada Dirección.*

*¿Cree que programas impulsados por el gobierno, como el programa de PPP, tienen más posibilidades de llegar a la etapa de análisis? ¿Por qué?*

*No lo sé. No sé cuál es la política actual del FGS, pero por la información pública casi no se ha invertido en esta clase de proyectos desde diciembre de 2015 en adelante.*

### **3. Comité Ejecutivo**

*¿Como fue su funcionamiento durante la gestión? Frecuencia, modalidades, temas específicos a tratarse, etc.*

*El Director Ejecutivo de la ANSES es el administrador del FGS. Cuenta con la asistencia de un Comité Ejecutivo. El Comité Ejecutivo estará integrado por los siguientes miembros: El Director Ejecutivo de la ANSES, el Secretario de Finanzas, el Secretario de Hacienda y el Secretario de Política Económica del MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS. El Subdirector de Operación del FGS se constituirá como Secretario Ejecutivo de dicho Comité.*

*Las decisiones se tomarán por mayoría simple y el Director Ejecutivo de la ADMINISTRACION NACIONAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL (ANSES) tendrá derecho a veto. En caso de empate el voto de dicho funcionario tendrá valor doble."*

*Funciones:*

*El Comité Ejecutivo tiene Función de Regulación y al mismo tiempo la Función Ejecutiva de aprobar o rechazar las Operaciones realizadas por el FGS.*

*Es FGS es regulado por el Comité Ejecutivo y no se encuentra bajo el paraguas de ningún otro Organismo Regulador del País. De esta manera, el Comité viene a reemplazar las funciones que realizaba la extinta Superintendencia de AFJPS con respecto a las AFJPs y establece lineamientos en el marco de la ley 24.241, la Ley 26.425 y los Decretos 897/07 y 2103/08.*

*El Artículo 8 del Decreto 2103/2008 establece en su Artículo 8º: el Comité, tendrá las siguientes atribuciones:*

*a) Dictará su propio reglamento de funcionamiento el cual deberá fijar como requisito indispensable realizar al menos una reunión mensual.*

*b) Fijará los principios de seguridad y rentabilidad, contemplando los impactos de las decisiones de inversión en la macroeconomía, especialmente en la creación de empleo así como en la generación de recursos tributarios adicionales que percibirá ADMINISTRACION NACIONAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL (ANSES), previendo las debidas medidas relacionadas con la diversificación de riesgos y adecuación temporal de las inversiones que aseguren el cumplimiento de los objetivos del FONDO DE GARANTIA DE SUSTENTABILIDAD DEL SISTEMA INTEGRADO PREVISIONAL ARGENTINO (FGS); pudiendo establecer límites máximos porcentuales de inversión en el marco de lo dispuesto por el artículo 8º de la Ley N° 26.425. La ADMINISTRACION NACIONAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL (ANSES) no podrá apartarse de los lineamientos y directivas fijadas por el Comité Ejecutivo del Fondo.*

*c) Tratará para su aprobación o rechazo, las solicitudes de operaciones financieras que haya recibido el Subdirector de Operación del FGS o el Director Ejecutivo de la ADMINISTRACION NACIONAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL (ANSES) y que éstos hayan remitido al Comité Ejecutivo para su análisis.*

*d) Establecerá las líneas directrices para la inversión de los activos pudiendo solicitar, de estimarlo conveniente, la opinión técnica del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA y de la COMISION NACIONAL DE VALORES. Dichas pautas no serán vinculantes para el Comité Ejecutivo.*

*e) Anualmente realizará un Informe General de la Gestión del Fondo que contendrá la memoria detallada de todas las acciones emprendidas relacionadas con su administración."*

*¿Qué consideraba el CE a la hora de llevar a cabo la planificación anual de inversiones en este inciso?*

*Se consideraba el rendimiento de la Cartera en general, los rendimientos en particular de este tipo de inversiones, los límites mínimos y máximos de estos incisos marcados en la Ley N: 24.241 y su reglamentación y los límites por especie que emanan de esta*

*reglamentación. También las proyecciones de la cartera en lo que es plazo, liquidez y moneda.*

