



"CONDICIONES DE EMISIÓN DE UN BONO PARA LA PROVINCIA DE LA PAMPA"

Eduardo PORDOMINGO¹

Introducción

Objeto y motivación del trabajo

La temática abordada en el presente trabajo de investigación refiere a la observación y exploración de las características y condiciones de emisión contenidas en los prospectos de emisión de bonos provinciales autorizados a la oferta pública en la República Argentina. El objetivo de este trabajo es explorar y analizar dichas características y condiciones de emisión en dos bonos provinciales cotizantes para luego ser aplicadas a la eventual emisión de un bono o título público para la Provincia de La Pampa, cuyo destino sería el financiamiento de proyectos de inversión a mediano y largo plazo.

El referido instrumento de deuda podría ser utilizado para financiar proyectos vinculados al desarrollo productivo de la cuenca hídrica en el sur provincial o emprendimientos viales para el desarrollo de las zonas sur y oeste pampeanas. Así entonces, la emisión de un bono y su negociación en mercados secundarios se podría transformar en una herramienta adecuada para financiar y dinamizar áreas productivas estratégicas en la Provincia de La Pampa.

En la actualidad, nos encontramos con escasos instrumentos financieros disponibles a través de los cuales canalizar los flujos de liquidez en la provincia. Por lo tanto, si combinamos un buen instrumento con una buena garantía - por ejemplo garantías sobre las regalías petroleras que le corresponden a la provincia o sobre la coparticipación federal y considerando que La Pampa es una provincia sin déficit presupuestario, entonces se conforma un escenario muy favorable para desarrollar proyectos de inversión.

Los inversores institucionales locales tendrían otra alternativa para colocar inversiones y diversificar su cartera, apoyando financieramente proyectos productivos dentro de la provincia. Precisamente, la emisión de bonos sería un buen vehículo para financiar proyectos

¹ CPN – UNLPam; MBA – Univ. Of Phoenix AZ; Doctor en Dirección de Empresas – UCEMA, Buenos Aires Email: eddie10@gmail.com. Profesor Titular de Sociedades (Fac. de Cs. Económicas y Jurídicas). Jefe de Trabajos Prácticos de Producción y Comercialización (Fac. de Cs. Económicas y Jurídicas). Profesor Titular de Gobierno Corporativo (Doctorados en Finanzas y en Dirección de Empresas, Universidad del CEMA)

productivos ya que el titular del proyecto de inversión y del riesgo asociado es el estado provincial y no cada pequeño productor en forma individual.

Metodología investigativa

La metodología de investigación propuesta para el presente trabajo es el Estudio de Caso. Dentro de los estudios de caso la tipología elegida es la de carácter exploratorio. Este diseño metodológico se basa en la propuesta de Robert Yin, quien afirma que los estudios de investigación exploratorios responden al tipo de pregunta investigativa que se cuestiona acerca del qué de una problemática. Este tipo de indagación, es una justificación para realizar un estudio de carácter exploratorio. *“Some types of “what” questions are exploratory...this type of question is a justifiable rationale for conducting an exploratory study, the goal being to develop pertinent hypothesis and propositions for further inquiry”* (Yin, R., 2003, p. 5, 6).

Así entonces, la pregunta de investigación queda formulada como sigue: ¿Qué podemos observar en los prospectos de emisión de bonos provinciales respecto de las condiciones generales y modalidades de emisión, tal que pueda ser replicado en la formulación de un prospecto de bono para la Provincia de La Pampa?

La unidad de análisis del estudio de caso para nuestros propósitos es el prospecto de emisión de bono provincial autorizado a la oferta pública. En particular se analizaron dos instrumentos de deuda provinciales: uno emitido por la Provincia de Mendoza y otro emitido por la Provincia de Neuquén. La presente investigación aplico sobre dicha unidad de análisis un modelo de variables que más abajo se detalla para identificar de un modo sistemático las modalidades y condiciones de emisión de los títulos.

Contenido de la Propuesta

En la Sección 1 de este trabajo se desarrolla el marco teórico conceptual relativo a la emisión de títulos públicos provinciales y su clasificación. Seguidamente se muestran distintas clases de bonos provinciales cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ejemplificando la tipología desarrollada.

En la Sección 2 se realiza el estudio exploratorio de dos prospectos de emisión de dos bonos provinciales cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires a partir de la metodología propuesta. El primer título corresponde a la provincia de Mendoza y se denomina “Bonos de

Amortización al 5.5% con vencimiento en 2018”, codificado como BARX1. El segundo bono corresponde a la provincia de Neuquén y se denomina “Títulos de Deuda Amortizables Garantizados con Regalías Hidrocarburíferas Serie 1”, codificado como NRH 1.

En la Sección 3 se desarrolla un cuadro comparativo de los citados prospectos a partir de las variables de análisis definidas donde se destacan comparativamente los aspectos más relevantes.

A partir de las variables relevadas en las Secciones 2 y 3, en la Sección 4 se propone los aspectos más importantes a tener en cuenta para emitir un bono en la provincia de La Pampa en lo que respecta a las condiciones generales y a las modalidades de emisión. Finalmente, y como aplicación práctica se incluyen las conclusiones y un conjunto de recomendaciones para la emisión de un bono provincial con el propósito de ser colocado en un mercado secundario.

Sección Primera:

1. Marco Teórico

1.1. Emisión de títulos públicos

La emisión de bonos constituye una alternativa financiera de mediano y largo plazo para los gobiernos nacionales, provinciales y municipales. A través de estas emisiones las referidas instituciones públicas captan ahorro directamente del público inversor con diferentes propósitos, por ejemplo para consolidación de deudas con proveedores, consolidación de deudas previsionales, reestructuración de deudas anteriores, financiamiento de proyectos de inversión de distinta índole, etc.

