



67
2EJ

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO**

FACULTAD DE ECONOMIA

FALLA DE ORIGEN

**EL FINANCIAMIENTO BURSATIL A LOS
SERVICIOS MUNICIPALES**

T E S I S

Que para obtener el Titulo de:
LICENCIATURA EN ECONOMIA

P r e s e n t a :

Lilia Esther Sumiko Kushida Kushida

Director de Tesis :
LIC. CARLOS JOSE ARANDA IZGUERRA

MEXICO, D. F.

1995.



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

INDICE

INTRODUCCION	1
I. MARCO TEORICO	3
1. El debate en torno a la intervención estatal y la Reforma del Estado....	3
2. Los bienes sociales y el fracaso del mercado.....	5
A. <i>Bienes sociales y externalidades</i>	5
B. <i>El suministro de bienes sociales como función presupuestal del Estado</i>	6
3. Política presupuestal y Federalismo.....	7
4. El endeudamiento de gobiernos estatales y municipales para financiar servicios públicos.....	9
5. Tendencias recientes en el financiamiento a los servicios públicos.....	10
II. LA PRESTACION DE SERVICIOS PUBLICOS MUNICIPALES EN MEXICO. SITUACION ACTUAL	11
1. Características generales del Municipio y atribuciones en la prestación de servicios.....	11
2. Aspectos financieros: fuentes de ingresos y capacidad de endeudamiento.....	13
A. <i>Ingresos</i>	14
B. <i>Endeudamiento</i>	15
3. Procedimientos tradicionales de adjudicación de obras públicas.....	18
4. Participación de la iniciativa privada en la prestación de servicios públicos.....	19
A. <i>Regulación de las concesiones</i>	19
B. <i>Servicios públicos concesionables</i>	21
C. <i>Procedimientos para llevar a cabo una concesión</i>	23
D. <i>Contratos de prestación de servicios</i>	23
E. <i>Ventajas y dificultades que presenta la participación del sector privado en la prestación de servicios</i>	24

III. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL: EL MERCADO DE BONOS MUNICIPALES EN ESTADOS UNIDOS.....	26
1. Aspectos generales	26
2. Principales modalidades	27
3. Los bonos de obligación general	29
A. <i>Arrendamiento</i>	30
B. <i>Certificados de participación</i>	31
C. <i>Agencias gubernamentales de construcción y otras obligaciones estatales de arrendamiento</i>	32
D. <i>Bonos de "intercepción" de ayuda estatal</i>	32
E. <i>Bonos de obligación moral</i>	33
F. <i>Bonos de impuestos limitados</i>	34
4. Los bonos riesgo proyecto.....	36
A. <i>Estructura de los bonos riesgo proyecto</i>	36
B. <i>Tipo de proyectos financiables con bonos riesgo proyecto</i>	38
C. <i>Modalidades de los bonos riesgo proyecto</i>	40
D. <i>Financiamiento a empresas gubernamentales</i>	40
E. <i>Financiamiento a empresas privadas: los bonos conductores de ingresos</i>	43
F. <i>Casos especiales de los bonos conductores de ingresos</i>	45
5. Mecanismos adicionales de financiamiento utilizados en el mercado de bonos municipales.....	46
A. <i>Refondeo</i>	46
B. <i>Financiamiento a corto plazo</i>	48
C. <i>Valores a tasa variable</i>	49
D. <i>El bono cupón cero</i>	49
6. Elementos de análisis de crédito.....	49
A. <i>El riesgo de crédito y las instituciones calificadoras de valores</i>	49
B. <i>El análisis de crédito de los bonos municipales norteamericanos</i>	50
C. <i>Criterios para la calificación de obligaciones de gobiernos locales de otros países</i>	58
7. Mecanismos para fortalecer la calidad del crédito.....	59
A. <i>Acrecientos bancarios del crédito</i>	59
B. <i>Aseguradoras privadas de bonos</i>	60
C. <i>Apoyo crediticio estatal</i>	61

8. Operación del mercado de bonos municipales.....	62
A. <i>Mercado primario</i>	62
B. <i>Mercado secundario</i>	66
9. Inversionistas en el mercado de bonos municipales.....	67
A. <i>Inversionistas individuales</i>	88
B. <i>Bancos comerciales</i>	69
C. <i>Aseguradoras por siniestros</i>	70
D. <i>Elementos de rendimiento y riesgo</i>	71
10. Regulación.....	72
IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	74
1. La problemática actual que enfrentan los municipios y la iniciativa privada en la prestación de servicios en México.....	74
2. La experiencia internacional y su posibilidad de adecuación al caso de México	76
A. <i>Características fundamentales de los valores de gobiernos locales</i>	76
B. <i>Particularidades del caso de México</i>	77
3. Propuesta de instrumentación de bonos municipales en México.....	79
A. <i>Aspectos generales</i>	79
B. <i>Obtención de recursos</i>	83
BIBLIOGRAFIA	94

INTRODUCCION

La disponibilidad de servicios públicos adecuados es uno de los principales indicadores de la calidad de vida de cualquier nación. Su expansión y el desarrollo de las obras de infraestructura correspondientes, son condiciones esenciales para alcanzar un desarrollo económico estable y pueden constituirse en un estímulo importante para la actividad económica.

En el caso de México, el rezago en la prestación de estos servicios constituye un problema estructural, resultado de la combinación de diversos tipos de factores: económicos, sociales, políticos, tecnológicos y administrativos, entre otros. En fechas recientes, las carencias asociadas con los servicios básicos se han visto agudizadas por un aumento en la demanda asociada con las transformaciones económicas y la evolución demográfica, así como por la aplicación de una política de austeridad en el gasto público que ha limitado la inversión en los mismos.

El trabajo que aquí se presenta, se centra fundamentalmente en el aspecto financiero de los servicios municipales. Su objetivo general es demostrar, en base a la experiencia internacional, que el mercado de valores, por sus características, constituye una alternativa adecuada para financiar el desarrollo de los servicios, así como la construcción, mejora y mantenimiento de la infraestructura correspondiente.

Asimismo, incluye una propuesta de instrumentos bursátiles para el financiamiento de estos servicios en la que se consideran, además de los criterios estrictamente financieros, algunas condiciones de carácter administrativo y político vinculadas con la realización del proyecto de infraestructura, mismas que pueden formar parte de los lineamientos y/o requisitos para la emisión.

La propuesta reconoce que el impulso al desarrollo de los servicios públicos, requerirá de un programa integral que además de abordar estos aspectos, incorpore en su realización a los tres niveles de gobierno, y estimule la participación de los sectores privado y social, así como de las comunidades involucradas.

Es conveniente aclarar, que la aplicación de este tipo de instrumentos se vincula necesariamente con un fortalecimiento de la autonomía del municipio, principalmente en materia presupuestal y de endeudamiento, lo cual es congruente con la consolidación del federalismo. Asimismo, la eficacia de los instrumentos que se proponen estará también en función de la madurez y la cultura política de la administración del nivel de gobierno correspondiente, así como de la comunidad a la que representa.

El trabajo está organizado en los siguientes capítulos.

En el primer capítulo, se plantea el Marco Teórico, en el que se sintetizan los principales conceptos vinculados con la prestación de servicios públicos y su financiamiento. Los temas tratados son los siguientes: principales teorías relativas a la intervención gubernamental en la economía; razones por las que el Estado asume la responsabilidad de suministrar los servicios públicos, así como las causas de la importancia adquirida por los gobiernos estatales y municipales en esa actividad; y, algunos aspectos relativos a la selección de fuentes de financiamiento.

En el segundo capítulo se realiza un diagnóstico de la situación actual de los servicios municipales en México. La problemática detectada, enfatiza las dificultades que se derivan de las limitaciones legales existentes en cuanto a la autonomía presupuestal y de endeudamiento de los ayuntamientos frente a los gobiernos estatal y federal. Adicionalmente, se plantean algunos elementos relativos a los procedimientos de adjudicación de obras públicas y a la participación de la iniciativa privada en el suministro de servicios.

El tercer capítulo está dedicado a exponer las principales características y modalidades de los bonos municipales en Estados Unidos, distinguiendo entre aquéllos garantizados por impuestos de los gobiernos estatales y municipales, y los instrumentos garantizados por los flujos de ingresos generados por cada proyecto. Asimismo, se analizan los principales elementos de riesgo vinculados con el uso de estos instrumentos y los mecanismos utilizados para reducirlo.

Finalmente, en el capítulo dedicado a las conclusiones y recomendaciones, se sintetiza la problemática identificada en la prestación de servicios públicos para analizar la posibilidad de adecuar la experiencia internacional al caso de México. En base a ello, se desarrolla una propuesta en la cual, además de exponer las características básicas de cada instrumento, se identifican las condiciones más importantes para que su aplicación contribuya de manera efectiva al desarrollo de estos servicios.

I. MARCO TEORICO

La problemática que aborda el presente trabajo, dedicado al financiamiento de los servicios públicos se ubica en el marco general de la intervención del Estado en la economía y de las funciones presupuestales del mismo. Asimismo, por referirse a servicios suministrados a nivel municipal incorpora aspectos relativos al federalismo fiscal.

1. El debate en torno a la intervención estatal y la reforma del Estado

La participación del Estado en la economía, es producto de una combinación de factores: históricos, políticos, sociales y económicos, incluyendo la influencia de los intereses creados sobre las decisiones políticas y el marco legal. En función de ello, las formas específicas adoptadas por la intervención estatal y la concepción teórica en la que se sustentan, han evolucionado a través del tiempo y de una sociedad a otra.

Los modelos aplicados a lo largo de la historia a las economías de mercado, suelen ser clasificados en tres grandes categorías¹: el liberalismo clásico de *laissez faire*; el keynesianismo; y el neoliberalismo. Las funciones que cada uno de ellos atribuye al estado se vinculan con su interpretación de la economía, y, en forma muy general, pueden ser resumidos en la forma siguiente:

- El liberalismo clásico, que parte del principio de que los individuos actúan por el afán de lucro, y en el cual el mercado define el qué, cómo y para qué producir, permitiendo que todos los esfuerzos individuales conduzcan al bienestar social y a una óptima asignación de recursos. En este modelo, los deberes del gobierno se restringen a: defender al país ante la agresión extranjera; establecer una buena administración de justicia; y realizar obras que no emprendería el sector privado y cuyo beneficio social es superior al privado.
- En el keynesianismo, los ajustes y el equilibrio del mercado no se dan de manera automática, por lo que la oferta y demanda agregadas pueden alcanzar el equilibrio en un punto inferior al pleno empleo. En función de ello, se plantea la necesidad de que el Estado administre la demanda agregada, mediante políticas fiscales y monetarias, con el fin de atenuar las fluctuaciones cíclicas en el ingreso nacional y el empleo.

¹ Este resumen se basa en: Villarreal, René, Liberalismo Social y Reforma del Estado. México en la Era del Capitalismo Posmoderno, Nacional Financiera - Fondo de Cultura Económica México, 1993, págs. 107 a 138.

- En el neoliberalismo, se plantea un retorno al liberalismo clásico a partir de diversas críticas al "estado benefactor" del keynesianismo, en las que se hace referencia, entre otros, a los "efectos perversos" de la intervención estatal y a las distorsiones que generan en el mercado². En términos de política económica, la prescripción es el regreso a un sistema de libre mercado, suprimiendo los obstáculos para su funcionamiento mediante la desregulación y un Estado mínimo³.

Durante la segunda mitad del presente siglo, el uso generalizado de uno u otro modelo ha ido variando en función de diversos factores, entre los que destacan las transformaciones en el sistema económico a nivel nacional e internacional; y las prioridades establecidas en función de la percepción de la problemática económica de ese momento, incluyendo la evaluación de los resultados obtenidos con políticas anteriores.

De esta manera, las políticas keynesianas de los años cincuentas y sesentas, atribuyeron una gran importancia al fortalecimiento de la demanda y el empleo; posición que contrasta notablemente con las políticas neoliberales instrumentadas desde principios de los setentas, que enfatizaron el combate a la inflación y el equilibrio fiscal. Estas últimas centraron sus recomendaciones de política en el ajuste fiscal y monetario, así como en la reducción de la participación gubernamental en la economía.

De acuerdo con Villarreal (1992), el resultado del auge del neoliberalismo durante los años setentas y ochentas, fue que el mercado recibió un nuevo impulso en todo el mundo, incluyendo a Europa del Este y a la República Popular China, sin embargo, el mismo autor aclara que la recesión internacional de principios de los años noventa puso en duda la capacidad de esta corriente de pensamiento para favorecer el crecimiento de la economía mundial⁴.

En lo que se refiere a los pensadores nekeynesianos, éstos iniciaron una revisión crítica de su teoría, cuyo resultado fue que "aún los estados y grupos vinculados al favor o la protección estatal, así como corrientes de pensamiento que parten de la

² Villarreal (1992), menciona cuatro tipos de problemas que los neoliberales atribuyen a la intervención estatal: distorsiones en el mecanismo de precios a través de la inflación; desaliento a la actividad económica como resultado de la política fiscal, en particular los impuestos, deficiencias administrativas del Estado propietario, cuyas empresas producen bienes y servicios costosos y de baja calidad, y cuestionamiento a la legislación laboral, porque eleva los costos del empleo (por las prestaciones legales), reduce los estímulos para trabajar y propicia el despilfarro y la expansión de la burocracia. Cfr. Villarreal, René, Liberalismo Social y Reforma del Estado. México en la Era del Capitalismo Posmoderno, Nafin-Fondo de Cultura Económica, México, 1993, págs. 126-128.

³ Para un análisis de los diversos enfoques de política macroeconómica dentro de la corriente neoclásica, véase Ayala, José Luis, Límites del mercado, límites del Estado, INAP, México, 1992, págs. 72 a 79.

⁴ Cfr., Villarreal, René, op. cit. págs. 131 y 132.

necesidad histórica y estratégica de la intervención estatal para el desarrollo, se rindan todos a la evidencia de las incapacidades estatales para reorientar el crecimiento, atenuar la desigualdad o reducir el despilfarro y la corrupción públicos... " ⁵.

Ambos factores, el debilitamiento del neoliberalismo y la revisión del keynesianismo, pusieron de relieve la necesidad de replantear el papel del Estado y de redefinir sus funciones, dando lugar a la búsqueda de nuevas formas de intervención estatal que propicien una mayor participación de los diversos sectores de la población y que sean compatibles con la eficiencia económica.

Es en este contexto que surge la llamada "Reforma Económica del Estado", que de acuerdo con Ayala (1992), tiene su origen en las deficiencias detectadas en la actividad gubernamental, en los crecientes déficits y endeudamiento en las cuentas públicas, así como en la necesidad de reestructuración económica e institucional derivada de los fenómenos de internacionalización e intensificación de la competencia.