*A esto se le sumaba, los informes de las Universidades Públicas y Secretaría de Política Económica que destacaban el Impacto de estas obras en el empleo y actividad.*

*¿Qué elementos, además de los técnicos, determinaron la aprobación de inversiones? Voluntades políticas, agenda estatal, reputación de solicitantes, vínculos con funcionarios, etc.*

*Todas las operaciones de inversión del FGS fueron inversiones permitidas y respetuosas de los límites máximos autorizados por el artículo 74 de la Ley N° 24.241 y su reglamentación.*

*El marco normativo del FGS bajo el cual se hicieron estas inversiones está dado por la Ley N° 24.241, el Decreto N° 897/07, la Ley N° 26.425 (estatización del sistema jubilatorio del año 2008) y el Decreto N° 2103/2008 (y, en la gestión de las actuales autoridades, por la Ley N° 27.260 –Reparación Histórica– del año 2016).*

# ANEXO II – Cuadro Resumen Inversiones

INSTRUMENTO	Proyecto	Emisor	SECTOR	CONDICIONES DE EMISIÓN										Total EMISIÓN	%FGS	OFERTA	Estructura	Creado por Decreto/Le	Valor de Cartera en usd mm	Garantía Asociada			
				CARTERA		CONDICIONES DE EMISIÓN																	
				VN	USD (emisión)	Moneda	Fecha Emisión	Vencimiento	Plazo en años	Tasa de Interés	Frecuencia	1er pago Capital	1er pago Intereses										
Certificados de Participación Fondo Forestal I UBS Brinson	Forestal	Forestal	FORESTAL	13	13	Pesos	feb-99	ene-10	99	n/d					n/d		#VALOR!	Fideicomiso Financiero Privado	NO	28,440	otra		
Fondo Forestal I UBS Brinson	Forestal	Forestal	FORESTAL	921	921	USD	feb-99	ene-10	11	n/d							1,070	86.07%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	28,440	otra
CEDULAS HIPOTECARIAS ARGENTINAS SERIE VII 2006-2	Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	Banco Hipotecario	VIVIENDA	17,517,513	5,661,220	Pesos	sep-06	ene-14	7	9% - 20%	Mensual	oct-06	oct-06	58,527,200	29.93%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	28,440	otra			
Loma de la Lata	Central Termica Loma de la Lata	Loma la Lata ON	ENERGIA	184,559,102	184,559,102	USD	sep-08	sep-15	7	11.45%	Semestral	sep-13	mar-09	200,000,000	92.28%	Publica	Obligaciones Negociables	NO	28,440	otra			
Pagare AISA Vto 26/09/2018	Plan AISA	AISA	HDRICA	624,471,231	200,420,833	Pesos	sep-08	sep-15	10		Semestral	abr-11	abr-11	624,471,231	100.00%	Mutuo	Mutuo	NO	28,440	otra			
Municipalidad de Rio Cuarto	Municipio Rio Cuarto	Municipio Rio Cuarto	Obra publica	19,960,000	6,366,828	Pesos	oct-08	dic-12	4	Badjar Priv. + 11.25%	Mensual	nov-08	nov-08	35,000,000	57.03%	Publica	Fideicomiso Financiero	NO	28,440	otra			
CEDULAS HIPOTECARIAS ARGENTINAS SERIE VIII 2007-1	Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	Banco Hipotecario	VIVIENDA	6,781,559	2,008,577	Pesos	dic-08	nov-14	6	9% - 21%	Mensual	abr-07	abr-07	61,087,800	11.10%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	28,440	otra			
Incentivo a la Industria Automotriz	Plan Automotriz	Automotrices	Automotriz	469,959,295	134,705,141	Pesos	feb-09	oct-15	7	n/d							n/d	n/d	Publica	Línea de crédito	NO	29,175	otra
Pagare AISA Vto 04/04/2019	Plan AISA	AISA	HDRICA	266,528,769	72,060,565	Pesos	abr-09	abr-19	10	Badjar Grat. + 300	Semestral	dic-11	dic-11	265,528,769	100.00%	Mutuo	Mutuo	NO	26,840	otra			
MBT F F Serie I VDF Clase C	Centrales Termicas Manuel Belgrano y Timbóes	MBT	ENERGIA	251,000,000	251,000,000	USD	abr-09	abr-19	10	Libor 180 d. + 500	Trimestral	abr-10	jul-09	251,040,000	99.98%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	26,840	otra			