La literatura financiera señala dos ventajas vinculadas a la emisión de bonos o títulos públicos, la primera tiene que ver con el hecho de que el importe total del préstamo se subdivide en muchos prestamistas o inversores; y la segunda tiene que ver con la posibilidad de negociación del título de deuda en un mercado secundario. Como veremos más adelante, estas dos circunstancias están claramente presentes en nuestra materia objeto de estudio.

1.2 Bonos provinciales: Concepto

Como introducción al concepto digamos que de acuerdo a Elton & Gruber los bonos públicos, en nuestro caso provinciales, son obligaciones de deuda pública que se dividen en

dos amplias categorías: a) aquellos que son respaldados por la plena confianza y crédito del estado municipal o provincial y aquellos son respaldados por una agencia o autoridad pública en particular, ambos supuestos presentan riesgo de default, a saber:

“municipal bonds are debt obligations of states, cities, and state or city authorities, and are generally divided into two broad categories – bonds that are backed by the full faith and credit of the city or state, and those that are backed by a government agency or authority ... municipal bonds have default risk” (Elton & Gruber, 1995, p. 496-497).

Los dos puntos que nos interesa rescatar y expuestos precedentemente son el hecho de que los bonos provinciales deben ser honrados por el estado o la provincia, y la circunstancia de que estos títulos tienen riesgo de default. Ello implica, como veremos más adelante, la necesidad de incluir cláusulas de salvaguarda en los prospectos de emisión de modo de proteger al inversor ante el referido riesgo.

1.3 Clasificación

Fabozzi et al. clasifican a los instrumentos de deuda pública de la siguiente manera:

“There are two types of government securities: discount and coupon securities. The fundamental difference between the two types lies in the form of the stream of payments that the holder receives, which is reflected in turn in the price at which securities are issued. Coupon securities pay interest every six months, plus principal at maturity. Discount securities pay only a contractually fixed amount at maturity” (Fabozzi et al., 2009, p. 295)

De ello se desprende que los títulos de deuda pública pueden ser: 1) bonos a descuento puro; en tal caso se los denomina *“zero coupon bonds”*; o 2) bonos con cupones de intereses y pago del principal a su maduración. En el primer caso, el bono promete un solo pago de efectivo a la fecha de vencimiento. En el segundo caso, los bonos ofrecen pagos parciales regulares en efectivo (*coupons*) y el pago del principal (*face value*) al vencimiento o madurez del título. Este último es un título típico del sistema americano.

En Argentina, existe una amplia difusión de bonos públicos – tanto federales como provinciales - con amortizaciones parciales de capital durante la vida del título. Estos bonos devuelven flujos de capital e intereses en periodos regulares, quedando amortizados en su totalidad al vencimiento. Adicionalmente, los bonos pueden pagar intereses sobre una tasa fija o sobre una tasa variable de referencia como por ejemplo la *“London Inter Bank Offered Rate”* o LIBOR.

1.4 Indicadores

Los teóricos y practicantes utilizan determinados indicadores para evaluar el desempeño de los títulos. Los principales indicadores a tener en cuenta son: a) el plazo de vida del título y su fecha de vencimiento; b) valor nominal y valor residual; c) el interés corrido o proporción de intereses devengados; d) valor técnico, expresado como la sumatoria del valor residual más el interés corrido; y e) la paridad que mide la relación entre el precio del título y su valor técnico; f) tasa interna de retorno o “*yield to maturity*”; esta tasa iguala el flujo de caja del título al precio de mercado; g) duración o “*duration*”; esta medida expresa el plazo promedio ponderado de un bono. “*Dado un cupón, la volatilidad del precio es mayor a mayor plazo de vencimiento*” (Más G., 2008, p.49).

1.5 Tipologías de bonos provinciales cotizantes en Argentina

Seguidamente ejemplificamos distintos tipos de bonos provinciales cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires considerando las distintas clasificaciones y modalidades desarrolladas más arriba:

- Títulos en Pesos Amortizables sin Ajuste de Capital con Cupón Variable

El “*Bono de Consolidación en Moneda Nacional - Serie 1 (BCOR 3)*” fue emitido por la provincia de Corrientes con vencimiento el 01 de Enero de 2016 en pesos argentinos y sin ajuste de capital abonando un interés calculado en función de la tasa mensual promedio para los depósitos en caja de ahorro.

- Títulos en Pesos Amortizables Con Capital Ajustado por CER y Tasa de Interés Fija

El “*Bono para la Conversión y Sanamiento de Empréstitos Públicos – Serie 1*” (TUCS 1) fue emitido por la provincia de Tucumán en pesos argentinos, con ajuste de capital a través del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), y con vencimiento el 04 de Febrero de 2018 devengando una tasa de interés del ...

- Títulos en Pesos Amortizables con Capital Ajustado por CVS

El “*Bono Garantizado de Deuda Pública Rionegrina – BOGAR Clase 2 Serie 1*” (RNG 21) fue emitido por la provincia de Río Negro con vencimiento 04 de Febrero de 2018 en pesos argentinos devengando una tasa de interés anual del 2%. El capital de este bono se ajusta a través del Coeficiente de Variación Salarial (CVS).

- Título en Dólares Amortizables sin Ajuste de Capital con Interés Variable

El “*Bono para la Conversión y Saneamiento de Empréstitos Públicos – Serie 2*” (TUCS 2) fue emitido por la provincia de Tucumán en dólares estadounidenses sin ajuste de capital. Este título abona intereses tomando como referencia una tasa variable, esto es la tasa LIBOR a 180 días. El vencimiento del bono opera el 05 de Septiembre de 2015.