Las principales proposiciones de esta Reforma se desarrollan fundamentalmente en torno a dos aspectos: el *redimensionamiento* del Estado, dirigido a alcanzar el equilibrio y saneamiento de las finanzas públicas; y la búsqueda de nuevos esquemas institucionales y organizativos que enfatizan la *complementariedad y cooperación entre los sectores público y privado*, ésto último generalmente a través de políticas de desregulación y privatización ⁶.

2. Los bienes sociales y el fracaso del mercado

A. Bienes sociales y externalidades

La prestación de servicios públicos por parte del Estado, suele justificarse en función de la presencia de "bienes sociales" y de "externalidades" en su consumo. De acuerdo con Musgrave (1989), la característica que distingue a los bienes sociales es que los beneficios derivados de su consumo no se limitan a un consumidor en particular, sino que benefician también a otras personas. Un ejemplo de ello es la limpieza del aire derivada de medidas anticontaminantes.

Esta característica se define también en función de que el consumo de un bien social por una persona se "externaliza", haciéndolo disponible a otras personas. En el caso de los bienes privados, en cambio, los beneficios se "internalizan", porque el consumo por una persona impide que los demás puedan consumirlo (por ejemplo: los alimentos). Conviene notar, sin embargo, que la distinción entre bienes sociales y privados es una cuestión de grado, en algunos casos, se observa una

⁵ Ayala, José Luis, op. cit., pág. 133.

⁶ Al respecto véase Ayala, José Luis, op. cit., págs. 142-146 y 151-170.

combinación de ambos, como por ejemplo, en la educación, que puede ser recibida por un grupo de consumidores en particular, pero cuyos beneficios alcanzan al conjunto de la sociedad.

El mecanismo de mercado resulta poco adecuado para la producción de bienes sociales, en función de que una condición necesaria para su operación es la existencia de derechos exclusivos de propiedad sobre el bien intercambiado, es decir, que los consumidores no tengan acceso a un bien a menos que paguen un precio por el mismo. Tal exclusión no es posible en el caso de los bienes sociales, o hacerlo resultaría excesivamente costoso, de donde se deduce que los bienes sociales requieren ser suministrados por el gobierno.

Una razón adicional para que el Estado participe en el suministro de bienes sociales, es que el mercado responde a la demanda efectiva de los consumidores en función de la distribución del ingreso existente, pero ello no necesariamente refleja las necesidades sociales y políticas de la comunidad.

B. El suministro de bienes sociales como función presupuestal del Estado

Al hacer referencia al suministro de los bienes sociales por parte del Estado, es necesario hacer referencia nuevamente a Musgrave, quien distingue entre "suministro" y "producción" públicos, aclarando que los bienes sociales pueden ser producidos por firmas privadas y vendidos al gobierno; o bien ser producidos directamente por la administración pública. Para este autor, el que los bienes sociales sean suministrados públicamente, implica que son financiados en forma importante por el presupuesto público, independientemente de la forma de producirlos.

En base a esta distinción, el suministro de bienes sociales o públicos es considerado como un elemento fundamental de la política presupuestal, cuyas funciones básicas, son las siguientes:

- La *función de asignación*, o el suministro de bienes sociales, entendido como "el proceso mediante el cual el total de recursos de una economía se divide entre bienes privados y sociales, y en el que se elige la mezcla de bienes sociales a producir"⁷;
- La *función de distribución*, referida a las medidas para modificar la distribución del ingreso adecuándola a lo que la sociedad considera como equitativa; y

⁷ Musgrave, Richard A. y Peggy B., Public Finance in Theory and Practice, Mc Graw Hill-International Editions, Singapur, 1989, pág. 8

- La *función de estabilización*, orientada a mantener un nivel elevado del empleo, un grado razonable de estabilidad en los precios y una tasa adecuada de crecimiento.

Cabe notar que estas tres funciones, aunadas a la regulación económica, a través del marco jurídico-económico y de las instituciones, son consideradas también por otros autores como las funciones básicas del Estado en la economía ⁸.

3. Política presupuestal y federalismo

Entre los bienes sociales, Musgrave ⁹ distingue entre aquéllos que están disponibles de manera general, por ejemplo la investigación médica, o la preservación de recursos naturales que cubren a todo o gran parte del país (aire, bosques y litorales, entre otros); y aquéllos cuyos beneficios están limitados espacialmente, como el alumbrado público, que beneficia únicamente a los residentes locales.

En un contexto de federalismo, esta diferenciación entre bienes sociales constituye el criterio básico para delimitar las responsabilidades de los distintos niveles de gobierno en el suministro de bienes sociales y en sus costos. De esta manera, la prestación de servicios que benefician a todo el país queda a cargo del gobierno central y aquéllos de beneficio limitado pasan a formar parte de las funciones de los gobiernos estatales o municipales.

El financiamiento de los servicios de beneficio limitado, se realiza a través de mecanismos que les permitan internalizar los costos, es decir, que los miembros de la comunidad beneficiada paguen por los servicios proporcionados por el nivel de gobierno correspondiente. Esto implica utilizar impuestos estatales y municipales, para pagar la prestación de los servicios.

Lo anterior, sin embargo, requiere ser matizado por criterios de equidad. Las entidades federativas (o, en su caso, los municipios) suelen presentar una gran heterogeneidad en lo que se refiere a ingresos y capacidad fiscal, lo cual puede traducirse en disparidades importantes en la disponibilidad de servicios públicos. Para homogeneizar, al menos a un nivel mínimo, el acceso a esos servicios, es necesario que el Gobierno Federal aplique una política de transferencias ¹⁰, en

⁸ Por ejemplo, Ayala (1992) cita esas funciones haciendo referencia a Musgrave y a Stigler; René Villarreal (1993) plantea funciones similares citando a Samuelson y a Nordhaus. Cfr. Ayala, op. cit., pág. 80, y Villarreal, René, Liberalismo Social y Reforma del Estado, México en la Era del Capitalismo Posmoderno, Nafin-Fondo de Cultura Económica, México, 1993, pág. 118.

⁹ Musgrave, Richard A. y Peggy B., op. cit., págs. 445 - 472.

¹⁰ A nivel teórico, las transferencias federales pueden ser asignadas de modo tal que permitan compensar: i) las diferencias regionales en el costo de suministrar los servicios; o ii) las diferencias regionales en recaudación, dada una misma tasa de impuestos. Asimismo, pueden ser otorgadas: i) de manera general, es decir, permitiendo que el gobierno estatal utilice

especial en aquéllos considerados de importancia a nivel nacional (como podría ser la educación o la salud).

El uso de transferencias federales en el pago de servicios públicos, estatales o municipales, y en particular aquéllos de tipo social, es justificado principalmente en base a dos argumentos: dado que el sistema fiscal federal suele ser más progresivo, el financiamiento de servicios públicos puede sustentarse en mayor grado en impuestos progresivos, y recurrir en menor medida a los impuestos a la venta y a la propiedad. Por otro lado, permiten transferir recursos fiscales entre entidades asegurando un cierto equilibrio entre las necesidades y los recursos fiscales de cada una de ellas.

Teóricamente, un aspecto fundamental en la selección del tipo de impuestos a utilizar por cada uno de los niveles de gobierno de una federación, es evitar que la estructura fiscal provoque distorsiones en el libre flujo de bienes y factores de la producción, toda vez que ello podría conducir a ineficiencias en la economía en su conjunto (por ejemplo, al evitar el establecimiento de unidades productivas en zonas de impuestos elevados).

De esta manera, se establece que el uso de un impuesto progresivo sobre los ingresos se considera más adecuado a nivel del gobierno central. A nivel estatal, se proponen los impuestos a las ventas, especialmente si se trata de zonas grandes, cuya amplitud física impida o reduzca la evasión mediante la realización de las compras en otro lugar. A nivel municipal, se establecen los impuestos cuya fuente es inamovible, como los bienes raíces o cierto tipo de infraestructura. Las tarifas sobre servicios públicos que benefician a grupos particulares de personas, suelen ser aplicadas a nivel municipal.

4. El endeudamiento de gobiernos estatales y municipales para financiar servicios públicos

El financiamiento del gasto público puede realizarse en base a ingresos corrientes (generalmente impuestos y derechos) o mediante la obtención de créditos en el mercado. De acuerdo con Musgrave ¹¹, la combinación más adecuada de recursos se determina en función de los siguientes factores:

- En el caso del gobierno federal, la selección de financiamiento a través de impuestos o en base a préstamos estará supeditada a la política de

libremente las transferencias, o ii) de manera "ataca" (especificando que deberán utilizarse en la generación de servicios públicos). Los análisis de optimización indican que el segundo tipo es más eficiente para elevar la oferta de bienes sociales, toda vez que el primero puede ser desviado a otros usos y, por lo tanto, un aumento dado en los bienes sociales requerirá un mayor monto en las transferencias.

¹¹ Este punto se basa fundamentalmente en Musgrave, Richard A. y Peggy B., op. cit., págs. 544-564; y Petersen, John E. y Mc Loughlin, Thomas "Debt Policies and Procedures" mimeo.

estabilización adoptada, así como a la combinación de políticas fiscales y monetarias, aplicadas para alcanzar las metas establecidas de demanda agregada.

- En la política de los gobiernos estatales y municipales, la prestación de servicios públicos y el gasto en inversión vinculado con esa actividad adquieren una mayor importancia relativa. La forma más adecuada de financiamiento se determina fundamentalmente en base a la aplicación del principio de beneficio, es decir, que los servicios sociales sean pagados por sus beneficiarios.

Un criterio adicional, es el tipo de gastos a financiar (corrientes o de capital). La inversión en capital, suele estar asociada con la construcción o mejora de obras de infraestructura, lo que implica la movilización de montos muy elevados de recursos, pero en forma esporádica. Ello se explica en función de la durabilidad de estos bienes, toda vez que realizada la inversión, no es necesario efectuar erogaciones adicionales hasta que el activo se haya depreciado a un grado tal que se requiera su renovación o reemplazo.

Combinando estos dos últimos criterios, beneficio y tipo de gasto, el autor plantea que en la inversión en bienes de larga duración, que benefician a más de una generación de usuarios, es necesario distribuir equitativamente los costos entre las mismas (en el caso del gasto corriente en bienes o servicios que benefician a una sola generación de usuarios este problema no se plantea).

Para ilustrar lo anterior, Musgrave plantea el ejemplo siguiente: si una comunidad requiere construir un edificio cuya duración se estima en 30 años, los gastos de construcción provocarán un aumento drástico en los egresos de la comunidad durante un periodo determinado (un año). Si para cubrir esos gastos se utiliza la recaudación de impuestos, se requerirá elevar la tasa tributaria, de forma temporal, pero en gran magnitud. Puesto que el uso del edificio se extenderá por 30 años, sería poco equitativo hacer pagar la totalidad del costo de construcción a los contribuyentes de ese año en particular, lo justo, de acuerdo al principio de beneficio, sería distribuirlo entre todas las generaciones de usuarios.

De este tipo de razonamiento surge la proposición, generalmente incluida en los requerimientos de equilibrio presupuestal, de que los gastos de operación deban ser cubiertos con ingresos corrientes y que la inversión en capital pueda ser financiada a través de préstamos. Por otro lado, debido a que se considera que el endeudamiento público implica comprometer los ingresos de los contribuyentes del futuro, suelen establecerse regulaciones estrictas en la materia.

5. Tendencias recientes en el financiamiento a los servicios públicos

Aún cuando el criterio de financiamiento anteriormente mencionado continúa siendo de aplicación general, en muchos casos se utiliza una combinación de fuentes de fondos, utilizando las reservas o ingresos corrientes para pagar una parte del proyecto y financiando el resto con deuda. Por otro lado, en la práctica reciente de los países desarrollados, han surgido algunas variantes en las cuales la distinción entre ingresos corrientes y endeudamiento es menos nítida. Como ejemplos de ello pueden mencionarse los siguientes ¹²:

- La utilización de tarifas para financiar servicios municipales, en lugar de recurrir a los impuestos a la propiedad. Las tarifas se vinculan directamente con el gasto de capital por el hecho de que es necesario mejorar o desarrollar la infraestructura para establecerlas.
- En diversos casos, el gobierno no compra las obras de infraestructura, sino que establece como condición para el otorgamiento de concesiones o permisos, que los desarrolladores privados "donen" ciertas obras. Las características, de ubicación y número de instalaciones que serán destinadas al uso del público en general forman parte de las negociaciones para autorizar la construcción en un lugar determinado.
- Formas de financiamiento que permiten utilizar bienes de capital sin comprarlos en ese momento o sin recurrir a lo que se define legalmente como préstamo. Por ejemplo, se recurre al arrendamiento financiero, en el que la compra se realiza mediante pagos periódicos; o se utilizan contratos de servicio, en los que la unidad gubernamental compra el servicio completo. En ambos casos el gasto de capital aparece como gasto corriente.

Los elementos teóricos expuestos en este Capítulo, serán utilizados de manera implícita en el análisis del caso específico de los servicios municipales en México, así como en la propuesta de financiamiento a través de instrumentos bursátiles que se desarrollan en las siguientes páginas.

¹² Véase: Petersen, John E. y Mc Loughlin, Thomas, "Debt Policies and Procedures", mimeo

II. LA PRESTACION DE SERVICIOS PUBLICOS MUNICIPALES EN MEXICO. SITUACION ACTUAL

1. Características generales del Municipio y atribuciones en la prestación de servicios

El máximo órgano de gobierno del Municipio es el Ayuntamiento, constituido por: el Presidente Municipal, que lo representa política y administrativamente; el Sindico o Síndicos, encargados de vigilar los aspectos financieros de ese órgano de gobierno así como de representarlo jurídicamente en caso de litigio; y los Regidores, que tienen a su cargo las diversas comisiones de la administración pública municipal, tales como obras públicas y desarrollo urbano, entre otros ¹.

La designación de los Presidentes Municipales, de los Regidores y de los Síndicos, es resultado de una elección directa y popular. La duración de sus funciones es de tres años y ninguno de ellos puede ser reelecto para el período inmediato posterior. Comúnmente, ese lapso es establecido por cada una de las constituciones locales o estatales, las que establecen también los supuestos de suspensión o desaparición del Ayuntamiento.

La reforma de 1983 a la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos (en adelante, la Constitución), definió expresamente, los servicios públicos que son responsabilidad de los gobiernos municipales:

- Agua potable y alcantarillado,
- Alumbrado público,
- Limpia,
- Mercados y Centrales de Abasto,
- Panteones,
- Rastro,
- Calles, parques y jardines,
- Seguridad pública y tránsito,
- Los demás que las legislaturas locales determinen según las condiciones territoriales y socio-económicas de los municipios, así como su capacidad administrativa y financiera

¹ La Constitución no especifica a otro tipo de funcionarios como: el Secretario del Ayuntamiento, el Tesorero, el Oficial Mayor, los Delegados, etc. Estos nombramientos, se realizan regularmente por designación del propio Ayuntamiento, por lo que no están sujetos a responsabilidades de tipo político.