F F SISVAL I - Clase II	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	1,360,000,000	355,684,363	Pesos	jun-09	jun-21	12	Badjar Priv. + 400	Trimestral	oct-11	oct-10	1,360,000,000	100.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	28,727	Afectación Tributaria			
Préstamo GM Vto 07/07/2013	General Motors	General Motors	INDUSTRIA	259,000,000	68,188,400	PESOS	jul-09	ene-11	2	n/d							259,000,000	100.00%	privada	mutuo	no	30,189	otra
Cedulas Hipotecarias Argentinas - Serie X	Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	Banco Hipotecario	VIVIENDA	76,037,694	76,037,694	USD	ago-09	ene-27	17	0.02	Mensual	oct-09	oct-09	85,001,195	89.45%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	31,168	otra			
Cedulas Hipotecarias Argentinas - Serie IX	Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	Banco Hipotecario	VIVIENDA	170,548,746	44,294,524	Pesos	ago-09	abr-27	18	Badjar Priv. + 245	Mensual	oct-09	oct-09	192,509,000	88.59%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	31,168	otra			
Sisval Decreto N° 976/01	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	36,860,000	9,587,428	Pesos	nov-09	jul-15	6	Badjar Priv. + 400	Trimestral	oct-11	oct-10	150,000,000	24.40%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	35,264	Afectación Tributaria			
F F SISVAL II - Clase 2	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	150,000,000	39,292,731	Pesos	nov-09	jul-21	12	Badjar Priv. + 400	Trimestral	oct-11	oct-10	150,000,000	100.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	35,264	Afectación Tributaria			
Cedulas Hipotecarias Argentinas - Serie XI	Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	Banco Hipotecario	VIVIENDA	197,471,261	51,687,262	Pesos	dic-09	mar-23	13	Badjar Priv. + 291	Mensual	ene-10	ene-10	204,250,000	96.68%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	35,686	otra			
Sisval Decreto N° 976/01	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	26,480,000	6,877,565	Pesos	feb-10	jul-15	5	Badjar Priv. + 550	Trimestral	oct-11	oct-10	100,000,000	26.48%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	36,616	Afectación Tributaria			
F F SISVAL III - Clase 2	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	200,000,000	51,945,353	Pesos	feb-10	jun-21	11	Badjar Priv. + 550	Trimestral	oct-11	oct-10	200,000,000	100.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	36,616	Afectación Tributaria			
Infraestruct. Hídrica - Decreto 1381/01	Plan de Recursos Hídricos	Gov. Nac. -Infraes. Hídrica	HDRICA	17,400,000	4,556,788	Pesos	feb-10	jul-15	5	Badjar Grat. + 450	Trimestral	oct-11	oct-10	60,000,000	29.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	36,616	Afectación Tributaria			
VDR F HIDRICO I Clase 2	Plan de Recursos Hídricos	Gov. Nac. -Infraes. Hídrica	HDRICA	540,000,000	139,834,788	Pesos	feb-10	jun-21	11	Badjar Grat. + 550	Trimestral	oct-11	oct-10	540,000,000	100.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 1381/01	36,616	Afectación Tributaria			
Sisval Decreto N° 976/01	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	35,250,000	9,087,394	Pesos	abr-10	abr-16	6	Badjar Priv. + 450	Trimestral	jul-12	jul-11	85,000,000	41.47%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 1381/01	38,024	Afectación Tributaria			
F F SISVAL IV - Clase 2	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	765,000,000	197,215,777	Pesos	abr-10	abr-22	12	Badjar Priv. + 550	Trimestral	jul-11	jul-11	765,000,000	100.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	38,024	Afectación Tributaria			