- Títulos en Dólares Amortizables sin Ajuste de Capital con Cupón Fijo

Ejemplos de bonos provinciales emitidos en dólares estadounidenses sin ajuste de capital con interés fijo son el “*Bono Provincial de Neuquén en Dólares 2014*” (NRH1) y el “*Bono de la Provincia de Mendoza en Dólares 2018*” (BARX1). De estos dos bonos nos ocuparemos en detalle más adelante. En el primer caso, el título abona un interés del 8,656% nominal anual. En el segundo caso, el título abona una tasa fija del 5.5% nominal anual.

1.2 Variables relevantes al objeto de esta investigación y a explorar en los prospectos de emisión de bonos provinciales

En función del marco teórico propuesto, y para estudiar de un modo sistemático los casos que se proponen en la próxima sección, se establecieron las siguientes variables:

a) Caracterización: Esta variable se indaga sobre: la identificación del emisor, el acto administrativo público por el cual se aprobó la emisión, la identificación del instrumento contractual que liga al emisor con el banco colocador, la fecha de emisión, la autorización a oferta pública por parte del mercado de valores, la fecha de vencimiento del título, la moneda de pago y la forma de los títulos.

b) Estructura de Amortización e Intereses: A través del análisis de esta variable se estudia el flujo de devolución del capital y pago de intereses previsto en el prospecto de emisión.

c) Bienes en Garantía y Riesgos Relacionados con la Garantía: En este caso se determina y analiza la garantía ofrecida por el emisor de acuerdo al tipo de bono emitido. Se identifica el análisis de riesgo que realizará el emisor vinculados a la garantía ofrecida, en el caso de que el instrumento ofreciera algún tipo de garantía para asegurar el flujo de pagos.

d) Cláusulas de Salvaguarda: Se identifican las cláusulas de salvaguarda a favor del inversor y a favor del emisor. Corresponde notar que la identificación de las cláusulas de salvaguarda se realiza a partir del marco conceptual desarrollado por Smith C, y Warner J., en el cual los autores identifican entre otras las siguientes cláusulas de salvaguarda en los instrumentos de deuda: a) protección de los de propiedad de los inversores, b) restricciones

sobre emisión de nueva deuda y prioridad, y tratamiento equitativo, c) protección de los flujos de fondos esperados, e) restricciones a las políticas de producción e inversión, f) restricciones sobre inversiones y disposición de activos, g) contingencias como escenarios de default (Smith, C. & Warner J., 1979, p 125-139).

e) Destino de los fondos: Se analiza si el prospecto de emisión establece un destino general o específico para los fondos obtenidos mediante el financiamiento solicitado.

f) Tratamiento Impositivo: Se identifica y analiza el tratamiento impositivo que tiene el instrumento ofrecido en la jurisdicción de emisión.

Sección Segunda:

Estudios exploratorios de prospectos de emisión de bonos provinciales

Estudio de Caso 1

2.1 Títulos de Deuda Amortizables Garantizados con Regalías Hidrocarburíferas Serie 1 (NRH1) Provincia de Neuquén

2.1.1 Características Generales

Este título, cuyo emisor es la Provincia de Neuquén, fue autorizado por Ley Provincial N° 2505 y Decreto del Poder Ejecutivo Provincial N° 2197/05. La emisión se realiza en el marco de un contrato de fideicomiso celebrado entre la provincia de Neuquén y el Citibank N.A, para lo cual se constituyó un fideicomiso en garantía, cuyos activos garantizan los títulos y consisten en las Regalías de Hidrocarburos pagaderas a la provincia por las concesionarias de las “Áreas Dedicadas”.

2.1.2 Amortización e intereses

El título devenga un interés del 8.656% nominal anual, pagándose dicho intereses trimestralmente los días 18 de los meses de enero, abril, julio, y octubre, a partir del 18 de julio de 2007. La amortización del capital se realizará durante 27 trimestres, habiéndose cancelado la primera cuota de capital el día 18 de abril de 2008. Los títulos quedarán amortizados en su totalidad a la fecha de vencimiento, que opera el 18 de octubre de 2014. El precio de emisión se fijó en 104% más intereses devengados a partir del 18 de abril de 2007 hasta la fecha de emisión.

2.1.3 Los bienes en garantía.

Estos títulos de deuda están garantizados por un derecho real de garantía en primer grado sobre los “Derechos de la Provincia” a percibir el pago en efectivo o el pago en Especie de las Regalías pagaderas a la Provincia por “Las Concesionarias de Áreas Dedicadas” en virtud de concesiones de producción otorgadas en la actualidad o que se otorguen en el futuro sobre yacimientos hidrocarburíferos.

2.1.4 Identificación de los riesgos relacionados con la garantía:

En el prospecto de emisión se pudieron identificar los siguientes riesgos relacionados con la garantía ofrecida:

“Los riesgos operativos relacionados con la exploración y producción de hidrocarburos pueden afectar adversamente las operaciones y la situación patrimonial y financiera de las concesionarias de Áreas Dedicadas, y por lo tanto afectar adversamente la capacidad de la Provincia para cancelar los títulos de deuda”.

“Las concesiones y las licencias de las Concesionarias de Áreas Dedicadas pueden ser revocadas, lo que podría tener efecto adverso sobre sus operaciones y su situación patrimonial y financiera y por lo tanto sobre la capacidad de la provincia para cancelar los títulos de deuda”.

“El incumplimiento de las Concesionarias de Áreas Dedicadas en el pago de las Regalías Especificadas podría tener un efecto sustancial adverso sobre la capacidad de la Provincia para realizar pagos en virtud de los títulos de deuda”

“El actual horizonte de las reservas probadas de las Áreas Dedicadas es de aproximadamente 7 años y medio, que resulta ser igual a los aproximadamente siete años y medio de vencimiento final de los títulos de deuda. Extender el horizonte de las reservas y el mantenimiento de los niveles de producción hidrocarburífera depende de inversiones en bienes de capital que deben realizar las Concesionarias” (Prospecto de Emisión, Neuquén, p. 35).