Otros ordenamientos legales, a nivel federal, regulan la participación de los municipios en actividades como las siguientes:

- **Educación.** La Ley General de Educación, permite a los municipios promover y prestar servicios educativos de cualquier tipo o modalidad, sin perjuicio de la concurrencia de las autoridades educativas federal y estatales, así como participar en el mantenimiento y suministro de equipo básico a las escuelas públicas estatales y municipales²;
- **Salud.** La Ley de Salud, prevé la participación de los municipios en los sistemas nacional y estatal de salud mediante la celebración de convenios con los gobiernos estatales correspondientes³;
- **Desarrollo urbano.** La Constitución faculta a los municipios a formular, aprobar y administrar la zonificación y los planes de desarrollo urbano municipal, en tanto que la Ley General de Asentamientos Humanos les permite participar conjuntamente con la Federación y las entidades federativas en la ordenación y regulación de los asentamientos humanos en el territorio nacional⁴, especificando sus atribuciones administrativas y regulatorias. Entre ellas destacan las siguientes:
 - Promover y realizar acciones e inversiones para la conservación, mejoramiento y crecimiento de los centros de población
 - Prestar los servicios públicos municipales, atendiendo a lo previsto en la Constitución y en la legislación local
 - Coordinarse y asociarse con la respectiva entidad federativa, con otros municipios o con los particulares, para la prestación de servicios públicos municipales, de acuerdo con lo previsto en la legislación local
 - Participar en la creación y administración de reservas territoriales para el desarrollo urbano, la vivienda y la preservación ecológica, de conformidad con las disposiciones jurídicas aplicables
- La Ley Agraria⁵ prevé también la participación de las autoridades municipales en materia de asentamientos humanos, servicios públicos y en general en todos los aspectos relativos a la zona de urbanización. Para facilitar el desarrollo de sus actividades, la misma Ley establece que el núcleo de población podrá

² Ley General de Educación, publicada en el Diario Oficial de la Federación (DOF) el 31 de julio de 1993

³ Ley de Salud, publicada en el DOF el 7 de febrero de 1984

⁴ Ley General de Asentamientos Humanos publicada en el DOF, el 21 de julio de 1993

⁵ Ley Agraria, publicada en el DOF, el 6 de enero de 1992

aportar tierras del asentamiento al municipio o entidad correspondiente para dedicarlas a los servicios públicos, con la intervención de la Procuraduría Agraria, la cual se cerciorará de que efectivamente dichas tierras sean destinadas a tal fin ⁶.

La facultad otorgada a los municipios para orientar y dirigir el crecimiento urbano, les permite aumentar sus recursos mediante nuevas fuentes de ingresos, toda vez que posibilita la imposición de gravámenes a actividades relacionadas con el desarrollo urbano.

En general, los servicios públicos a cargo de los municipios de cada Entidad Federativa, se especifican en un catálogo incorporado en las Constituciones Estatales. A nivel de toda la República, se tiene contemplado que los *municipios de un mismo Estado*, previo acuerdo entre sus ayuntamientos y con sujeción a la ley, puedan *coordinarse y asociarse* para eficientar la prestación de los servicios públicos que les corresponden.

En el caso concreto de las actividades de desarrollo urbano, y tratándose de dos o más centros urbanos situados en *territorios municipales de dos o más entidades federativas*, que formen o tiendan a formar una continuidad demográfica, *la Federación, las entidades federativas y los Municipios* respectivos, en el ámbito de sus competencias, pueden *planear y regular de manera conjunta y coordinada* el desarrollo de dichos centros con apego a la ley federal en la materia.

2. Aspectos financieros: fuentes de ingresos y capacidad de endeudamiento

La descentralización en la prestación de servicios públicos, prevista en la reforma de 1983, **especifica** también las fuentes de ingresos de que disponen los municipios. Los criterios que determinan los montos y bases de esos ingresos, así como aquéllos aplicables al endeudamiento de los ayuntamientos son definidos por las legislaturas estatales, en las leyes de ingresos de los municipios y mediante la revisión de sus cuentas públicas. Los ayuntamientos están facultados para aprobar sus propios presupuestos de egresos en base a sus ingresos disponibles.

En el caso especial del Distrito Federal, su endeudamiento se rige por la Ley General de Deuda Pública, a nivel federal; en tanto que sus ingresos son definidos anualmente en la Ley de Ingresos del Distrito Federal. Las características fundamentales establecidas en esos ordenamientos, así como aquéllas relativas a la concesión de servicios públicos, se detallan en el Anexo I.

⁶ Artículo 64 de la Ley Agraria

A. Ingresos

La Constitución ⁷ establece que la hacienda de los municipios está integrada por los rendimientos de los bienes que les pertenecen, así como por las contribuciones y otros ingresos que las legislaturas establezcan a su favor. Básicamente, los ingresos de los municipios están constituidos por los rubros siguientes.

- *Las participaciones federales de los municipios de acuerdo a las bases, montos y plazos que anualmente determinen las legislaturas estatales.* Las atribuciones de los gobiernos estatales en esta materia, han dado lugar a una gran heterogeneidad en la distribución de las participaciones, toda vez que únicamente 12 entidades cuentan con una Ley de Coordinación Fiscal, en los estados restantes, la definición de bases y montos suele ser poco precisa, lo que da lugar a una multiplicidad de criterios de distribución, lo mismo sucede con los plazos de entrega.

La incertidumbre respecto al monto y plazo en el que dichos ingresos serán percibidos, afecta la capacidad del municipio para establecer compromisos como los que implica el llevar a cabo obras que requieren una gran inversión, o el asumir obligaciones de deuda, toda vez que la obtención de ingresos de manera previsible constituye un factor importante para definir la capacidad de una entidad para obtener crédito.

- *Las contribuciones sobre la propiedad inmobiliaria, su fraccionamiento, división, consolidación, traslación y mejora, así como las que tengan por base el cambio de valor de los inmuebles.* Los municipios podrán celebrar convenios con el Estado para que éste se haga cargo de alguna de las funciones relacionadas con la administración de esas contribuciones.

El impuesto predial y el de traslado de dominio de inmuebles, pueden constituir fuentes importantes de ingresos para los municipios. En la práctica, sin embargo, resultan complejos de administrar debido, entre otras razones, a las dificultades de los municipios para mantener actualizado el valor catastral de los inmuebles; así como a las restricciones legales para efectuar revaluaciones generales, las cuales deben ser propuestas, para su aprobación, a la legislatura estatal ⁸.

⁷ Artículo 115, Fracción IV.

⁸ Por las razones anteriores, y de acuerdo con cifras de Banobras, la recaudación del impuesto predial se redujo de 0.21% del PIB en 1980, a 0.07% en 1989, mostrando una ligera recuperación a partir de 1990, lo que se atribuye al abatimiento de la inflación, así como al esfuerzo del Distrito Federal y algunos otros estados (Cifras citadas en la ponencia: Financiamiento Municipal. Programas y Actividades para la Modernización de la Administración de los Municipios. Presentada en el Seminario Financiamiento Municipal, organizado por Institute for International Research.)

- **Los ingresos derivados de la prestación de servicios públicos a su cargo.** En teoría, el cobro por estos servicios debería permitir sufragar los costos de los mismos así como el mantenimiento de las instalaciones correspondientes. No obstante, en la mayor parte de los servicios transferidos a los municipios los usuarios están acostumbrados a pagar precios bajos en comparación con su costo, independientemente del nivel de ingresos del consumidor; a que se cobren cuotas fijas sin considerar el consumo efectivo, por ejemplo en el suministro de agua potable; o bien a no pagar por el servicio utilizado. En otros casos, la definición de tarifas responde a consideraciones políticas, más que económicas. A ello hay que agregar la baja cobertura de cobro, vinculada con la utilización de procedimientos poco adecuados para llevarlo a cabo.

La Constitución prohíbe que las leyes federales y locales establezcan exenciones y/o subsidios respecto a los impuestos sobre inmuebles así como a las tarifas de servicios públicos⁹. No obstante, las dificultades de los municipios para definir precios adecuados significa, en la práctica, que las tarifas aplicadas se encuentren a niveles similares a los de un subsidio.

Lo anterior se traduce en una insuficiencia de recursos para la prestación de los servicios municipales. Esta problemática es agudizada por el incremento en la demanda de los mismos estimulada por el crecimiento demográfico, lo cual aunado a la reducida capacidad técnica de diversos municipios para operar, mantener y expandir sus servicios, se traduce en un déficit creciente en su prestación.

B. Endeudamiento

i. Aspectos generales

El financiamiento al que pueden acceder los estados y municipios, así como sus respectivas entidades, está sujeto a diversas restricciones legales a nivel federal y estatal, especificadas tanto en la Constitución Política Federal, como en la Constitución Política, la Ley de Deuda Pública y la Ley de Ingresos de la entidad federativa correspondiente, ésta última expedida por el congreso local en cada ejercicio fiscal o bien el decreto específico que autorice la contratación del financiamiento crediticio.

A nivel federal, la Constitución¹⁰ delimita el tipo de endeudamiento que pueden asumir los gobiernos locales, al especificar que sólo puede ser contratado con acreditantes mexicanos, y que debe estar denominado en moneda nacional, hasta

⁹ Únicamente se exentan de dichas contribuciones, a los bienes del dominio público de la Federación, de los estados o de los municipios.

¹⁰ Artículo 117, Fracción VIII.

por el monto decretado por la respectiva legislatura estatal, siendo pagadero en territorio mexicano.

Asimismo se especifica que el endeudamiento público sólo está permitido para realizar inversiones públicas productivas, definiendo como tales a aquéllas destinadas a la ejecución de obras públicas, a la adquisición o manufactura de bienes y a la prestación de servicios públicos, siempre que en forma directa o indirecta sean redituables para las Entidades Federativas o para los Municipios, así como de sus respectivos organismos descentralizados y empresas públicas.¹¹

Los Congresos locales están facultados para determinar las bases sobre las cuales el gobierno estatal y los ayuntamientos pueden celebrar empréstitos, tomando en cuenta las restricciones mencionadas anteriormente. Cabe notar que únicamente 11 estados han expedido una ley en materia de deuda pública: Baja California, Durango, Guanajuato, Guerrero, México, Michoacán, Querétaro, Quintana Roo, San Luis Potosí, Tabasco y Veracruz

En las leyes de esas entidades, se establece que una vez concedida la autorización correspondiente por el Congreso Local, los ayuntamientos pueden celebrar empréstitos; emitir títulos de deuda pagaderos en moneda nacional y dentro del territorio mexicano; y, en algunos casos, contratar empréstitos en los que se pacten plazos de amortización que rebasen el término de la gestión para el que fueron electos. En este último caso, deben contar con la autorización expresa de la legislatura local.

En lo que se refiere a los montos de financiamiento, los gobiernos estatales y municipales así como sus correspondientes entidades públicas, deben sujetarse a los montos autorizados por el Congreso del Estado en la Ley de Ingresos expedida para el ejercicio fiscal de que se trate. En la práctica, pocos estados prevén esos montos por lo que suelen expedir decretos globales o especiales en los que se autoriza la cantidad a contratar.

Lo anterior significa que todo financiamiento crediticio a concertarse por estados y municipios, sus organismos descentralizados, empresas de participación mayoritaria y fideicomisos públicos, deben ser autorizados por la legislatura local respectiva.

¹¹ Artículo 1 del Reglamento en Materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios

ii. Obligaciones garantizadas por transferencias de fondos federales

Los estados o municipios tienen la posibilidad de afectar en garantía de pago de sus obligaciones directas o contingentes, las participaciones que les corresponden en los ingresos federales ¹². Una garantía de este tipo, otorga a los créditos características de riesgo muy similares a los pasivos de la federación, lo que debería reflejarse en el costo financiero de los créditos.

Las obligaciones garantizadas por transferencia de fondos, deben ser inscritas en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios, de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Para ello, deben satisfacer las condiciones establecidas para los créditos de gobiernos locales a las que se hizo referencia, así como los siguientes requisitos adicionales:

- Cuando las obligaciones se hagan constar en títulos de crédito, se indicará en el texto que sólo podrán ser negociados dentro del territorio nacional con entidades o personas de nacionalidad mexicana
- Contar con la autorización previa de la legislatura estatal correspondiente, afectando las participaciones que en ingresos federales correspondan al estado o, en su caso, al municipio respectivo
- Las participaciones en ingresos federales de la entidad federativa o municipio solicitante, deberán ser suficientes para garantizar el pago total de las obligaciones contraídas dentro del plazo concertado
- En el caso específico de los municipios, sólo podrán afectarse en garantía las participaciones que la federación les deba pagar directamente, lo cual está sujeto a comprobación por la SHCP
- Si las participaciones correspondientes a los municipios son insuficientes para cubrir el monto de las obligaciones, el Estado correspondiente deberá otorgar garantía solidaria. Ningún estado podrá comprometer participaciones que correspondan a un Municipio para garantizar obligaciones del propio Estado o de otros Municipios

¹² Estos empréstitos están regulados por la Ley de Coordinación Fiscal y el Reglamento a su Artículo 9º, e incluyen aquéllos asumidos solidaria, sustitutiva o subsidiariamente por las entidades federativas con sus municipios, organismos descentralizados y empresas públicas estatales o municipales y por los propios municipios con sus respectivos organismos descentralizados y empresas públicas, como pueden ser los avales y garantías.

- La solicitud de inscripción deberá acompañarse de la siguiente documentación:
 - Ejemplar de la publicación en el órgano oficial que corresponda, de la autorización otorgada a la entidad federativa o municipio para afectar sus participaciones en ingresos federales
 - Original y copia del instrumento jurídico en el que se haga constar la obligación directa o contingente cuya inscripción se solicite

Además de los requisitos mencionados, la afectación de participaciones deberá ser autorizada de manera expresa por el legislativo estatal en la Ley de Ingresos correspondiente o mediante decreto específico. Este último es el caso más frecuente en la práctica.

3. Procedimientos tradicionales de adjudicación de obras públicas

Los procedimientos para adjudicar los contratos de obra pública y de servicios, varían en función de la legislación aplicable: si se trata de entidades federativas o municipios que pretendan realizar obras con cargo total o parcial a participaciones federales, deberán apegarse a lo estipulado por la Ley de Adquisiciones y Obras Públicas. En otro caso, los procedimientos estarán sujetos a las leyes locales correspondientes, algunas de las cuales otorgan libertad de elegir el proceso de adjudicación.