Cedulas Hipotecarias Argentinas - Serie XII	Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	Banco Hipotecario	VIVIENDA	250,694,732	63,704,097	Pesos	jun-10	nov-28	18	Badjar Priv. + 10	Mensual	ago-10	ago-10	259,931,800	96.45%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	38,175	otra			
VD FF NASA Serie A - Vto. 2021	Central ATUCHA II	NASA	ENERGIA	461,506,079	461,506,079	USD	jul-10	may-21	11	Libor + 500	Mensual	jun-11	jun-11	470,755,079	99.84%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	38,175	otra			
VD FF NASA Serie B - Vto. 2021	Central ATUCHA II	NASA	ENERGIA	970,026,585	970,026,585	USD	jul-10	feb-21	11	Libor + 500	Mensual	mar-12	mar-12	970,526,585	99.95%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	38,175	otra			
FF - Póla. Del Chaco VD Serie 1	Plan Plurianual de Viviendas	Prov. Chaco	VIVIENDA	273,000,000	69,398,546	Pesos	jun-10	jul-25	15	Badjar Pub. + 200	Trimestral	oct-12	oct-12	280,000,000	97.50%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	38,175	Cooperación Provincial			
Infraestruct. Hídrica - Decreto 1381/01	Plan de Recursos Hídricos	Gov. Nac. -Infraes. Hídrica	HDRICA	27,300,000	6,897,423	Pesos	nov-10	feb-16	5	Badjar Grat. + 450	Trimestral	may-12	may-11	40,000,000	68.25%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	43,125	Afectación Tributaria			
VDR F HIDRICO II Clase 2	Plan de Recursos Hídricos	Gov. Nac. -Infraes. Hídrica	HDRICA	355,000,000	89,691,764	Pesos	nov-10	feb-22	11	Badjar Grat. + 550	Trimestral	may-12	may-11	360,000,000	98.61%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 1381/01	43,125	Afectación Tributaria			
Sisval Decreto N° 976/01	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	85,600,000	21,494,038	Pesos	nov-10	oct-16	6	Badjar Priv. + 450	Trimestral	ene-13	ene-12	105,000,000	81.52%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	43,125	Afectación Tributaria			
F F SISVAL V - Clase 2	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	945,000,000	237,288,138	Pesos	nov-10	oct-22	12	Badjar Priv. + 550	Trimestral	ene-13	ene-12	945,000,000	100.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	43,125	Afectación Tributaria			
VDF Cedulas Hipotecarias Argentinas Serie XIII 2010-2	Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	Banco Hipotecario	VIVIENDA	180,000,000	27,108,434	Pesos	nov-10	dic-29	19	Badjar Priv. + 27	Mensual	ene-11	ene-11	110,299,100	97.92%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	43,678	otra			
FF - Provincia de la Rioja	Plan Plurianual de Viviendas	Prov. La Rioja	VIVIENDA	52,100,000	13,108,567	Pesos	dic-10	dic-25	15	Badjar Pub. + 200	Trimestral	ene-13	ene-13	60,000,000	86.83%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Ley Prov. 8578	43,678	Cooperación Provincial			
VDF Cedulas Hipotecarias Argentinas Serie XIV 2011-1	Plan de financiamiento de viviendas. Banco Hipotecario Nacional	Banco Hipotecario	VIVIENDA	114,641,384	28,432,883	Pesos	mar-11	ago-30	19	Badjar Priv. + 20,38	Mensual	abr-11	abr-11	119,875,400	95.63%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	44,839	otra			
FF - Provincia de Mendoza	Plan Plurianual de Viviendas	Prov. Mendoza	VIVIENDA	42,700,000	10,567,214	Pesos	mar-11	ene-26	15	Badjar Pub. + 200	Trimestral	abr-13	abr-13	50,000,000	85.40%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Ley provincial	44,839	Cooperación Provincial			