2.1.5 Identificación de Cláusulas De Salvaguarda A Favor Del Inversor

El prospecto de emisión prevé las siguientes cláusulas de salvaguarda a favor del inversor:

- Protección de los Derechos de Propiedad de los Inversores

La Provincia no sancionará ninguna ley ni reglamentación relativa a las “Concesiones Dedicadas” ni consentirá ninguna modificación, complemento, renuncia o cualquier otro cambio, ya sea directa o indirectamente, respecto de las “Concesiones Dedicadas” o las obligaciones de pago de las “Concesionarias Dedicadas”, con respecto a las “regalías especificadas” que ocasionen o pudieran ocasionar una disminución de los montos que las

concesionarias pagan, (...)o cualquier otro cambio en la garantía que pueda tener efecto materialmente adverso sobre los derechos de los tendedores (...) La Provincia no solicitará ni tomará medida alguna para autorizar o permitir cualquier pago en especie con respecto a las “regalías especificadas (...)” (Prospecto de Emisión, Neuquén, p.153) .

- Tratamiento Igualitario - Equidad

“En tanto cualquier título continúe en circulación, la Provincia no constituirá, incurrirá, asumirá o soportará la existencia de Gravamen alguno sobre cualquiera de los activos o ingresos actuales o futuros de la Provincia a fin de garantizar o de otro modo disponer el pago de cualquier deuda de la Provincia a menos que, en la fecha en que se constituya dicho Gravamen, las obligaciones de la Provincia en virtud de los títulos de deuda (correspondientes a esta emisión) se encuentren garantizados en forma equivalente y proporcional...” (Prospecto de Emisión, Neuquén, p. 153/54).”

- Salvaguarda de los Flujos Esperados de los Bonos

Provisión para pagos en el presupuesto anual:

“La Provincia tomará todas las medidas necesarias y adecuadas luego de la emisión de los títulos para prever la inclusión en sus presupuestos anuales, aprobados por la Autoridad Legislativa Provincial, de todos los montos que la Provincia razonablemente previera que se tornaran exigibles...” (Prospecto de Emisión, Neuquén, p. 155).

- Escenarios de Default - Cláusulas de Contingencia

Establece el prospecto de emisión que cualquiera de las siguientes circunstancias será considerada como un supuesto de incumplimiento:

a) La Provincia no pague cualquier monto de intereses adeudados respecto de los títulos de deuda en el momento en que dicho monto se torne exigible (...), y dicha falta de pago subsista durante un periodo de 15 días,

b) La Provincia no pague cualquier monto de capital adeudado respecto de los títulos de deuda en el momento en que dicho monto se torne exigible (...) y dicha falta de pago subsista durante un periodo de 15 días,

c) La Cuenta de Reserva para el Servicio de la Deuda no se encuentre totalmente fondeada al final de un periodo de cobro (...)

d) La Provincia no cumpla u observe debidamente cualquier término u obligación incluida en los Títulos de Deuda, el Contrato de Fideicomiso (...) y dicha falta de cumplimiento continúe sin ser subsanada durante un periodo de 60 días (...)

e) *La Provincia no garantice que el Monto de Cobertura de las Regalías, en el último día de cualquier periodo de cobro, sea equivalente o superior a 1,25; y dicha falta continúe sin ser subsanada durante 180 días consecutivos (...)*

f) *Se dicte contra la Provincia o contra un Organismo Provincial una sentencia, fallo, o decisión definitiva por parte de un tribunal competente, que no pueda apelarse (...) respecto del pago de sumas de dinero superiores a U\$S 10.000.000 (...)*

...entonces, en el caso de que cualquiera de dichos supuestos hubiera ocurrido y subsistiera, el Fiduciario en relación con los títulos de deuda o los Tenedores de no menos del 25% del monto total de capital (...) que en ese momento se encuentren en circulación podrá declarar que la totalidad de los títulos de deuda son inmediatamente exigibles y pagaderos, cursando una notificación escrita a la Provincia (...)” (Prospecto de Emisión, Neuquén, p.155-57).

2.1.6 Cláusulas De Salvaguarda A Favor Del Emisor

El prospecto de emisión prevé la siguiente cláusula de salvaguarda a favor del emisor:

- Rescate por la Provincia por Motivos Impositivos

“Los títulos de deuda no están sujetos a rescate a opción de los tenedores. Los títulos de deuda serán rescatables, a opción de la Provincia, en su totalidad pero no en forma parcial, mediando notificación a los tenedores, al 100% del monto de capital impago de los títulos de deuda, más intereses devengados hasta la fecha de rescate (...) si la Provincia ha estado obligada o se encontrara obligada en el futuro a pagar montos adicionales con respecto a los títulos de deuda como resultado de cualquier cambio en las leyes y reglamentaciones de Argentina” (Prospecto de Emisión, Neuquén, p. 149)

2.1.7 Destino De Los Fondos

“...La Provincia empleará el producido neto resultante de la emisión de los títulos de deuda para el desarrollo de ciertos proyectos destinados a diversificar la base de la Economía de la Provincia” (Prospecto de Emisión, Neuquén, p.20).