La Ley de Adquisiciones y Obras Públicas, faculta al Municipio a hacerse cargo de la planeación, programación, y presupuesto de las obras, vía recursos fiscales o financiamiento. Los procedimientos de adjudicación pueden ser de tres tipos: licitación pública, licitación restringida (para al menos tres contratistas), y adjudicación directa. Generalmente, se selecciona un conjunto de propuestas técnicas, entre las cuales la dependencia o entidad está obligada a adjudicar el contrato a la postura económica más baja.

Los contratos de obra pública sujetos a licitación, pueden ser: a precios unitarios, en los cuales el importe de la remuneración o pago total al contratista se hace por unidad de trabajo terminado y en donde los costos y plazos estipulados pueden ser ajustados; y a precio alzado, en los que se realiza un pago total fijo al contratista, por obra totalmente terminada y ejecutada en el plazo establecido, no permitiéndose modificaciones al contrato. Los proyectos integrales sólo pueden celebrarse bajo la modalidad de contrato de obra a precio alzado.

En el contrato de obra pública tradicional, el municipio se hace cargo de la mayor parte de las actividades vinculadas con su realización. Por ejemplo, el Municipio elabora el presupuesto para el proyecto; tramita el financiamiento si carece de recursos presupuestales para desarrollarlo; convoca a licitación o invita a diversos

contratistas para desarrollar la obra; supervisa y dirige la construcción. Al término de la misma, el Municipio recibe la obra del contratista constructor, la opera (o realiza una nueva adjudicación para la operación), y cobra cuotas por el servicio. A lo largo de este procedimiento, el Municipio conserva la propiedad de la obra y absorbe prácticamente la totalidad de los riesgos de inversión.

Para llevar a cabo las tareas implícitas en los procedimientos tradicionales, el Ayuntamiento suele enfrentar diversas dificultades como son: la carencia de personal especializado que se haga cargo de la selección de los contratistas responsables del diseño y construcción de la obra, así como de la dirección y supervisión de los mismos; conflictos potenciales contratista-municipio-operador; y, escasa o nula experiencia para obtener condiciones de pago adecuadas, que permitan al municipio empezar a pagar el crédito hasta el momento en que el proyecto pueda generar ingresos.

La problemática anterior, se ve agudizada por la brevedad del periodo en que un Ayuntamiento desempeña sus funciones, lo que se traduce en cambios frecuentes en las políticas y el personal vinculados con los proyectos de infraestructura. Todo ello, crea incertidumbre en cuanto a la terminación de obras a largo plazo, y suele provocar dificultades para profesionalizar a los empleados que participan en los proyectos. Esto último es un aspecto esencial para el desarrollo de algunas fases, como puede ser la evaluación y supervisión de las obras.

4. Participación de la iniciativa privada en la prestación de servicios públicos

Una posible solución a la problemática mencionada, adicional al alargamiento de funciones de los ayuntamientos y a la profesionalización de su personal, es que el Municipio delegue algunas actividades vinculadas con el desarrollo y operación de los proyectos en empresas privadas especializadas. Ello permitiría reducir las necesidades de endeudamiento estatal y municipal, y distribuir el riesgo de los proyectos, toda vez que la inversión es realizada por la empresa participante.

Entre las actividades en las que puede participar el sector privado se encuentran las siguientes: la elaboración de estudios y proyectos de tecnología avanzada, la construcción de las obras de infraestructura, su equipamiento, y la renovación de instalaciones, en su caso.

A. Regulación de las concesiones

Las Leyes Orgánicas Municipales, permiten la participación de la iniciativa privada en la prestación de servicios a través de la figura de concesión. A través de ella, los particulares pueden llevar a cabo la construcción, operación y explotación de obras

públicas específicas, durante periodos predeterminados, bajo reglas y normas previamente establecidas en la legislación local correspondiente ¹³.

Los títulos de concesión suelen precisar aspectos como los siguientes: definición de objetivos, como pueden ser la prestación directa del servicio, planeación y elaboración de proyectos de construcción, operación, mantenimiento, administración, facturación y cobranza; delimitación del ámbito de aplicación, por ejemplo para uno o varios municipios; vigencia de la concesión; derecho del concedente a suspender al concesionario en la prestación del servicio ¹⁴, y especificación de las causales de extinción y revocación anticipada, lo cual tiene como propósito asegurar que el concesionario preste los niveles de calidad y eficiencia pactadas.

Adicionalmente, y dependiendo de las limitaciones y prerrogativas previstas en la Ley Orgánica Municipal, la infraestructura suele definirse jurídicamente como un bien del dominio público municipal, lo que significa que el concesionario no podrá darla en garantía de los créditos que solicite para cumplir con las obligaciones que le impone el título, debiendo devolverla al término de la concesión y responder de los daños que se ocasionen. En algunos casos se especifican algunas obligaciones para el concesionario, como puede ser la de capacitar al personal.

Las leyes estatales en materia de concesiones municipales, muestran una gran heterogeneidad. En algunos estados, la Ley prevé el procedimiento de concurso para su asignación, los plazos máximos de vigencia, así como la posibilidad de otorgar prórrogas o contraprestaciones al definir las características de una concesión en particular. En otros, estos elementos no se precisan o se indican sólo algunos de ellos, dejando un amplio margen de discrecionalidad para su determinación.

En la mayor parte de las entidades se establece el requerimiento de autorización por parte del Congreso Estatal para el otorgamiento de concesiones, excepto en las siete siguientes: Coahuila, Colima, Chiapas, Chihuahua, Guanajuato, Nuevo León y Sonora.

En lo que se refiere a los plazos, conviene notar que aún cuando éstos son definidos por la legislación estatal, a nivel federal es aplicable la Ley General de Bienes Nacionales, cuya reforma en 1992 amplió los periodos permitidos para la

¹³ La concesión puede presentar variantes en la fase de operación y explotación de proyectos, como pueden ser el arrendamiento y llave en mano. En el caso de actividades o servicios para las cuales el marco jurídico no contempla la operación exclusiva del sector privado, las inversiones pueden realizarse mediante asociaciones del sector público con el privado, incluyendo la posibilidad de utilizar la figura de SINCAS.

¹⁴ Este derecho no está sujeto a trámite judicial previo, la garantía constitucional de audiencia implica únicamente notificar al concesionario con 10 días de anticipación para que manifieste lo que a su derecho conviene.

concesión de uso y aprovechamiento de bienes de dominio público, hasta 50 años prorrogables (anteriormente eran 20), con lo que se elevaron las posibilidades de recuperación de la inversión y el logro de una renta para los concesionarios en su carácter de empresarios.

En materia de inversión extranjera, la Ley Federal ¹⁵ no contempla restricciones en la prestación de servicios públicos municipales, por lo que se considera que el capital foráneo puede participar en cualquier proporción en el capital social de las sociedades mexicanas. Las Leyes Orgánicas Municipales, por su parte, tampoco incorporan prohibiciones expresas al respecto, pero en su mayoría, establecen como requisito para los concesionarios, el ser mexicanos o el ser una sociedad constituida conforme a las leyes mexicanas.

B. Servicios municipales concesionables

Las legislaciones estatales indican expresamente el tipo de servicios que pueden ser concesionados. La mayor parte de ellas, reserva al municipio aquéllos relacionados con la seguridad pública y el tránsito, pero en algunos casos se reservan también servicios como el alumbrado público, el suministro de agua potable y el alcantarillado. De acuerdo con información de Banobras, los servicios públicos no concesionables por Entidad Federativa, son los siguientes¹⁶:

Aguascalientes	La Ley no establece reservas, por lo que se desprende que todos los servicios públicos pueden ser concesionados
Baja California	Seguridad pública, tránsito
Baja California Sur	Seguridad pública, tránsito, alumbrado
Campeche	Seguridad pública, alumbrado
Coahuila	Seguridad pública, tránsito, vialidad, regulación urbana y construcción, recaudación de ingresos municipales
Colima	Seguridad pública, tránsito, agua potable, alcantarillado, alumbrado público
Chiapas	Seguridad pública, alumbrado, recaudación de ingresos municipales

¹⁵ La Ley de Inversión Extranjera, publicada en el Diario Oficial del 27 de diciembre de 1993, es de observancia general en toda la República (Véase Artículo 4°).

¹⁶ Lic. Virginia Alcántara Palma, Dir. Adjunta de Planeación, Promoción y Asistencia Técnica de Banobras, Un Perfil Jurídico de los Municipios Mexicanos: Objetivos y Responsabilidades, Ponencia presentada en el Seminario: Innovadoras Estrategias y Estructuras para el Financiamiento Municipal, organizado por el Institute for International Research, septiembre de 1994.

Chihuahua	La Ley no establece reservas, por lo que se desprende que todos los servicios públicos son concesionables
Durango	Seguridad pública y tránsito
Guanajuato	Seguridad pública, tránsito, vialidad, regulación urbana y construcción
Guerrero	Seguridad pública y tránsito
Hidalgo	Seguridad pública, tránsito, registro civil, legislación, sanidad
Jalisco	Agua potable, alcantarillado, alumbrado, calles y calzadas, seguridad pública, tránsito, parques, jardines y centros deportivos
México	Seguridad pública y tránsito
Michoacán	La Ley no establece reservas, por lo que se desprende que todos los servicios públicos son concesionables
Morelos	Seguridad pública, tránsito, alumbrado, agua potable y alcantarillado
Nayarit	Seguridad pública, tránsito, alumbrado
Nuevo León	Seguridad pública, tránsito, transporte colectivo
Oaxaca	Seguridad pública, tránsito, alumbrado, rastro
Puebla	La Ley es omisa en materia de concesiones, de lo que se desprende que <u>no hay servicios públicos concesionables</u>
Querétaro	Seguridad pública y tránsito
Quintana Roo	Seguridad pública y tránsito
San Luis Potosí	Seguridad pública, tránsito, alumbrado, agua potable, alcantarillado
Sinaloa	Agua potable, alcantarillado, seguridad pública, tránsito, alumbrado, calles, parques y jardines
Sonora	Seguridad pública y tránsito
Tabasco	Seguridad pública, tránsito, alumbrado, limpia, mercados, calles, parques y jardines
Tamaulipas	Agua potable, alcantarillado, seguridad pública y tránsito

Tlaxcala	<i>Agua potable, alcantarillado, alumbrado, mercados, seguridad pública y vialidad, panteones, capacitación de trabajadores y bolsa de trabajo</i>
Veracruz	La Ley no establece reservas, por lo que se desprende que todos los servicios públicos son concesionables
Yucatán	Seguridad pública y tránsito
Zacatecas	Seguridad pública, alumbrado

C. Procedimiento para llevar a cabo una concesión

Quando un municipio decide prestar un servicio mediante concesión, suele seguir los pasos siguientes:

- **Convoca a reuniones con grupos representativos de la sociedad con objeto de darles a conocer las condiciones prevalecientes en la prestación del servicio (sensibilización, considerando eficiencia y suficiencia en la prestación y tarifas);**
- **Si la concesión no está prevista en la Ley Orgánica Municipal del Estado, el ayuntamiento presenta una solicitud de reforma;**
- **En función de las leyes estatales, se sigue el procedimiento de autorización del Ayuntamiento para concesionar el servicio, una vez obtenida la aprobación, se envía al Congreso del Estado para su ratificación;**
- **Al autorizar la concesión, el Congreso del Estado determina también los lineamientos mínimos que debe reunir el título de concesión**
- **Contacto del ayuntamiento con las empresas interesadas en asumir la concesión**

D. Contratos de prestación de servicios

Otra forma de participación de los particulares es a través de un contrato administrativo de prestación de servicios públicos, en el cual se establece una relación jurídica entre el contratista y el Municipio. El contratista opera la obra y vende los servicios al Municipio pero, formalmente, es éste último quien suministra

el servicio a la población y realiza la cobranza del mismo ¹⁷. La obra es ejecutada con los recursos propios del contratista o con financiamiento obtenido por el mismo.

Generalmente los contratos se realizan en cuatro etapas:

- El contrato de servicios es adjudicado a un particular que, desde la perspectiva del Municipio, asegure la calidad y eficiencia en la prestación del servicio
- El contratista seleccionado planea la obra, la construye, y la termina, aportando los recursos (ya sean propios o de crédito), y asumiendo el riesgo de construcción. El Municipio, por su parte, suele aportar la entrega en comodato del terreno sobre el que se desarrollará el proyecto;
- El contratista puede operar directamente o subcontratar la operación durante un periodo previamente especificado, en el cual el Municipio le pagará una contraprestación por cada determinado volumen del servicio, con lo que el contratista recupera su inversión y obtiene una utilidad. En esta etapa, la inversión del Municipio es la adquisición del terreno y la compra e instalación de los conectores de y hacia la planta;
- Al finalizar el periodo del contrato de servicios, el contratista está obligado a transmitir la propiedad de la obra al Municipio, libre de gravámenes.

E. Ventajas y dificultades que presenta la participación del sector privado en la prestación de servicios

La participación del sector privado en la prestación de servicios públicos en México es un fenómeno relativamente reciente. Su impulso a través de proyectos bien estructurados y cuidadosamente seleccionados puede contribuir significativamente a ampliar la cobertura de los mismos, a darles continuidad en términos de calidad y eficiencia, así como a aminorar la carga financiera y administrativa de estados y municipios.

Asimismo, ofrece la posibilidad de contribuir al logro de objetivos sociales mediante la capacitación de personal y la preservación del medio ambiente. Las empresas también pueden participar en campañas de conscientización de los usuarios, en las que se difunda la necesidad de respetar el medio ambiente y de evitar el desperdicio de recursos escasos como el agua.

¹⁷ Nótese que en las concesiones el gobierno autoriza a los particulares o concesionarios, a prestar directamente el servicio a la comunidad, cobrando a los usuarios una cuota o tarifa por los mismos

A pesar de lo anterior, la prestación de servicios por los particulares también implica algunos cambios que pueden ser percibidos como desventajas por algunos sectores de la población. Posiblemente el más visible de ellos, es la necesidad de adecuar las tarifas al costo real del servicio, lo cual suele provocar renuencia entre los usuarios debido a la forma tradicional en que el municipio ha cobrado sus servicios.

Respecto a lo anterior, puede argumentarse que, aún en el caso de que el ayuntamiento continúe prestando el servicio, el mantenimiento del mismo y la ampliación de su cobertura, hacen necesario ajustar las tarifas a niveles acordes con los costos, y que la participación privada puede ofrecer la ventaja de permitir aplicar el incremento en forma paulatina, otorgando a los usuarios un periodo de transición ¹⁸.

Otros factores a considerar, son los efectos de la modernización de los servicios sobre los empleados municipales dedicados a la prestación de los mismos, que pueden requerir ser trasladados o liquidados; asimismo pueden presentarse conflictos con intereses creados, por ejemplo, de los pepenadores en el caso de limpia y recolección de basura. Estos elementos, se presentarán con distinta intensidad en cada caso particular, pudiendo ser prácticamente inexistentes en algunos casos. En aquéllos en que se presenten estos problemas, su solución requerirá de la concertación con los diversos sectores de la comunidad.