Infraestruct. Hídrica - Decreto 1381/01	Plan de Recursos Hídricos	Gov. Nac. -Infraes. Hídrica	HDRICA	65,400,000	16,087,769	Pesos	abr-11	nov-16	6	Badjar Grat. + 450	Trimestral	feb-13	feb-12	85,000,000	76.94%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	45,023	Afectación Tributaria			
VDR F HIDRICO III Clase 2	Plan de Recursos Hídricos	Gov. Nac. -Infraes. Hídrica	HDRICA	750,000,000	184,492,768	Pesos	abr-11	nov-22	12	Badjar Grat. + 550	Trimestral	feb-13	feb-12	1,080,000,000	69.44%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 1381/01	45,023	Afectación Tributaria			
FF ENARSA-Barragán - VRDB	Central Termica Barragán	Enarsa SA	ENERGIA	582,920,167	582,920,167	USD	abr-11	ago-22	11	Libor + 500	Mensual	sep-12	sep-12	590,000,000	98.80%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	45,023	AVAL TN			
ENARSA-Barragán	Central Termica Barragán	Enarsa SA	ENERGIA	95,895,000	95,895,000	USD	abr-11	oct-16	5	0.095	Mensual	feb-14	sep-12	100,000,000	95.90%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	45,023	AVAL TN			
FF ENARSA-Brigadier Lopez - VRDB	Central Termica Brigadier López	Enarsa SA	ENERGIA	296,474,889	296,474,889	USD	abr-11	ago-22	11	Libor + 500	Mensual	sep-12	sep-12	300,000,000	98.82%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	45,023	AVAL TN			
ENARSA-Brigadier Lopez	Central Termica Brigadier López	Enarsa SA	ENERGIA	41,817,000	41,817,000	USD	abr-11	oct-16	5	0.095	Mensual	feb-14	sep-12	43,500,000	96.13%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	45,023	AVAL TN			
ENARSA-Brigadier Lopez	Central Termica Brigadier López	Enarsa SA	ENERGIA	6,093,000	6,093,000	USD	abr-11	oct-16	5	0.095	Mensual	feb-14	sep-12	6,350,000	95.96%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	45,023	AVAL TN			
F F NASA - Valores Representativos de Deuda Adicional	Central ATUCHA II	NASA	ENERGIA	405,695,965	405,695,965	USD	may-11	feb-21	10	Libor + 500	Mensual	mar-13	mar-13	408,812,080	99.73%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	45,308	otra			
FF - Programa Plurianual de Construcción de Viviendas - Póla. de Bs.As.	Plan Plurianual de Viviendas	Priv. Buenos Aires	VIVIENDA	342,129,888	83,618,386	PESOS	may-11	may-26	15	Badjar Pub. + 200	Trimestral	oct-11	jul-11	350,000,000	97.75%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	NO	45,308	Cooperación Provincial			
Títulos de Deuda Pública Garantizados Clase Única EPEC	Central Eléctrica EPEC	EPEC	ENERGIA	564,675,200	564,675,200	USD	may-11	ene-20	9	0.125	Mensual	feb-12	feb-12	565,000,000	99.94%	Publica	Título corporativo o FF en Garantía	NO	45,308	otra			
Sisval Decreto N° 976/01	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	168,000,000	40,680,921	Pesos	jul-11	jul-17	6	Badjar Priv. + 450	Trimestral	oct-13	oct-12	200,000,000	84.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	46,467	Afectación Tributaria			
F F SISVAL VI - Clase 2	Plan de obras Vales	Gov. Nac. -SISVAL	VAL	1,800,000,000	435,867,012	Pesos	jul-11	jul-23	12	Badjar Priv. + 550	Trimestral	oct-13	oct-12	1,800,000,000	100.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	Decreto 976/2	46,467	Afectación Tributaria			
FF - Póla. De Entre Rios	Plan Plurianual de Viviendas	Prov. Entre Rios	VIVIENDA	55,800,000	13,377,125	Pesos	ago-11	ago-26	5	Badjar Pub. + 200	Trimestral	oct-13	oct-13	60,000,000	93.00%	Publica	Fideicomiso Financiero o Cartera Pública	ley prov. 9936	46,807	Cooperación Provincial			
SIFER Decreto 976/01	Soterramiento Ferrocarril Sarmiento	Gov. Nac. -SIFER	FERROVARIARIA	63,550,000	15,176,119	Pesos	ago-11	jul-16	5	Badjar Priv. + 450	Trimestral	oct-13	oct-12	90,000,000									