Por Ley Provincial N° 2505 se autorizó la emisión de los Títulos de Deuda e incluye un anexo con un listado de proyectos de infraestructura a llevar a cabo con los fondos obtenidos de la venta de los títulos de deuda, entre otros: a) tramos de ferrocarril, b) sistemas de irrigación, c) autovías de circulación múltiple, d) rutas provinciales, e) hospitales, f) autódromos, g) complejo urbano educativo de Neuquén

2.1.8 Tratamiento Impositivo

Tratamiento Impositivo en la República Argentina:

Impuesto a las Ganancias sobre los Intereses: *Los pagos de intereses sobre los títulos de deuda están exentos del pago del Impuesto a las Ganancias argentino según el Art. 36 de la Ley N° 23.576. Sin embargo, el Art. 98 de la Ley de Impuesto a las Ganancias elimina la extensión para los sujetos obligados a practicar el ajuste fiscal por inflación (sujetos de la tercera categoría impositiva).*

Impuesto sobre las Ganancias de Capital: *Según la exención del art. 36 referido en el párrafo anterior, las personas físicas residentes y no residentes de Argentina, y las sociedades extranjeras sin establecimiento permanente en Argentina no se encuentran sujetas al pago de impuestos sobre las ganancias de capital derivadas de la venta u otra disposición de los títulos de deuda. Sin embargo, de acuerdo al artículo 98 de la Ley de Impuesto a las Ganancias, los contribuyentes sujetos a las normas de ajuste impositivo por inflación se encuentran sujetos al pago del impuesto a las ganancias sobre las ganancias de capital derivadas de la venta de títulos.*

Impuesto al Valor Agregado: *Los pagos de intereses realizados están exentos del pago del impuesto al valor agregado. (Prospecto de Emisión, Neuquén, 177-179)*

Tratamiento Impositivo en la Provincia

Los resultados derivados de los Títulos de Deuda se encuentran exentos de todos los impuestos fijados por la Provincia, incluido el Impuesto de Sellos y el Impuesto sobre los Ingresos Brutos. (Prospecto de Emisión, Neuquén, 179-178)

Estudio de Caso 2

2.2. Bono de Amortización al 5,5% con Vencimiento en 2018 (BARX1) Provincia de Mendoza

2.2.1 Características Generales:

Este título provincial fue autorizada por: a) Ley N° 7.183 del Presupuesto General de la Provincia de Mendoza, b) Decreto del Poder Ejecutivo Provincial N° 418/04, y c) Resoluciones del Ministerio de Hacienda N° 376-H-04 y 517-H-04. La emisión del bono se realizó conforme a un Contrato de Fideicomiso celebrado entre la Provincia de Mendoza y el JPMorgan Chase Bank, como institución fiduciaria y agente de registro, agente de pago y

agente de transferencia en Nueva York, Londres y Buenos Aires, y Dexia Banque Internationale como agente de pago y agente de transferencia en Luxemburgo.

2.2.2 Amortización e Intereses:

El título devenga un interés del 5,5% nominal anual, pagadero semestralmente por periodos vencidos, el 4 de marzo y 4 de septiembre de cada año, a partir del 04 de marzo de 2005. Los intereses son calculados sobre la base de un año de 360 días de 12 meses de 30 días, y en caso de un mes incompleto por el número de días transcurridos. La amortización del título se realiza a partir del 04 de Marzo de 2006, efectuándose los pagos los días 04 de Marzo y de Septiembre de cada año.

La Provincia de Mendoza realiza los pagos de capital e intereses en forma trimestral por un monto de U\$S 54,34 cada uno de acuerdo al cronograma que más abajo se detalla. Como puede observarse, el próximo vencimiento de capital e intereses opera el 04 de setiembre del 2010. En caso de que la Provincia en cualquier momento incurra en incumplimiento en el pago de capital, o intereses de los bonos la provincia pagará intereses sobre el monto en mora a una tasa del 7.5% anual.

2.2.3 Garantía ofrecida y Riesgos Relacionados con la Garantía

Este título se emitió sin garantía.

2.2.4 Cláusulas De Salvaguarda

A Favor Del Inversor

Provisión de Información al Fiduciario

La Provincia se compromete a enviar "...al Fiduciario tan pronto como esté disponible pero siempre con anterioridad al 31 de octubre de cada año calendario, una copia del presupuesto y un estado de resultado reales del año calendario anterior de la Provincia..., una copia del resumen provisorio del Estado de Resultados de la Provincia al cierre de cada trimestre del año calendario”

Protección De Los Derechos De Propiedad De Los Inversores

Prohibición de Constituir Gravámenes – Compromiso: “Mientras exista algún bono sin amortizar o algún monto pagadero por parte de la Provincia que no haya sido cancelado, la

Provincia no incurrirá, no asumirá, ni constituirá, ni permitirá que una Dependencia Provincial cree, incurra, asuma o constituya, gravamen alguno sobre los activos o ingresos presentes o futuros de la Provincia o cualquiera de sus dependencias, para garantizar o de alguna forma asegurar el pago de una Deuda de la Provincia (...)

Tratamiento Igualitario: Equidad

“Los bonos son obligaciones generales incondicionales de la Provincia para cuyo pago y cumplimiento se ha comprometido la plena fe y crédito de la provincia y recibirán un tratamiento pari passu entre ellos y al menos pari passu en prioridad de pago con las demás Deudas presentes y futuras con garantía común y no subordinadas de la Provincia...”
Prospecto de Emisión, Mendoza (p. 37).

.... salvo que en la fecha de creación o constitución de dicho gravamen las obligaciones de la provincia conforme a los bonos sean garantizadas de forma igual y proporcional a las obligaciones de la Provincia o de cualquiera de sus Dependencias Provinciales...” (Prospecto de Emisión, Mendoza, p. 42 y 43).

Salvaguarda De Los Flujos de Fondos Esperados

Pago Previsto en el Presupuesto Anual:

“La Provincia tomará todos los recaudos necesarios y correspondientes luego de la emisión de los Bonos para previsionar en sus presupuestos anuales aprobados por la legislatura de la Provincia todos los montos que la Provincia razonablemente espera se tornen exigible conforme a los Bonos durante el periodo cubierto por el presupuesto en cuestión a medida que dichos montos se tornen exigibles en su curso normal...” (Prospecto de Emisión, Mendoza, p. 44).