Independientemente de lo anterior, la ampliación de la participación privada en la prestación de servicios municipales se ha visto también restringida por problemas a nivel municipal, como son: la falta de reconocimiento, por parte de las autoridades, de las limitaciones que enfrentan para prestar el servicio, así como del costo real de suministrarlo; insuficiente disposición o voluntad política para solucionar las carencias en la prestación del servicio, frecuentemente asociada con una falta de apoyo al ayuntamiento en otros niveles de gobierno, o de limitaciones en el tiempo en el que conservará sus funciones. Desde el punto de vista de las empresas prestadoras de servicios, un factor que ha reducido su interés, es el riesgo de suspensión de las obras por escasez de financiamiento u otra razón que el Municipio considere justificada.

¹⁸ Esta preocupación por el aumento de tarifas, y el argumento mencionado se presentaron durante el proceso de consulta realizado en el municipio de Aguascalientes al momento de decidir la participación del sector privado en la operación del sistema de agua potable y alcantarillado. Cfr. Lic. Fernando Gómez Esparza, "Participación del Sector Privado en la Operación del Sistema de Agua Potable y Alcantarillado. Cd. de Aguascalientes", ponencia presentada en el 1° Encuentro Nacional para el Impulso y Fortalecimiento Municipal. Organizado por Banobras, noviembre de 1993.

III. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL: EL MERCADO DE BONOS MUNICIPALES EN ESTADOS UNIDOS

1. Aspectos Generales

En el ámbito internacional, la emisión de Bonos Municipales constituye una fuente importante de recursos para financiar las obras de infraestructura requeridas para suministrar los servicios básicos. En Estados Unidos, estos instrumentos, suelen ser emitidos por los gobiernos estatales y sus subdivisiones políticas (territorios, condados, ciudades y poblados), así como las entidades creadas por los mismos para hacerse cargo de actividades gubernamentales específicas, denominadas "autoridades", "agencias" o "distritos especiales".

Al igual que los bonos corporativos y los del gobierno federal, los bonos municipales son contratos de préstamo, establecidos bajo condiciones estandarizadas que permiten al tenedor original vender sus derechos a otros inversionistas, lo que facilita la operación de un mercado secundario. No obstante, los bonos municipales presentan algunas particularidades que, excepto en el caso de la exención fiscal, suelen ser resultado de disposiciones legales emitidas para evitar abusos:

- Los intereses que perciben los inversionistas, suelen estar total o parcialmente exentos de impuestos federales, estatales o locales, por lo que se les denomina también "valores exentos de impuestos". Esta característica reduce el costo de los recursos para el emisor, toda vez que ante una determinada tasa de interés, el rendimiento neto percibido por el inversionista es superior al obtenido si tiene que pagar impuestos.
- Cada emisión de bonos municipales está compuesta por un gran número de bonos en serie con vencimientos distintos, para cada fecha de vencimiento la determinación del precio se realiza separadamente. Desde el punto de vista del mercado y los inversionistas, cada serie es una emisión distinta del bono.

En las cláusulas de pago, las emisiones de bonos corporativos suelen establecer una fecha de vencimiento única. Cuando la emisión se divide en varios "tramos" con características distintas, para atraer a distintos tipos de inversionistas, lo usual es crear pocos tramos de gran magnitud, de esta manera se colocan numerosos títulos con un solo respaldo crediticio, lo que aumenta las probabilidades de que existan compradores y vendedores de los mismos, aumentando la liquidez en el mercado secundario.

Este procedimiento es resultado de requerimientos legales y estatales, establecidos para evitar abusos e incumplimientos. Para asegurar el pago de la deuda, se suele crear un fondo especial (denominado *sinking fund*) en el cual el acreditado deposita recursos para el pago de la deuda, al exigir en forma obligatoria, la realización de depósitos y amortizaciones anuales, el saldo del fondo se mantiene a niveles reducidos, aminorando el riesgo de incumplimiento. Adicionalmente, se considera que el pagar la deuda incurrida por un proyecto durante la vida útil del mismo, es una práctica financiera sólida.

- Los tenedores de los bonos municipales son registrados en el fideicomiso creado por el emisor ¹, el cual envía automáticamente un cheque con los intereses al propietario registrado. Anteriormente, los bonos eran emitidos al portador, pero debido a que en muchos casos fueron utilizados para ocultar ingresos irregulares, desde la década de los 1980's se estableció el requisito de registro.
- Los bonos municipales no requieren de registro ante la Comisión de Valores y Bolsas de Estados Unidos (SEC), pero su distribución requiere de una "declaración oficial", similar al prospecto. Adicionalmente, se requiere de una opinión legal de un consejo especial (*bond counsel*), avalando la legalidad de la emisión. Las características del bono se especifican en un documento legal (*indenture*) y suelen ser resumidas en la "declaración oficial".

2. Principales modalidades

Los Bonos Municipales pueden ser emitidos con múltiples propósitos y plazos de vencimiento, incluyendo el financiamiento a largo plazo para la construcción de obras como escuelas, puentes, caminos y aeropuertos; la adquisición de activos fijos (por ejemplo, el equipamiento de plantas); y el financiamiento a corto plazo para cubrir necesidades temporales de flujo de efectivo, generalmente de tipo estacional o, en algunos casos, para compensar déficits presupuestales asociados con operaciones corrientes.

Para el gobierno emisor, una característica que adquiere especial importancia en el largo plazo es el monto de la deuda y el flujo de pagos, de principal e intereses, requeridos para amortizarla. Estos últimos deben ser considerados en función de los ingresos disponibles por el acreditado.

Dependiendo del tipo de recursos utilizados para respaldar la deuda, los bonos municipales son clasificados en tres grandes categorías:

¹ En muchos casos, el registro puede hacerse a nombre del intermediario que resguarda los valores del propietario real.

- Las **obligaciones generales**, también denominadas "bonos de plena fé y crédito", porque están garantizados por el compromiso incondicional del gobierno emisor para establecer los impuestos necesarios para pagar la deuda.
- Los **bonos riesgo proyecto**, o de compromiso limitado, están garantizados por ingresos específicos del gobierno emisor. En general son emitidos para financiar proyectos concretos que, una vez en operación, generarán un flujo de fondos que permitirá garantizar el pago de la deuda y los intereses. Este tipo de bonos no suele estar sujeto a límites de endeudamiento, ni requiere de aprobación de los votantes; pero suele ser aplicado únicamente en proyectos autofinanciables.
- Los **bonos híbridos o especiales**, que mantienen ciertas características de los dos anteriores, pero cuentan con respaldos especiales. Como ejemplos pueden mencionarse, entre otros: los bonos con seguro, en los que se establece un compromiso contractual con una aseguradora para pagar a los inversionistas, el principal y/o intereses que no hayan sido liquidados por el emisor a la fecha de vencimiento; los bonos garantizados por cartas de crédito de un banco comercial, de manera adicional al respaldo de los ingresos líquidos del emisor; los bonos reembolsables, cuya garantía es un "fondo de custodia" constituido por obligaciones del gobierno norteamericano.

Las principales ventajas y desventajas de los dos primeros tipos de bonos, se resumen a continuación:

BONOS DE OBLIGACION GENERAL

Ventajas	Desventajas
1. El mayor compromiso del gobierno, suele resultar en menores costos por intereses	1. La necesidad de someter el proyecto a votación puede retrasar la obtención del financiamiento
2. Los procedimientos administrativos para obtener el préstamo suelen ser más sencillos y menos costosos	2. Restricciones en cuanto a límites legales de endeudamiento, en algunos casos la legislación municipal es aún más restrictiva que la estatal
3. Suelen distribuirse mediante venta competitiva, más que por negociación, lo que reduce los costos por intereses	3. Al pagar la deuda con impuestos, la relación entre costos y beneficios puede ser menos clara
4. El voto aprobatorio de la comunidad permite confirmar que el proyecto cuenta con apoyo popular	4. La distribución en el tiempo de los costos del proyecto no siempre se vinculan directamente con la vida útil del mismo

BONOS RIESGO PROYECTO

Ventajas	Desventajas
1. Mayor agilidad por no requerir aprobación de los votantes	1. Suele implicar mayores tasas de interés
2. No están sujetos a límites legales de endeudamiento	2. Al no contar con la aprobación de los votantes, los funcionarios pueden estar menos dispuestos a apoyar el proyecto
3. El costo de la deuda puede ser distribuido entre los beneficiarios del servicio	3. Mayores costos administrativos y de preparación
4. Los costos de financiamiento deben ser pagados durante la vida útil del proyecto	4. La distribución de bonos por negociación suele incrementar los costos de interés

3. Los bonos de obligación general

Los préstamos garantizados por impuestos se utilizan principalmente para la construcción y/o mejora de obras vinculadas con servicios públicos no sujetos a tarifas. El uso más común de este financiamiento es la educación básica y secundaria; pero también pueden ser emitidos específicamente para construir edificios administrativos de gobierno, estaciones de policía y de bomberos, cárceles, bibliotecas, museos, instalaciones recreativas, caminos y puentes, entre otros. Los ingresos por impuestos también pueden ser utilizados para asegurar valores emitidos para financiar déficits operativos de gobiernos en problemas.

Los bonos de obligación general del estado o gobierno municipal, están asegurados por la "plena fé y crédito" del emisor, lo que significa que todos sus activos y capacidad tributaria son la garantía de repago. Una de las características distintivas de la deuda de obligación general es que el contrato de bonos compromete a los gobiernos o entidades futuras a pagar el servicio de la deuda. Si no lo hacen, una corte puede obligarlos a pagar y, en algunos casos, también a establecer impuestos para realizar los pagos.

Para asegurar el pago de la deuda, algunos gobiernos estatales incorporan en sus constituciones salvaguardas específicas. Por ejemplo, la constitución de Louisiana exige que virtualmente todos los impuestos estatales y otros ingresos sean depositados en el Fondo de Bonos y de Amortización de Louisiana (*Louisiana Bond Security and Redemption Fund*) y que el importe necesario para pagar el servicio de la deuda de los bonos de obligación general sea deducido antes de poder canalizar el remanente hacia otros propósitos. En Illinois, para emitir bonos de obligación general, la legislatura local debe establecer previamente impuestos de propiedad que permitan pagar el servicio de la deuda durante cada uno de los años de vigencia.

Las revueltas populares contra los impuestos que surgieron en Estados Unidos durante la década de los 70's restringieron en muchos estados la posibilidad de establecer nuevos impuestos o de aumentar los existentes para asegurar su endeudamiento; lo cual aunado a la adopción de políticas de austeridad fiscal, condujo a la incorporación de diversas restricciones a la emisión de bonos de obligación general en las constituciones estatales.

En la actualidad, algunos estados prohíben directamente este tipo de emisiones (por ejemplo: Kentucky) y, en los que se permiten, suele requerirse la aprobación de los votantes o la celebración de una asamblea legislativa extraordinaria que la apruebe por mayoría. Adicionalmente, las disposiciones constitucionales o financieras de cada estado suelen limitar la deuda de obligación general a un porcentaje del valor estimado de la propiedad de la jurisdicción.

Estas restricciones, estimularon el desarrollo de diversas alternativas de financiamiento para servicios públicos no sujetos a tarifas, las cuales se resumen en los párrafos siguientes.

A. Arrendamiento

El arrendamiento financiero es utilizado generalmente para adquirir bienes muebles como vehículos y equipo de oficina. En las operaciones de este tipo, una agencia gubernamental firma un contrato de arrendamiento con un proveedor de equipo prometiendo realizar pagos anuales a cambio del uso del mismo. Los pagos de arrendamiento están sujetos a una asignación anual del gobierno. Si ésta no se realiza, el vendedor tiene derecho a recuperar su equipo.

En algunos casos se utiliza el arrendamiento puro, lo que significa que al finalizar el contrato el equipo revierte al proveedor, pero lo usual es que se ofrezca la opción de comprar el equipo por un importe preestablecido, que en muchos casos es equivalente a la cantidad nominal de un dólar.

Estos acuerdos, clasificados como arrendamiento por los municipios, son considerados en los registros de las arrendadoras como deuda exenta de impuestos. Una parte del pago del arrendamiento es contabilizado como intereses exentos de impuesto y el resto como pago de principal. Los proveedores que no pueden utilizar los intereses exentos de impuestos suelen vender los contratos a otros inversionistas.

Para los gobiernos estatales y municipales, el arrendamiento financiero es un mecanismo flexible que les permite adquirir equipo sin tener que erogar todo el costo en un solo ejercicio presupuestal o, sin tener que pasar por el proceso, largo y costoso, de tramitar la autorización y colocar bonos de obligación general. Este tipo de financiamientos no suelen estar sujetos a calificación de crédito, por lo que no es objeto de oferta pública y no es considerado como deuda por el arrendatario.

B. Certificados de participación

El financiamiento a través de certificados de participación, fue originalmente una aplicación del concepto de arrendamiento financiero a la deuda de oferta pública para proyectos de capital a gran escala y de larga maduración. En esta modalidad, el gobierno municipal trabajando con sus banqueros y abogados, crea un fideicomiso cuyo objetivo único es actuar como titular de la obra, misma que es construida con los recursos obtenidos de la emisión de certificados y es posteriormente arrendada al gobierno. Los pagos de arrendamiento son utilizados para pagar a los tenedores de los certificados.

Los colocadores venden a los inversionistas una participación en el fideicomiso que posee los derechos para recibir el pago anual de arrendamientos. Estos valores, denominados certificados de participación, son funcionalmente idénticos a los bonos exentos de impuestos en los que una parte de los pagos de arrendamiento representan el interés exento de impuestos y el resto el pago del principal.

El municipio es responsable de la construcción del proyecto y su resguardo. Al final del arrendamiento, el municipio compra la obra al fideicomiso por un dólar. Este mecanismo tiene las características de un financiamiento a través de bonos, incluyendo una oferta pública por parte de los colocadores, el dictamen del consejo del bono y la existencia de un mercado secundario público para los certificados.

En la mayoría de los estados, el pago de las cuotas de arrendamiento depende de una asignación anual, pero el fideicomiso tiene el derecho a adjudicarse la obra (instalación o planta) a nombre de los tenedores de certificados si la asignación no se materializa. Muchas emisiones contienen una cláusula de no sustitución, lo que significa que se prohíbe al emisor sustituir el bien arrendado por otras propiedades al suministrar el servicio.

La calificación de crédito de estas emisiones generalmente se encuentra un nivel abajo de la del bono de obligación general del municipio, debido a que se considera que existe el riesgo de que no se apruebe la asignación de los pagos de arrendamiento. Sin embargo, en el caso de infraestructura para servicios básicos, la probabilidad de que no se otorgue la asignación es muy remota, excepto en circunstancias financieras extremas. Independientemente de lo anterior, la menor calificación significa que los certificados de participación suelen requerir una tasa de interés mayor que los bonos de obligación general de un mismo municipio.