## Bibliografía

Aucoin, P. (1996). Reforma administrativa en la gestión pública: paradigmas, principios, paradojas y pendulos. En *Lecturas de Gestión Pública*. Madrid: MAP.

Banco de Desarrollo de América Latina (CAF). (2014). *Infraestructura en el Desarrollo de América Latina*. CAF.

Banco Mundial. (abril de 2019). *El Banco Mundial en Argentina*. Obtenido de Argentina: panorama general: <https://www.bancomundial.org/es/country/argentina/overview>

BICE. (18 de julio de 2018). *Acuerdo y Reglamento del Fideicomiso Marco PPP ley 27.431*. Obtenido de [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/acuerdo\\_y\\_reglamento\\_del\\_fideicomiso\\_marco.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/acuerdo_y_reglamento_del_fideicomiso_marco.pdf)

BID. (2019). *Notas de infraestructura de país: Cono Sur*.

Booth, L., & Starodubtseva, V. (2015). *PFI: costs and benefits*. House of Commons (United Kingdom).

Bova, E., Ruiz-Arranz, M., Toscani, F., & Ture, H. E. (2016). *The Fiscal Costs of Contingent Liabilities*. International Monetary Fund.

Centrangolo, O. G. (2004). Sistema Previsional Argentino: crisis, reforma, crisis de la reforma. En CEPAL, *Financiamiento del Desarrollo*. Santiago de Chile: Naciones Unidas - CEPAL.

Cipoletta Tomassian, G. y. (2009). *Análisis del Régimen de concesiones viales en Argentina 1990-2008*. CEPAL.

Comité Ejecutivo FGS. (18 de Enero de 2010). *Acta 15*. Obtenido de Acta de Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/ACTA%2015.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (12 de abril de 2010). *Acta 22*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/ACTA%2022.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (28 de septiembre de 2010). *Acta 34*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo : <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/ACTA%2034.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (8 de Abril de 2011). *Acta 46*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/ACTA%2046.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (7 de septiembre de 2011). *Acta 57*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo : <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/ACTA%2057.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (4 de Octubre de 2012). *Acta 82*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo : <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/ACTA%2082.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (26 de noviembre de 2013). *Acta 97*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/ACTA%2097.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (15 de Septiembre de 2014). *Acta 110*. Obtenido de Actas del Comité Ejecutivo : <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20110.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (25 de marzo de 2015). *Acta 117*. Obtenido de Actas Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20117.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (19 de Febrero de 2016). *Acta 130*. Obtenido de Actas Comité Ejecutivo:

<http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20Comite%20Ejecutivo%20N%C2%BA%20130.PDF>

Comité Ejecutivo FGS. (26 de Agosto de 2016). *Acta 136*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20136.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (3 de octubre de 2016). *Acta 137*. Obtenido de Actas Comité Ejecutivo:

<http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20del%20Comite%20Ejecutivo%20N%C2%BA137.PDF>

Comité Ejecutivo FGS. (26 de Enero de 2017). *Acta 143* . Obtenido de Actas Comité Ejecutivo:

<http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/ACTA%20N%C2%B0%20143.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (6 de abril de 2017). *Acta 145*. Obtenido de Actas Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20145.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (26 de junio de 2017). *Acta 147*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20147.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (16 de Enero de 2018). *Acta 154*. Obtenido de Actas Comité Ejecutivo:

<http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20N%C2%B0%20154.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (25 de abril de 2018). *Acta 157*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20157.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (17 de diciembre de 2018). *Acta 165*. Obtenido de Actas de Comité Ejecutivo: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20165.pdf>

Comité Ejecutivo FGS. (7 de marzo de 2107). *Acta 144*. Obtenido de ACTAS DEL COMITÉ EJECUTIVO: <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Acta%20144.pdf>

Eduardo Engel, R. F. (2014). *Economía de las asociaciones público - privadas*. Mejico D.F.: Fondo de Cultura Económica.