Cobertura de Intereses:

“La Provincia no incurrirá, no asumirá, ni garantizará, ni permitirá que cualquiera de sus dependencias provinciales incurra en ninguna deuda, salvo que, en la fecha propuesta de endeudamiento, el monto de cargo por intereses devengado durante los 12 meses precedentes que finaliza el 31 de marzo, 30 de junio, 30 de setiembre o 31 de diciembre, que preceden inmediatamente la fecha de endeudamiento propuesta no exceda el 13% de los ingresos recaudados durante dicho periodo de doce meses...” (Prospecto de Emisión, Mendoza, p. 43).

Escenarios De Default - Supuestos De Incumplimiento

“En caso de ocurrir uno o más de los siguientes supuestos y que se mantenga en el tiempo con respecto a los bonos, a saber:

a) La Provincia incurre en falta de pago de capital o intereses con respecto a los bonos a la fecha de vencimiento y pago de acuerdo a los términos de los mismos (...)

b) La Provincia no cumple u observa debidamente un compromiso, acuerdo u obligación contenida en los “Bonos” o el “Contrato de Fideicomiso” y dicho incumplimiento continúa sin ser subsanado por 60 días posteriores a que el Fiduciario haya cursado notificación escrita sobre el mismo a la Provincia.

c) La Provincia incumple en el pago a su vencimiento del capital, o prima a cargo por precancelación (si corresponde) o intereses, sobre una Deuda de la Provincia que no haya sido amortizada por un monto total de capital de por lo menos U\$S 10.000.000 anterior a dicho incumplimiento.

d) La Provincia incurra en incumplimiento general en el pago de su Deuda a medida que se torna exigible, o que el Gobierno Federal o la Provincia declare una Moratoria en el pago de la Deuda de La Provincia

...entonces, en cada uno de estos casos, el Fiduciario a su opción podrá, o conforme las instrucciones o exigencias de los tenedores de no menos del 25% del monto total de capital de los Bonos en circulación, por medio de notificación escrita a la Provincia, declarar que el monto de capital de los Bonos como vencido y pagadero en forma inmediata, y ocurrida dicha declaración los mismos se tornarán vencidos y pagaderos en forma inmediata...” (Prospecto de Emisión, Mendoza, p. 46-48).

Cláusulas De Salvaguarda A Favor Del Emisor

El prospecto de emisión prevé la siguiente cláusula de salvaguarda a favor del emisor:
Rescate por la Provincia por Motivos Impositivos:

“Los bonos serán rescatables, a opción de la Provincia, en su totalidad pero no en parte, con notificación con no menos de 30 días y no más de 60 días de anticipación a los tenedores, a su monto de capital sin amortizar, más intereses devengados a la fecha de rescate (...) si la Provincia se ha estado obligada o está obligada en el futuro a pagar montos adicionales con respecto a dicho bonos como resultado de cualquier cambio en las leyes y reglamentaciones de Argentina ...” (Prospecto de Emisión, Mendoza, p. 39).

2.2.5 Destino de los Fondos

No se especifica en el prospecto de emisión el destino de los fondos.

2.2.6 Tratamiento Impositivo

“Todos los pagos efectuados por la Provincia con respecto a los bonos están libres de toda retención o deducción en concepto de impuestos, derechos, tasas, imposiciones u otras cargas gubernamentales presentes o futuras impuestas por o en nombre de Argentina o cualquier subdivisión política, incluyendo la Provincia, o autoridad fiscal Argentina...”(Prospecto de Emisión, Mendoza, p. 41-42).

Sección Tercera

3.1 Detalle sumario de las variables relevadas.

TABLA 1 CUADRO COMPARATIVO

Cuadro Comparativo	Neuquén 2014 NRH1	Mendoza 2018 BARX1
Acto Administrativo de Aprobación	Ley Provincial N° 2505 - Decreto Provincial 2197/05	Ley de Presupuesto Provincial N° 7138 - Decreto 0418/04
Fecha de Emisión	18 de Octubre 2006	28 de Octubre de 2004
Autorización Cotización BCBA	Cotización Autorizada 29 de Setiembre de 2006	Cotización Autorizada 12 de Octubre de 2004
Fecha de Vencimiento	Octubre 2014	Setiembre de 2018
Moneda de Pago	Dólares Estadounidenses	Dólares Estadounidenses
Forma de los Títulos	Títulos Globales Nominativos Definitivos	Títulos Globales Nominativos Definitivos
Intereses	8,865% Nominal Anual - Pagaderos trimestralmente	5,50% Nominal Anual - Pagaderos semestralmente
Amortización	En 27 periodos trimestrales: 26 cuotas de capital de 3,7% y última cuota de capital de 3,8%.	La emisora realiza pagos de modo tal que el pago total de amortización e intereses sea igual a U\$S 54,34
Garantía Real	Derecho real de garantía en primer grado sobre los derechos de la emisora a percibir regalías Hidrocarburíferas	No contiene
Cláusulas de Salvaguarda A favor del Inversor: Protección de los derechos de propiedad de los inversores	Compromiso de no sanción de ninguna ley o reglamentación respecto de las regalías que pudieran ocasionar una disminución en los montos pagados por las Concesionarias a la Provincia.	Compromiso de no constituir gravámenes sobre activos o ingresos presentes o futuros para garantizar o asegurar el pago de una deuda de la Provincia.