En ocasiones los certificados de participación han sido utilizados para financiar servicios no esenciales, como pueden ser: campos de golf, centros de convenciones y estadios de beisbol. Estos valores llevan mayor riesgo debido a la mayor dificultad de asignar pagos de arrendamientos a estos proyectos en épocas de astringencia financiera o cuando existe oposición a los proyectos.

C. Agencias gubernamentales de construcción y otras obligaciones estatales de arrendamiento

Las agencias gubernamentales de construcción han sido creadas en muchos estados de la Unión Americana para financiar el desarrollo de infraestructura que no genera ingresos. Para obtener fondos, las agencias emiten bonos cuyos intereses y principal serán liquidados con las rentas que paga el gobierno.

Una variante de este mecanismo es la venta de inmuebles ya existentes por parte de gobiernos estatales con problemas financieros, los que posteriormente toman en arrendamiento la propiedad (*leaseback*). Un ejemplo de ello es la venta de la prisión de Attica por el estado de Nueva York a la Corporación de Desarrollo Urbano en 1991. La corporación emitió bonos exentos de impuesto y arrendó la instalación al estado con pagos anuales equivalentes al servicio de la deuda de los bonos. Como la prisión ya existía, los bonos emitidos fueron utilizados para la construcción de caminos, permitiendo cubrir un déficit en el presupuesto de ese año.

Al igual que los certificados de participación, los bonos estatales respaldados por arrendamiento suelen tener calificaciones de crédito más bajas y llevan tasas de interés más altas que los bonos de obligación general del estado.

D. Bonos de "intercepción" de ayuda estatal (*state aid intercept bond*)

Estos bonos suelen utilizarse para facilitar la colocación y mejorar la calificación de crédito de la deuda emitida por gobiernos municipales. En ellos, una agencia estatal emite bonos y otorga en crédito los ingresos obtenidos a uno o más gobiernos locales. La obligación de repago de estos niveles de gobierno, puede tomar la forma de un bono de obligación general, de un arrendamiento o de una garantía basada en ingresos. Si el gobierno local deja de pagar, la agencia estatal intercepta las participaciones que de otro modo irían al municipio y las utiliza para el pago de la deuda. El riesgo de incumplimiento se reduce significativamente, porque ello implicaría que el municipio deje de pagar, y además que el estado no adjudique las participaciones.

Esta estructura se usa frecuentemente en los bancos estatales de bonos, que son agencias creadas en diversos estados para facilitar el acceso al mercado de los gobiernos locales y de los distritos especiales más pequeños, con menor capacidad de endeudamiento. Los bancos de bonos tienen la ventaja de contar con una mayor capacidad de crédito que las entidades individuales, pudiendo también emitir cantidades mayores y sufragar un equipo profesional permanente para estructurar el financiamiento.

Este enfoque ha tenido éxito en los estados de Nueva Inglaterra, donde los bancos estatales de bonos han operado durante muchos años. En otros estados, sin embargo, su utilización se ha visto limitada por la percepción de que su funcionamiento implica una interferencia estatal en asuntos locales.

Otra modalidad de este mecanismo, es realizar la emisión de bonos a nivel local, pero dar al tenedor del bono la opción de "interceptar" la participación estatal mediante el fideicomiso de la emisión. En California, las ciudades y condados pueden utilizar los ingresos provenientes del cobro de derechos por licencias de conducir para asegurar las emisiones de bonos locales.

Algunos estados han utilizado un enfoque similar para financiar a un solo emisor en problemas. Un ejemplo de ello es la creación de la Corporación de Asistencia Municipal (MAC) para la ciudad de Nueva York, creada en 1975 para proporcionar recursos a la ciudad después de que ésta perdió su acceso al mercado. La legislación estatal transfirió al Estado el derecho de la ciudad a cobrar el impuesto de ventas de 4 centavos, canalizando a MAC el flujo de ingresos, más las participaciones estatales. La corporación emitió los bonos, transfirió los recursos obtenidos a la ciudad, y pagó el servicio de la deuda con los ingresos derivados de los impuestos y las participaciones.

El uso de los bonos de intercepción de ayuda estatal frecuentemente permite acceder al mercado con menores tasas de interés que otras alternativas disponibles para los municipios, sin embargo implica mayor interferencia del gobierno estatal en los asuntos locales. Un incumplimiento de pago por parte del distrito escolar de Nueva Jersey, difícilmente provocará el cierre de escuelas, pero sí puede provocar que el gobierno estatal decida hacerse cargo de las finanzas y la operación del distrito. Este mecanismo resulta adecuado para actividades en las que el interés del estado es lo suficientemente significativo como para que esté dispuesto intervenir para mantener el servicio.

E. Bonos de obligación moral

El financiamiento con obligación moral fue desarrollado a principios de los 1960's para proporcionar una mayor seguridad a la Agencia de Financiamiento de Vivienda del Estado de Nueva York. Estos bonos están asegurados principalmente por un flujo específico de ingresos, como pueden ser las rentas de casas o los pagos de arrendamiento del gobierno local. La garantía adicional de la obligación moral se utiliza cuando este flujo es demasiado irregular, como para asegurar una calificación de créditos adecuada.

Las emisiones de bonos respaldados por ingresos a menudo incluyen un fondo de reserva del servicio de la deuda, creado con los ingresos de la emisión de bonos y lo suficientemente grande para pagar el servicio de la deuda de un año en caso de que los ingresos de la garantía sean insuficientes. Un bono de obligación moral

contiene un convenio, autorizado por la legislatura estatal, que establece que si los recursos del fondo de reserva son utilizados para pagar el servicio de la deuda, el gobernador incluirá en el presupuesto del año siguiente una asignación para restaurar su importe original.

La teoría subyacente en estos instrumentos es que el convenio crea una "obligación moral" del gobierno del estado para compensar cualquier deficiencia en los pagos del servicio de la deuda. Cabe notar que esa obligación no tiene fuerza legal, debido a que el poder legislativo estatal no puede obligar a los legisladores futuros a hacer una asignación, a menos que se trate de una deuda de obligación general, con todas las autorizaciones que ello implica.

Los bonos de obligación moral perdieron credibilidad entre los inversionistas en enero de 1975, cuando la Corporación de Desarrollo Urbano del Estado de Nueva York dejó de realizar los pagos correspondientes a notas de corto plazo emitidas para anticipar los ingresos de una emisión de bonos. Aún cuando las notas no estaban respaldadas por la obligación moral del estado, los bonos, que sí tenían ese respaldo, experimentaron una baja en el precio. Las notas fueron finalmente pagadas mediante un préstamo de emergencia de los bancos de la ciudad de Nueva York, y posteriormente se creó una nueva agencia que emitiría nuevos bonos para respaldar las notas, el estado cumplió su obligación moral asignando recursos para el fondo de reserva.

A pesar de ello, el problema sensibilizó a los gobiernos estatales, a los inversionistas y a las agencias calificadoras ante los riesgos asociados con el elevado volumen alcanzado por este tipo de deuda. La técnica dejó de aplicarse en forma generalizada, pero se sigue utilizando como un respaldo adicional para los bonos de diversas agencias estatales de vivienda.

F. Bonos de impuestos limitados

Otro enfoque para el financiamiento de obras públicas que no generan ingresos es establecer un impuesto, aplicable a los beneficiarios futuros de las mismas, y utilizarlos para asegurar la emisión. Los ingresos fiscales utilizados deben exceder el servicio de la deuda, otorgando un margen de fluctuación en los mismos. La relación de ingresos a servicio de la deuda se denomina cobertura del servicio de la deuda.

El nivel requerido de cobertura depende de la estabilidad estimada de los ingresos fiscales. Si todo lo demás permanece constante, un bono respaldado por un impuesto sobre ventas requerirá una menor cobertura que un bono asegurado por un impuesto sobre tarifas de cuartos de hotel. Generalmente los ingresos que no son realmente necesarios para pagar el servicio de la deuda se utilizan para subsidiar los costos de operación o se canalizan al fondo general de la autoridad fiscal.

Esta técnica se utiliza frecuentemente por los gobiernos estatales para financiar el sistema estatal de carreteras. Los impuestos a la gasolina, las tarifas de registro de automóviles y de carreteras son utilizados para garantizar el pago del servicio sobre bonos emitidos por agencias estatales de transporte en Michigan, Arizona y otros estados.

A nivel municipal, los impuestos por cuartos de hotel suelen utilizarse para financiar centros de convenciones y estadios deportivos, bajo el razonamiento de que la industria hotelera se beneficia de la construcción de esas obras. Estos impuestos tienen la ventaja de no ser pagados por los votantes, sin embargo suelen ser insuficientes para asegurar el pago de la deuda, por lo que frecuentemente son complementados con una obligación de arrendamiento del municipio o la garantía de un impuesto con base más amplia.

Algunos impuestos resultan ser poco adecuados como garantía de un financiamiento de bonos. La *Metropolitan Transportation Authority* de Nueva York emitió bonos respaldados por impuestos sobre hipotecas, pero los ingresos fiscales en este rubro (básicamente un impuesto sobre venta de inmuebles), se redujeron significativamente con la baja en el mercado de inmuebles de Nueva York.

El vínculo directo entre el pago de los impuestos y los beneficiarios de la obra a financiar es más tenue en el caso de los bonos respaldados por impuestos de ventas generales. Tales bonos se utilizan frecuentemente para asegurar el financiamiento de proyectos diseñados para promover la actividad económica en general. La justificación de este mecanismo, es que reduce las presiones sobre la emisión de bonos de obligación general del estado que lo utiliza.

Louisiana utilizó bonos de impuestos limitados para salir de una crisis financiera provocada por la baja en los precios del petróleo. Al principio los déficits presupuestales fueron fondeados mediante créditos al estado y la colocación de notas a corto plazo. Posteriormente, se hizo evidente que las notas no podían ser reemitidas indefinidamente y que se requería una solución de más largo plazo, pero una emisión de bonos de obligación general, enfrentaba limitaciones legales en cuanto a importe, y no había seguridad en cuanto a la posible respuesta de los inversionistas potenciales.

La solución fue crear el Distrito de Recuperación de Louisiana (*Louisiana Recovery District*) un distrito fiscal especial que cubría todo el estado y al que se autorizó a cobrar un impuesto general de ventas de un centavo con ello se garantizó una emisión de bonos que permitió al estado pagar su déficit acumulado.

Los bonos de impuestos limitados en que los beneficiarios directos pagan impuestos para el pago del servicio de la deuda crean una disciplina política y facilitan la autorización del financiamiento público de obras que benefician a un

segmento particular de la población. Sin embargo, los bonos de impuestos limitados respaldados por un impuesto más general, como puede ser el aplicado a ventas, constituyen un sustituto, más costoso en términos de tasas de interés, del financiamiento de obligación general.

4. Los bonos riesgo proyecto

El financiamiento de obras públicas con deuda asegurada por los ingresos generados por las mismas (riesgo proyecto), difiere de manera importante del financiamiento basado en impuestos y se asemeja más a la deuda corporativa. En Estados Unidos, la utilización de bonos riesgo proyecto es la más frecuente ², lo que se explica fundamentalmente por las políticas de restricción presupuestal adoptadas por el gobierno de ese país desde la década pasada, así como por la renuencia de los contribuyentes a pagar impuestos adicionales.

Al depender de los ingresos generados por el mismo proyecto, la decisión de emitir puede ser aislada relativamente del proceso político asociado con la asignación presupuestal de los gobiernos locales. Adicionalmente, y dependiendo de la solidez y viabilidad del proyecto, pueden sustentarse en una operación financiera más estable que la del gobierno que los emita.

A. Estructura de los bonos riesgo proyecto

Los valores riesgo proyecto, se basan en un contrato específico entre el deudor y el inversionista, incorporado en un documento base, que da sustento legal al fideicomiso responsable de la emisión, denominado *trust indenture*. En este documento se detallan los ingresos que serán utilizados como garantías, cómo serán obtenidos y desembolsados, así como otras cláusulas relativas al control de la construcción y operación de la obra y la administración de los bonos.

Otras cláusulas pueden dejar abierta la posibilidad de emitir bonos adicionales con la misma garantía, especificando las condiciones para hacerlo; establecer la prohibición de vender las instalaciones; precisar un monto mínimo de cobertura en el seguro de las instalaciones; plantear requisitos de registro contable y de auditoría de los estados financieros de la empresa por un despacho independiente de contadores, así como la responsabilidad de mantener las instalaciones en buenas condiciones.

² Durante 1993, el mercado de bonos municipales (deuda a largo plazo) de Estados Unidos, registró un saldo en circulación de 289 mil millones de dólares, y estuvo constituido en un 69% por bonos riesgo proyecto, y en un 31% por bonos de obligación general. Fuente: *Securities Data Co.*, citado por Goldman Sachs, en la conferencia *Overview of the U.S. Municipal Market* presentada en el Seminario: *Innovadoras Estrategias y Estructuras para el Financiamiento Municipal*, organizado por el *Institute for International Research*.

En los bonos riesgo proyecto, resulta de fundamental importancia asegurarse de que los fondos provenientes de la emisión se destinen efectivamente al proyecto considerado, toda vez que el pago de la deuda depende de los ingresos generados por el proyecto. Para ello, en el documento base se especifica que los recursos de la emisión deberán ser depositados en una cuenta especial que permita evitar desviaciones.

Una vez que el proyecto inicia operaciones, todos los ingresos generados se depositan en un fondo especial, denominado flujo de fondos. El documento base especifica el orden en que esos fondos pueden ser desembolsados:

- i. Operación y mantenimiento. La operación adecuada del proyecto, incluyendo el mantenimiento de rutina, tiene prioridad, por considerarse que para obtener ingresos se requiere que el proyecto se encuentre en operación.
- ii. Fondo del servicio de la deuda (*sinking fund*)³. En él se depositan los recursos que servirán de garantía para el pago de la deuda, incluyendo principal e intereses. Si se trata de bonos con vencimientos seriados, se deposita una cantidad anual, igual a un sexto del siguiente pago semestral de intereses, más un doceavo del siguiente pago anual de principal.
- iii. El fondo de reserva para el servicio de la deuda, tiene como propósito compensar eventuales insuficiencias en los ingresos del proyecto, para cubrir el pago de la deuda. El fondo generalmente se acumula durante los primeros 60 meses después de la emisión de bonos. El importe de este fondo puede ser definido como el máximo servicio de la deuda requerido anualmente, un promedio anual o una cantidad específica.
- iv. Los recursos del fondo de renovación y reemplazo se destinarán a solventar reparaciones y reemplazos de equipo, cuyos montos sean significativos, y que hayan sido previstos como parte del funcionamiento normal de la empresa.
- v. El fondo de reservas para contingencias, cuya función es acumular efectivo para gastos *extraordinarios* de mantenimiento y reemplazo, que pudieran surgir de manera imprevista.