Elizalde, L. y. (2006). *La construcción del consenso. Gestión de la comunicación gubernamental*. Buenos Aires: La crujía.

Estache, A., & Carbajo, J. C. (1999). *Argentina's transport privatization and re-regulation : ups and downs of a daring decade-long experience* . Policy, Research working paper ; no. WPS 2249. Washington, DC: World Bank. <http://documents.worldbank.org/curated/en/751331468769246700/Argentinas-transport-privatization-and-re-regulation-ups-and-downs-of-a-daring-decade-long-experience>.

Evans, P. (1996). El Estado como problema y como solución. *Revista Desarrollo Económico* N° 140.

Fanelli, J. M. (2004). *Desarrollo financiero, volatilidad e instituciones : reflexiones sobre la experiencia argentina*. Buenos Aires: Fundación PENT.

FGS. (4 de agosto de 2009). *Informe sobre el Fondo de Garantía de Sustentabilidad*. .

Recuperado el 1 de junio de 2018, de Presentación al consejo del FGS:

<http://fgs.anses.gob.ar/subseccion/informes-3>

FGS. (2017). *Informe Trimestral. Segundo Trimestre 2017*.

FGS. (2018). *Informe Trimestral. Segundo Trimestre 2018*.

FGS. (2018). *Misión y Objetivos*. Recuperado el 1 de junio de 2018, de Fondo de Garantía

de Sustentabilidad: <http://fgs.anses.gob.ar/subseccion/mision-y-objetivos-8>

FGS. (enero de 2019). *INSTITUCIONAL*. Obtenido de Fondo de Garantía de

Sustentabilidad: <http://fgs.anses.gob.ar/subseccion/organos-de-decision-1>

Fukuyama, F. (2004). *La Construcción del Estado. Hacia un nuevo orden mundial en el siglo XXI*. Ed. Barcelona.

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. (1998). *Argentina:*

*Infraestructura, Ciclo y Crecimiento*. Buenos Aires: FIEL.

Hasselgren, B. (2013). *Government's Role for Transport Infrastructure - Theoretical*

*Approaches and Historical Development*. Stockholm: KTH Royal Institute of Technology.

IBRD. (2017). *PPP Reference Guide 3.0*.

Informe I Trimestre. (2019). *Informe Trimestral. Primer trimestre 2019 FGS*.

Ministerio de Hacienda. (28 de Septiembre de 2018). *Secretaría de Participación Público Privada*. Obtenido de Resumen Ejecutivo de Estructura de Fideicomiso: <https://www.argentina.gob.ar/hacienda/ppp>

National Audit Office. (2018). *PFI and PF2*. Reino Unido.

Olivera, D. (27 de agosto de 2018). Dietrich presentó tres herramientas para financiar obra pública en el año electoral. *El Cronista*. Obtenido de <https://www.cronista.com>

Oszlack, O. (1980). *Políticas Públicas y Regímenes Políticos* (Vol. 3). Estudios Cedes.

Oszlack, O. (1997). Estado y Sociedad: ¿Nuevas Reglas De Juego? En CLAD, *Reforma y Democracia N°9*. Caracas.

Oszlack, O. (marzo- abril de 1999). De menor a Mejor: el desafío de la “segunda” reforma del Estado. *Nueva Sociedad, N°160*.

Oszlack, O. (2006). Burocracia Estatal: política y políticas públicas. *POSTData Nro. 11*.

SPPP. (julio de 2018). *Contrato de Fideicomiso Individual "PPP Red de Autopistas y Rutas Seguras"*. Obtenido de Subsecretaría de Participación Público Privada.

SPPP. (mayo de 2019). *Subsecretaría de Participación Público Privada*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/jefatura/ppp>

Stiglitz, J. (s.f.). *Economía del Sector Público*.

Tanzi, V. (2005). The Economic Role of the State in the 21st Century. *The Cato journal*.

Villafañe, J. (1993). *Imagen Positiva*. Madrid: Piramide.