Cláusulas de Salvaguarda A favor del Inversor: Equidad	Gravámenes sobre activos o ingresos actuales, a fin de garantizar el pago de cualquier deuda provincial, _dándole a esta emisión tratamiento equivalente y proporcional.	Las obligaciones conforme a estos títulos recibirán en todo momento un tratamiento parí passu entre ellas y al menos parí passu en prioridad de pago con las demás obligaciones de la Provincia presentes y futuras, con garantía común y no subordinadas
A favor del Inversor: Salvaguarda de los flujos esperados de los bonos	La Provincia provisionará en sus presupuestos anuales todos los montos que se espera se tornen exigibles conforme al título.	La Provincia provisionará en sus presupuestos anuales todos los montos que se espera se tornen exigibles conforme al título.
A favor del Inversor: Salvaguarda de los flujos esperados de los bonos	No contiene cláusulas por cobertura de intereses.	Cobertura de Intereses: La Provincia no incurrirá ni garantizará en ninguna Deuda el monto de cargo por intereses devengados durante el último año no exceda del 13% de los ingresos recaudados durante el último año
A favor del Inversor: Escenarios de Default	Cláusula de Contingencia: En caso de incumplimiento por parte del emisor, declaración por parte del Fiduciario de la exigibilidad inmediata del total de la deuda.	Cláusula de Contingencia: En caso de incumplimiento por parte del emisor, declaración por parte del Fiduciario de la exigibilidad inmediata del total de la deuda.
Cláusulas de Salvaguarda: A favor del Emisor: Rescate	Rescate por la Provincia por Motivos Impositivos	Rescate por la Provincia por Motivos Impositivos
Destino de los Fondos	Proyectos de Inversión: Ferrocarril Trasandino del Sur- Sistemas de Irrigación y Canales - Obras Viales - Complejo Urbano Educativo - Obras Hospitalarias	No especificado
Cotización y Negociación	Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Bolsa de Comercio de Luxemburgo y otras	Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Bolsa de Comercio de Luxemburgo y otras
Fiduciario y Agente de Registro y Pago	Citibank N.A. Sucursal Argentina	J.P. Morgan Chase Bank
Tratamiento Impositivo	Tratamiento General para los Impuestos Nacionales - Exento de Impuestos Provinciales	Tratamiento General para los Impuestos Nacionales - Exento de Impuestos Provinciales
Calificación S&P	Nacional = raAAA Internacional = BB-	No disponible

Sección Cuarta

Contexto que haría posible su emisión:

La posibilidad de emitir este instrumento de financiamiento se vería favorecida en un contexto de estabilidad monetaria y flexibilidad cambiaria perdurable en el largo plazo. Ello se debe a que para que el instrumento sea lo suficientemente atractivo para el público inversor debería emitirse en dólares estadounidenses. Asimismo, este instrumento financiero debería ser aplicado a proyectos de inversión que permitan devolver el capital e intereses, de modo de no constituirse en una carga financiera adicional para el presupuesto provincial.

A tal efecto podría considerarse el siguiente esquema productivo modelizado a partir de información generada por la Estación Experimental Anguil del Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria (INTA) y extraída del Boletín Económico Diciembre 2014 para emprendimientos bajo riego en 25 de Mayo, La Pampa. Las actividades están modalizadas para un establecimiento de 800 hectáreas de riego presurizado con pivote. Se plantea en este caso la producción de Maíz para Cosecha. Los técnicos de la UEy DT 25 de Mayo establecieron que de acuerdo las condiciones naturales y requerimientos del cultivo deberá considerarse una tasa de riego de 1010 milímetros por año. Corresponde aclarar que a la hora de cuantificar los costos, el costo del milímetro de riego incluye los costos de locación del equipo y estación de bombeo.

Maíz para Cosecha	Unidades	Dosis	U\$S/Unidad	Precio actual en U\$S/ha
Semilla				215,00
Maíz Riego (Semilla)	U\$S/Bolsa	1	215,00	215,00
Labores				76,72
Semb. GG SD	cant.	1	1,1	45,61
Pulv. Terrestre	cant.	3	0,25	31,10
Riego				443,27
Riego	mm	1010	0,44	443,27
Herbicidas				50,33
Atrazina	l/ha	3	4	12
Acetoclor	l/ha	1	6,8	6,8
Panzer	l/ha	3	6,6	19,8
Round up Max	kg/ha	1,5	7,82	11,73

Fertilizantes				298
UAN	kg/ha	500	0,45	225
Fosfato Monoamoniaco	kg/ha	100	0,73	73
Insectisidas				7
Karate Zeon	l/ha	0,1	70	7
Cosecha	%B		8%	120,88
Costo Total				1204,20
Ingreso Bruto	U\$\$/Ha			1511,06
Precio	U\$\$/tn.		137,37	
Rendimiento	t/Ha		11	
Margen	U\$\$/Ha			306,86

Fuente: Boletín Económico Estación Experimental INTA Anguil Diciembre 2014

A partir de este margen anual de U\$\$ 306,86 por hectárea por año, podría estimarse un rendimiento de U\$\$ 245.486 para las 800 hectáreas. Seguidamente se establecen las condiciones generales y modalidades de emisión que podría contener un bono a emitir por la Provincia de La Pampa para financiar proyectos de inversión pública:

TABLA 2 CONDICIONES GENERALES Y MODALIDADES DE EMISION

	“La Pampa 2025”
Aprobación	En la Provincia de La Pampa, la emisión de un título de deuda debe ser aprobada por Ley Provincial y Reglamentada por Decreto del Poder Ejecutivo Provincial (PEP). El PEP tiene la facultad de delegar en el Ministro de Hacienda la elaboración y aprobación del prospecto de emisión.
Fecha de Emisión	Se prevé la emisión del bono para el mes de Marzo 2015
Monto de la Emisión	U\$\$ 50.000.000
Autorización y Negociación	Se solicitará autorización para cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la Bolsa de Comercio de Luxemburgo, y otras.
Moneda de Pago	Dólares Estadounidenses
Forma de los Títulos	Títulos Globales Nominativos Definitivos