³ *Sinking fund*: Dinero acumulado en una cuenta de custodia para rebrar (liquidar) los instrumentos de deuda de acuerdo a una calendanzación predeterminada independientemente de los cambios de precio de los bonos en el mercado secundario. Al organizar el fondo pueden establecerse requisitos como la redención de un monto específico de la emisión durante un año determinado o bien la realización de compras de la emisión en el mercado abierto; de esta manera se prevé un pago gradual de la deuda.

- vi. Finalmente, el efectivo sobrante después de realizar los desembolsos anteriores, si lo hay, se deposita en el fondo de superávits, que puede ser utilizado por el emisor de la manera que le parezca más adecuada.

Una parte importante del documento base, son los convenios relativos a las tarifas al usuario. En el procedimiento de determinación de las mismas, se toma en cuenta que éstas deben ser suficientes para cubrir los rubros del flujo de fondos arriba mencionados; adicionalmente el deudor se compromete a mantener un margen de seguridad, denominado "cobertura del servicio de la deuda", que es expresado como una relación de los ingresos netos al servicio anual de la deuda, que puede ser de 1.0 a 1.5 (una cobertura de 1.5 significa que cada dólar por servicio anual de la deuda está respaldado por 1.5 dólares de ingresos del proyecto) o más alto.

B. Tipo de proyectos financiables con bonos riesgo proyecto

Los ingresos utilizados para garantizar la deuda varían dependiendo del tipo de proyecto a financiar, como ejemplo se citan los siguientes.

- **Bonos aeroportuarios:** los ingresos que aseguran estos bonos usualmente provienen de fuentes generadas por el tránsito aéreo -tales como cuotas de aterrizaje, concesiones, y derechos por combustibles a aerolíneas- o ingresos por el arrendamiento a una o más aerolíneas de instalaciones específicas, como terminales o hangares.
- **Bonos universitarios:** Los ingresos que aseguran estos bonos usualmente incluyen cuotas por renta de dormitorios, pago de colegiaturas y, a veces, los activos generales de la universidad.
- **Bonos de hospitales:** El pago de los bonos se garantiza normalmente con ingresos provenientes de: programas federales y estatales de salud (tales como Medicaid y Medicare), de los pagos por servicios realizados por terceras personas (tales como seguros privados), y de los pagos de pacientes individuales.
- **Bonos hipotecarios para familias individuales:** Estos bonos usualmente son asegurados por las hipotecas y pagos de préstamos hipotecarios para viviendas unifamiliares. Las características de los valores varían pero pueden incorporar la participación de la Administración Federal de Vivienda (FHA), la Administración de Veteranos (VA), o a algunos seguros hipotecarios privados.
- **Bonos de viviendas multifamiliares:** Usualmente se emiten para financiar proyectos de construcciones multifamiliares destinadas a alojar a ancianos y a familias de bajos ingresos. Algunos de estos bonos son respaldados por hipotecas con apoyo del gobierno federal; otros reciben subsidios por parte

del mismo, para el pago del principal o de los intereses; algunos más, se benefician con deducciones fiscales sobre las propiedades.

- **Bonos industriales:** Generalmente, son emitidos por los gobiernos estatales y locales a nombre de corporaciones y negocios individuales. La seguridad de estos bonos, depende usualmente de la solidez económica de la corporación o negocio particular involucrado.
- **Bonos de energía pública:** Estos bonos son garantizados por los ingresos de las plantas de generación de energía eléctrica, cuya construcción han financiado. Algunos de ellos son emitidos por una sola empresa que construye y opera las plantas, vendiendo también la electricidad. Otros son emitidos por alguna asociación de compañías de propiedad pública con inversionistas privados, para financiar conjuntamente la construcción de una o más plantas de energía eléctrica.
- **Bonos para la recuperación de desechos sólidos:** Las instalaciones de recuperación de desechos, permiten convertirlos en: energía comercializable, en productos recuperables y en material para rellenos sanitarios. Los ingresos que garantizan estos bonos, son usualmente: 1) las cuotas pagadas por aquéllos que proporcionan los desperdicios a la instalación, 2) las ventas de vapor, electricidad o combustible a compañías de energía eléctrica u otros usuarios, y 3) de la venta de los materiales recuperables, tales como aluminio y acero.
- **Bonos de puertos marítimos:** El pago de los bonos se asegura mediante la firma de acuerdos concretos de arrendamiento con las compañías beneficiadas, o utilizando como garantía a la terminal marítima y a las cuotas de carga de tonelaje.
- **Bonos de complejos deportivos y centros de convenciones:** Los bonos son respaldados por los ingresos provenientes de los eventos deportivos o de las convenciones celebradas en las instalaciones y, en algunos casos, de ingresos externos previamente especificados, tales como los impuestos locales sobre el hospedaje en hoteles y moteles de la localidad.
- **Bonos de préstamos a estudiantes:** Los préstamos para estudiantes se conceden mediante programas especiales. Los bonos para financiarlos, son garantizados, en ocasiones, en un 100% por el gobierno federal, o bien por una agencia estatal actuando como aval.
- **Bonos de ingresos por caminos de cuota e impuestos a la gasolina:** Existen generalmente dos tipos de bonos carreteros. Los del primer tipo, se utilizan para construir obras como caminos, puentes y túneles de cuota; para estos valores, los ingresos de garantía suelen ser aquéllos provenientes del cobro

de tarifas. El segundo tipo de bonos carreteros, se respalda con ingresos específicos, distintos al cobro de cuotas, tales como: los impuestos a la gasolina, los pagos por el registro de automóviles, y el pago de derechos por licencias de conducir.

- **Bonos para el tratamiento de aguas:** Estos bonos se emiten para financiar la construcción de plantas de tratamiento de aguas, estaciones de bombeo, instalaciones de recolección y sistemas de distribución. Los ingresos generalmente provienen de cuotas y tarifas pagados por los usuarios del agua.

C. Modalidades de los bonos riesgo proyecto

Dependiendo del tipo de propiedad de las obras a financiar, los bonos riesgo proyecto pueden dividirse en:

- **Bonos riesgo proyecto para empresas gubernamentales.** Emitidos para proyectos de empresas gubernamentales que generan ingresos con los cuales se paga la deuda. Suelen utilizarse para proyectos vinculados con servicios tradicionalmente considerados públicos, como agua, drenaje, gas y energía eléctrica.
- **Bonos conductores de ingresos.** Se utilizan para financiar obras como viviendas, hospitales y fábricas de propiedad privada, que están orientadas a promover el desarrollo social y/o económico de la comunidad. El gobierno que desea apoyar esos proyectos realiza una emisión de bonos y otorga en préstamo los fondos provenientes de la misma a la entidad privada que los pondrá en marcha. Se les denomina "bonos conductores", porque el gobierno patrocinador otorga al deudor subyacente el acceso al mercado exento de impuestos, pero no tiene el compromiso de pagar o de garantizar el servicio de la deuda.

D. Financiamiento a empresas gubernamentales

Como ejemplo de la utilización de bonos riesgo proyecto, en el financiamiento de obras para servicios públicos, se plantean a continuación algunos mecanismos utilizados en Estados Unidos en proyectos locales de energía eléctrica, y transporte colectivo.

i. Energía eléctrica

En Estados Unidos el tipo de propiedad en las empresas de energía eléctrica varía de un estado a otro, por ejemplo, en Nebraska las agencias gubernamentales regionales poseen la totalidad de las plantas generadoras y distribuidoras de electricidad. En otros estados las entidades públicas son

propietarias únicamente de los sistemas de distribución de unas cuantas ciudades pequeñas.

Los sistemas estatales y municipales de energía eléctrica pueden ser de tres tipos:

- Sistemas municipales. Originalmente estaban a cargo tanto de la generación como de la distribución, sin embargo, las economías de escala han conducido a muchos de ellos a dedicarse únicamente a la distribución. Sus ingresos provienen de las tarifas de los usuarios, establecidas por el gobierno municipal o por una comisión creada por éste.

La deuda emitida por estos sistemas está asegurada por los ingresos netos del sistema. El documento de los bonos suele incluir una cláusula de tarifas especificando que se mantendrán lo suficientemente elevadas para cubrir el servicio de la deuda durante la vida de los bonos. Sus principales riesgos son la mala administración y el comportamiento de la economía local. Los problemas que han experimentado se asocian con aumentos en los costos o proyecciones demasiado optimistas en la demanda, pero, los casos en que esto ha sucedido se han resuelto mediante reestructuraciones y aumentos de tarifas, con lo que se han evitado los incumplimientos.

- Autoridades regionales. Otorgan servicios a zonas grandes y son funcionalmente idénticas a una empresa propiedad de inversionistas. Algunas fueron creadas para aprovechar el trato preferencial que ofrece la ley federal a los sistemas locales en la explotación de ciertos lugares y en la compra de energía federal. Por ejemplo la Autoridad de Energía de Nueva York, creada para construir plantas hidroeléctricas en el Río San Lorenzo, vende energía a otras plantas, así como a clientes industriales. Aún cuando operan en un mercado competitivo, cuentan con una buena calificación de crédito por sus bajos costos.

- Agencias conjuntas. En muchos estados, los sistemas locales se han coordinado para crear agencias conjuntas con empresas privadas. En muchos casos, estas agencias se han utilizado únicamente como vehículos de financiamiento, para beneficiarse de la ley fiscal federal que permite a las empresas con participación pública emitir bonos exentos de impuestos. Algunas agencias han participado en la construcción y operación de plantas generadoras, algunas han sido exitosas (por ejemplo la *Intermountain Power Authority* de Utah), pero otras como el *Washington Public Power Supply System (WPPSS)*, tuvieron problemas por falta de experiencia en el negocio (proyecciones erróneas de la demanda, mala administración, problemas de construcción de plantas de energía nuclear),

y se convirtieron en el caso de incumplimiento de bonos municipales más grande en la historia.

El WPPSS se financió con bonos asegurados por contratos que obligaban a los municipios a comprar la energía generada a precios que permitieran cubrir los costos de operación y el servicio de la deuda. Los contratos estipulaban que esta obligación se mantendría aún si la planta no fuese terminada y no se generara energía. Sin embargo, al surgir los problemas, la Suprema Corte del Estado de Washington decidió que este tipo de contrato era inválido. Este caso se considera un ejemplo de los problemas que puede generar el financiar a empresas poco sólidas, pretendiendo proteger a los inversionistas mediante condiciones legales restrictivas.

ii. Transporte Colectivo

La mayor parte de la infraestructura de transporte colectivo en Estados Unidos es propiedad de agencias locales o de autoridades regionales autorizadas por el estado, las que también se hacen cargo de la operación. No obstante, una gran proporción de la deuda contratada para desarrollarla se encuentra garantizada por impuestos, lo que se explica en función de que la mayoría de las agencias no pueden solventar ni la mitad de sus costos de operación en base a las tarifas de pasaje, ello sin considerar los costos de capital.

La forma más popular de financiamiento, particularmente para la construcción de nuevos sistemas intensivos en capital, es el respaldar los bonos con impuestos a las ventas. Por ejemplo, la parte local de los costos de construcción del sistema de ferrocarril de Atlanta se obtuvo mediante un impuesto a las ventas establecido en los dos condados a los que daría servicio.

La única agencia de transporte colectivo que vende bonos asegurados por ingresos de tarifas es la *Metropolitan Transportation Authority (MTA)*, que posee y opera los sistemas de metro, autobús y trenes de la Ciudad de Nueva York y los suburbios ubicados en el mismo estado. Aún cuando los ingresos por tarifas no cubren los costos de operación y requieren subsidios constantes del estado y las ciudades, la MTA utilizó como garantía todas las tarifas obtenidas para pagar el servicio de la deuda, acordando elevarlas al nivel que fuera necesario para mantener el sistema en operación y pagar la deuda.

Sin apoyo externo, el nivel de tarifas requerido para ello hubiera sido muy elevado, por lo que la MTA convenció a las agencias calificadoras de bonos y a los inversionistas que el transporte colectivo era tan esencial para la economía regional que el gobierno estatal y el municipal siempre se sentirían obligados a proporcionar el dinero para mantener el sistema en operación.

Los bonos del programa MTA, que incluye la reconstrucción masiva de los sistemas de tránsito y de trenes suburbanos del área metropolitana de Nueva York, han sido respaldados por los ingresos de las tarifas de transporte, por los derechos de uso de puentes de la *Triborough Bridge and Tunnel Authority*, por ingresos de impuestos por el registro de hipotecas, por "contratos de servicios" con el Estado de Nueva York, por fondos de asignaciones anuales, y por la obligación general de la Ciudad de Nueva York.

E. Financiamiento a empresas privadas: los bonos conductores de ingresos

El financiamiento a empresas o instituciones privadas mediante la emisión de bonos municipales, requiere la participación de un emisor gubernamental. Para apoyar el desarrollo de algunas obras de infraestructura económica y social por el sector privado, los estados y municipios establecen agencias financieras especiales, las agencias conductoras, que obtienen los créditos y los canalizan al destinatario del crédito.

Las agencias conductoras de actividades privadas varían en cuanto a tamaño y forma de operación. En los estados grandes, el volumen de operación de las mismas puede permitir la contratación de un equipo profesional numeroso, con amplios conocimientos y experiencia en el financiamiento exento de impuestos. Esta capacidad otorga gran solidez a los financiamientos estructurados.

En cuanto a su operación, las agencias conductoras son técnicamente independientes pero suelen ser controladas por consejos designados por los funcionarios del gobierno que las creó. Los ingresos para mantener su operación y expansión están constituidos por las comisiones cobradas a los acreditados, al momento de la emisión y anualmente, hasta que los bonos son amortizados, por lo que las agencias tienden a considerar como clientes a los acreditados elegibles para recibir el servicio.

Generalmente otorgan el financiamiento de manera aislada y cada emisión se vincula con un préstamo específico, que puede ser respaldado por la capacidad general de crédito del deudor privado (valores corporativos) o por un conjunto específico de ingresos y de activos (valores respaldados por activos). La capacidad de crédito del gobierno emisor o los activos del mismo, en ningún caso se utilizan como garantía del préstamo. Estos valores pueden tener alguna de las siguientes modalidades:

- Valores corporativos, o bonos asegurados por la garantía general de repago de una corporación, independientemente de que sea lucrativa o no. El tenedor de bonos se apoya en la capacidad del acreditado para operar como una empresa en funcionamiento, con ingresos que exceden los costos de operación a un nivel suficiente para pagar el servicio de la deuda sobre los bonos.