Amortización e Intereses	6% Nominal Anual. El bono pagará intereses semestralmente calculados sobre la base de un año de 360 días, compuesto por 12 meses de 30 días. Se podrían prever flujos de amortización más renta.
Garantía	Derecho real de garantía en primer grado sobre las regalías hidrocarburíferas que la Provincia percibe de las concesionarias autorizadas.
Información al Fiduciario	La Provincia se compromete a enviar al Fiduciario una copia del presupuesto y un estado de resultado reales del año calendario y una copia del resumen provisorio del Estado de Resultados de la Provincia al cierre de cada trimestre del año calendario”
Cláusulas de Salvaguarda A Favor del Inversor: Protección de los derechos de propiedad de los inversores	La Provincia, sus Dependencias y sus Organismos Descentralizados se comprometen por Ley Provincial a no sancionar ninguna ley o reglamentación respecto de las regalías que pudieran ocasionar una disminución en los montos pagados por las Concesionarias a la Provincia.
A favor del Inversor: Equidad	La Provincia no constituirá, incurrirá, o asumirá ningún gravamen sobre cualquiera de los activos o ingresos actuales o futuros a fin de garantizar o de otro modo disponer el pago de cualquier deuda de la Provincia a menos que a la fecha en que se constituya o cobre vigencia el gravamen, las obligaciones de la Provincia emergentes de la emisión de este bono se encuentren garantizadas en forma equivalente y proporcional.
A Favor del Inversor: Protección de los flujos de fondos esperados	<u>Previsión en el Presupuesto Provincial:</u> La Provincia previsionará en sus presupuestos anuales todos los montos que se espera se tornen exigibles conforme al título. <u>Cobertura de Intereses:</u> La Provincia no incurrirá, ni garantizará en ninguna deuda el monto de cargo por intereses devengados durante el último año que exceda del 15% de los ingresos recaudados durante el último año.
A favor del Inversor: Escenarios de Default	Cláusula de Contingencia: En caso de incumplimiento por parte del emisor, declaración por parte del Fiduciario de la exigibilidad inmediata del total de la deuda.
A favor del Emisor: Rescate	Rescate por la Provincia por Motivos Impositivos
Destino de los Fondos	Proyectos de Inversión: Ruta de la Cría II; Aprovechamiento Hídrico Casa de Piedra, Hospitales, Cárceles.
Fiduciario y Agente de Registro y Pago	J.P. Morgan Chase Bank
Tratamiento Impositivo	Tratamiento General para los Impuestos Nacionales - Exento de Impuestos Provinciales

Sección Quinta

Conclusiones y Recomendaciones

La Provincia de La Pampa podría emitir un bono a diez años para desarrollar obras de infraestructura o desarrollo productivo y con ello dinamizar la economía provincial. La provincia de La Pampa se encuentra en óptimas condiciones para acudir al público inversor por las siguientes razones: a) es una provincia sin déficit presupuestario, y b) puede ofrecer una buena garantía vinculada a las regalías hidrocarburíferas.

El monto de la emisión sería en bonos globales nominativos en dólares estadounidenses a diez años de plazo con una tasa fija en dólares al 6% nominal anual. El título devolvería amortizaciones e intereses semestrales en marzo y setiembre de cada año. En este punto se optó por seguir una estructura similar a la diseñada por el bono BARX1 de la Provincia de Mendoza que ofrece una cuota de amortización más renta constante.

La emisión ofrecería un derecho real de garantía en primer grado sobre las regalías hidrocarburíferas que la provincia percibe de las concesionarias autorizadas. Los fondos resultantes de esta emisión serían aplicados a obras de infraestructura de largo plazo, vitales para el desarrollo económico provincial como emprendimientos viales –por ejemplo Ruta de la Cría II - y Aprovechamiento Hídrico Complejo Casa de Piedra. También se prevé la aplicación de estos fondos a la Construcción de Hospitales, Centros Asistenciales de Salud y Complejos Carcelarios.

Para lograr el interés de los inversores nacionales e internacionales se incluirían en el prospecto del título cláusulas de salvaguarda para:

- a) proteger los derechos de propiedad de los inversores, comprometiendo a la Provincia a no sancionar ninguna Ley o Reglamentación que pudiera implicar una disminución en los flujos abonados por las concesionarias
- b) mantener condiciones equitativas con las eventuales nuevas emisiones de deuda dándole a esta emisión tratamiento equivalente y proporcional.
- c) aseguramiento de los flujos esperados de los bonos: comprometiendo a la provincia a previsionar en los presupuestos el pago de las cuotas de amortización más intereses

en tiempo y debida forma; y limitando el cargo por intereses que la provincia se compromete a abonar anualmente en virtud de otras deudas presentes y futuras.

d) enfrentar escenarios de default declarando la exigibilidad inmediata del total de la deuda.

e) A favor del emisor se prevé el rescate anticipado por motivos impositivos.

Referencias bibliográficas:

- Elton, E., Gruber, M., (1995): *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Estados Unidos: Wiley, Fifth Edition.

- Fabozzi, Modigliani, & Jones (2009) *Foundations of Financial Markets and Institutions* Estados Unidos: Prentice Hall, Fourth Edition.

- Más, A. (2008): *Títulos Públicos y Obligaciones Negociables en el Mercado de Capitales Argentino*. Argentina: Ediciones Técnicas Empresariales S.R.L

- Smith, C. & Warner J.: “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants”. *Journal of Financial Economics*, Volume 7, Issue 2, (May, 1979): Pages 117–161.

- Yin, Robert (2003): *Case Study Research – Design and Methods*. Estados Unidos: SAGE Publications International Educational and Professional Publisher. Third Edition.

Referencias documentales:

- Boletín Económico Diciembre 2014 Estación Experimental INTA Anquil La Pampa

- Prospecto de Emisión Bonos de Amortización al 5.5% con Vencimiento en 2018 – Provincia de Mendoza.

- Prospecto de Emisión Títulos de Deuda Amortizables Garantizados Con Regalías Hidrocarbúrferas Serie 1 – Provincia de Neuquén.