- Valores respaldados por activos, asegurados por ciertos activos específicos y el ingreso derivado de los mismos. Algunos bonos de actividad privada tienen estructuras complejas que garantizan los ingresos de ciertos activos, combinadas con un apoyo de crédito, otorgado por una tercera persona y quizás hasta una garantía limitada de una entidad gubernamental o corporación privada. A este tipo de emisiones se les llama financiamientos estructurados.

Un ejemplo del uso de los dos tipos de instrumentos en una misma actividad, pero en momentos distintos de su evolución, es el caso de los hospitales administrados por instituciones de caridad.

El financiamiento exento de impuestos para instituciones de caridad se ha destinado fundamentalmente a instituciones para el cuidado de la salud, en particular hospitales de terapia intensiva. A fines de los 60's, las necesidades de modernización y expansión de los hospitales, superaban la disponibilidad de recursos provenientes de contribuciones de caridad y de ayuda federal. En esa época la mayoría de los hospitales había empezado a operar en forma de negocio, contando con flujos de ingresos predecibles por los pagos de terceras personas, incluyendo los seguros privados de salud, en particular la *Blue Cross*, *Medicare* y *Medicaid*.

A principios de los 70's, los hospitales empezaron a vender emisiones de bonos exentos de impuestos mediante las recién creadas agencias estatales y locales como el método principal para financiar proyectos de capital. Este financiamiento creció rápidamente hasta convertirse, a principio de los 1980's, en uno de los sectores más activos del mercado de bonos exentos de impuestos. El financiamiento para hospitales, así como para otras organizaciones no lucrativas se clasificó como deuda de actividad privada, pero estaba exento de la mayoría de las cláusulas legales que restringían dicha deuda, por ejemplo el pago de un impuesto mínimo alternativo o los techos presupuestales per cápita.

Originalmente, el valor subyacente en la mayor parte del financiamiento destinado a hospitales no lucrativos era una hipoteca y una garantía de los ingresos brutos de los proyectos financiados. En ese sentido, los bonos de hospitales eran, al menos en forma, valores respaldados por activos. En la práctica, sin embargo, la garantía era la capacidad del hospital para operar como empresa.

Los activos en garantía constituían un medio por el cual los tenedores de bonos podían inducir cambios en la administración si surgían dificultades financieras y otorgaban cierta seguridad en caso de insolvencia. A pesar de ello, resultaba claro que la venta de los activos sería insuficiente para pagar la deuda si el hospital no operaba como una empresa "rentable", situación que fue agudizada por el elevado apalancamiento de los hospitales no lucrativos, cuyo capital provenía

fundamentalmente de donaciones de caridad. La base de capital se redujo aún más con el aumento en los costos médicos en los 70's y 80's.

En los 1980's se registraron numerosos incumplimientos por parte de los bonos de hospitales. Los hospitales no lucrativos iniciaron un proceso de consolidación mediante el uso de sistemas multihospitales de alcance regional, que permitían reducir los costos al evitar la duplicidad de funciones. El financiamiento tomó la forma de créditos corporativos y se eliminaron los compromisos de la primera hipoteca y las garantías de ingreso. Esta estructura financiera resultó muy complicada por la necesidad de emitir series distintas para cada jurisdicción, con una gran diversidad de leyes y regulaciones.

F. Casos especiales de los bonos conductores de ingresos

i. Emisiones pequeñas

Las empresas privadas pequeñas pueden emitir valores exentos de impuestos mediante los bonos industriales de emisiones pequeñas (*small issue industrial revenue bonds*), generalmente asegurados por la capacidad de crédito del emisor, pero garantizados, en ocasiones, por otros activos.

Los bonos se emiten mediante agencias conductoras, a nivel estatal o de condado. Las agencias locales de desarrollo industrial son frecuentemente emisoras pasivas sin personal permanente. Los acreditados, con sus abogados y colocadores estructuran las transacciones y las llevan a la autoridad para su aprobación. Antes de que los cambios en la ley fiscal hicieran poco rentable la tenencia de deuda municipal por los bancos, las emisiones de bonos industriales frecuentemente consistían en un préstamo bancario otorgado mediante la adquisición de bonos emitidos por la agencia conductora para beneficiarse de la exención de impuestos.

Desde finales de los 60's, se han establecido diversas restricciones para estos instrumentos, en particular respecto a los montos totales de emisión. Ello se debió a que fueron utilizados por corporaciones gigantes con numerosos establecimientos al menudeo (como *K Mart*, y *Mc Donald's*) que se financiaban mediante múltiples emisiones. También se optó por autorizar el uso de estos valores únicamente a las instalaciones manufactureras.

ii. Bonos de instalaciones exentas

Hacia 1968, el Congreso autorizó que ciertos tipos de proyecto, conocidos como "instalaciones exentas" pudieran ser financiados mediante deuda exenta de impuestos, aún si se realizaban con el apoyo de empresas privadas y si el pago de la deuda dependía de los ingresos de las mismas. La mayoría de estos proyectos se vinculan con empresas privadas que proporcionan servicios

comúnmente considerados como públicos, tales como suministro de agua, drenaje, calefacción distrital y transporte colectivo, puertos y aeropuertos.

Ante el temor de un crecimiento explosivo en el financiamiento a empresas de servicios públicos propiedad de inversionistas, el Congreso limitó la exención fiscal al "suministro local" de gas y electricidad, que condujo a la llamada "regla de dos condados", que definía local como no más de dos condados o una ciudad y un condado contiguo. El uso de este financiamiento también se encuentra restringido por el requerimiento de obtener una asignación sin rebasar los techos presupuestales, compitiendo con otros proyectos. Esto último ha limitado la privatización de empresas municipales.

La Reforma de 1986 a la Ley Fiscal, eliminó la exención de impuestos para diversos tipos de proyectos como el control de la contaminación para plantas e industrias privadas, así como centros deportivos y de convenciones. A pesar de lo anterior, la misma reforma definió como instalaciones exentas a aquéllas relacionadas con la eliminación de desechos peligrosos y los servicios de trenes de alta velocidad (trenes que corren a más de 150 millas por hora, y se exime del techo presupuestal al 75% de cada emisión).

iii. Bonos municipales sujetos a impuestos

La aprobación de la Reforma a la Ley Fiscal de 1986 hizo pensar que habría un rápido crecimiento en la emisión de valores emitidos por gobiernos estatales y locales sujetos a impuestos. Ese crecimiento no se ha dado, toda vez que, sin el beneficio de la exención, los acreditados privados han encontrado pocas ventajas a recurrir al mercado de bonos municipales.

Algunas ciudades y estados han entrado al mercado sujeto a impuestos para financiar proyectos, principalmente de vivienda y desarrollo económico, que consideran esenciales para sus actividades gubernamentales. En muchos casos se emiten simultáneamente bonos de hipoteca sujetos a impuestos y bonos, para otorgar préstamos a tasas que reflejan los costos combinados de los recursos obtenidos. De esa manera, se eleva el volumen de préstamos accesibles con intereses menores a los del mercado, sin exceder los techos presupuestales. Algunas emisiones de este tipo, sin embargo, han enfrentado problemas por considerarse que se trata de bonos chatarra.

5. Mecanismos adicionales de financiamiento utilizados en el mercado de bonos municipales

A. Refondeo (refunding)

El refondeo de una emisión de bonos es un refinanciamiento de la deuda a través de la venta de nuevos bonos cuyos ingresos son utilizados para pagar los bonos

anteriores. Un **refondeo adelantado** (*advance refunding*) es la venta de una nueva emisión de bonos previa a la fecha de convocatoria (*call*) de los bonos originales.

Los ingresos de la nueva emisión suelen destinarse a la compra de una cartera de valores del gobierno norteamericano, cuyos pagos de interés y repagos de capital sean suficientes para pagar el principal e intereses de los bonos a refondear. Estos valores gubernamentales se depositan en una cuenta de custodia (*escrow account*) a cargo del fideicomiso de la nueva emisión.

Con ese depósito, los bonos originales son anulados, con lo que el acreditado original deja de ser responsable de pagar el servicio de la deuda de los bonos originales; y las garantías, compromisos y convenios de la emisión original dejan de surtir efecto.

Debido a que los valores exentos de impuestos usualmente tienen menores tasas de interés que los valores gubernamentales de Estados Unidos, los acreditados pueden refinar las emisiones antes de su primera fecha de convocatoria sin incurrir en diferencial negativo de tasas en la cuenta de custodia.

Para evitar que los acreditados obtengan un diferencial positivo de tasas, la Ley Federal prohíbe al emisor invertir los ingresos de la nueva emisión en valores con rendimientos superiores a los intereses pagados en el refondeo. Antes de 1978, esta disposición se prestó a diversas irregularidades, toda vez que, para cumplir con el requisito, algunos emisores adquirieron valores gubernamentales a precios artificialmente inflados, por lo que algunos banqueros de inversión estaban de acuerdo en colocar gratuitamente los refondeos adelantados si se les daba el derecho exclusivo a vender al emisor la cartera de valores para la cuenta de custodia.

Después de 1978, se permitió a los emisores restringir sus ganancias en la cuenta de custodia comprando valores especiales del gobierno norteamericano directamente del Departamento del Tesoro, o Series de Gobiernos Estatales y Locales (SLGS). Las tasas de interés de éstas últimas se fijan a las tasas de interés de los bonos de refondeo o de acuerdo a la tasa equivalente de valores del Tesoro, lo que sea más bajo.

La reforma a la ley fiscal de 1984 prohibió el refondeo adelantado de bonos de ingresos industriales, la reforma de 1986 amplió la prohibición para incorporar a la mayor parte de los bonos de actividad privada, limitando las emisiones de bonos gubernamentales a un solo refondeo adelantado. Adicionalmente, la reforma exige al emisor pagar los costos de emisión del refondeo y prohíbe recuperar estos costos mediante un aumento en el rendimiento de la cartera gubernamental.

El refondeo adelantado suele utilizarse para obtener los beneficios de una baja en las tasas de interés. Estos refondeos se conocen como refondeos de alto a bajo

(high to low refunding). Debido a que el fondo de custodia creado con los ingresos de la emisión de refondeo no pueden generar rendimientos mayores a los intereses pagados, no se obtiene ahorro alguno antes de que los bonos originales sean liquidados. No obstante, al postergar el pago del principal sobre la nueva emisión, se obtiene inmediatamente una reducción en el servicio anual de la deuda. Por lo anterior, los refondeos adelantados resultan particularmente atractivos para entidades endeudadas a altas tasas de interés y con problemas presupuestales.

El refondeo adelantado también es utilizado para evadir cláusulas restrictivas y obsoletas o convenios incorporados en emisiones anteriores de bonos. Debido a que el vencimiento final de diversas emisiones a largo plazo es de 30 años o más, los emisores se encuentran frecuentemente atados a restricciones diseñadas hace muchos años para dar seguridad a los inversionistas, pero que en las condiciones actuales resultan innecesarias.

La calificación de los bonos refondeados por adelantado se eleva inmediatamente por estar asegurados con una cartera de valores del gobierno norteamericano. Los tenedores de bonos refondeados reciben ganancias extraordinarias por el aumento de sus valores. Esta ganancia es aún mayor y es menos predecible en el caso de un refondeo de bajo a alto (*low to high refunding*). Por lo anterior, el conocer previamente los planes de emisión de un refondeo adelantado crea una situación propicia para el uso de información privilegiada.

B. Financiamiento a corto plazo

- Las *notas municipales*, que son títulos de deuda emitidos por estados, municipios y jurisdicciones especiales (tales como los distritos escolares), con el fin de solventar desequilibrios temporales en la tesorería del emisor, generalmente provocados por incongruencias en la estacionalidad de los cobros vs la de los gastos, mediante el uso anticipado de ciertos ingresos por recibir, como pueden ser: los impuestos, las transferencias, o la venta de bonos a largo plazo. El periodo de vencimiento más usual para estos instrumentos es de 12 meses, aunque su vigencia puede variar de 3 meses a 3 años. Una práctica financiera más aconsejable, sería crear una reserva para cubrir desequilibrios.
- El *papel comercial* suele emitirse con periodos de vencimiento de 30 a 60 días, pero existen emisiones con vencimiento a 1 o a 365 días, dependiendo de las necesidades del emisor o los inversionistas a los que se dirige. Suelen estar respaldados por acuerdos con bancos comerciales, pudiendo incorporar: cartas de crédito irrevocable, créditos revolventes, o líneas de crédito.

C. Valores a tasa variable

Se desarrollaron inicialmente en el mercado de corto plazo para incorporarse, posteriormente, al mercado de largo plazo. Su principal característica es que su tasa de interés puede fluctuar de acuerdo a variaciones en el mercado. A diferencia del papel comercial donde los inversionistas pueden ajustar las tasas mediante la rotación (sustituyendo el papel que vence con un nuevo préstamo), en los valores de renta variable, las tasas se asignan constantemente a los títulos vigentes antes del vencimiento.

Inicialmente, la tasa se establecía periódicamente de acuerdo a una fórmula fija, pero este procedimiento resultó ser muy rígido para responder oportunamente a las condiciones del mercado, por lo que se sustituyó por un procedimiento basado en la percepción del mercado, sin una fórmula establecida.

D. El bono cupón cero

La característica principal de estos bonos es que no pagan intereses periódicos (cupón), sino que se venden con un gran descuento y se establece una tasa de rendimiento determinada, que será reinvertida durante la vigencia del bono. Esta característica elimina el riesgo de reinversión (riesgo de que las tasas de mercado suban o bajen) para un inversionista a largo plazo¹.

En el mercado secundario, sin embargo, los bonos cupón cero son los valores más volátiles entre los de renta fija, sus precios tienden a reducirse significativamente cuando las tasas de interés se incrementan, pero si éstas bajan los bonos se aprecian rápidamente. En general, a mayor plazo, menor será el precio inicial del bono, por ejemplo un bono a 5 años puede duplicar su valor al vencimiento, pero el valor al vencimiento de un bono a 25 años será equivalente a 10 veces el valor inicial, todo ello dependiendo de las tasas establecidas.

6. Elementos de análisis de crédito (evaluación del riesgo)

A. El riesgo de crédito y las instituciones calificadoras de valores

Una colocación exitosa en el mercado de valores depende de la presencia de inversionistas, que no necesariamente están familiarizados con la entidad emisora. La información sobre los emisores resulta aún más importante en el caso de los valores municipales que en los corporativos, debido al gran número de emisiones con características distintas.

¹ Son utilizados, por ejemplo, por inversionistas que desean ahorrar para proveer el pago de colegiaturas de universidades dentro de 10 años

En este contexto, la evaluación de la calidad de crédito se convierte en un elemento de particular importancia para los participantes. Para los inversionistas, el riesgo de incumplimiento por parte del emisor constituye un criterio fundamental en la toma de decisiones; en tanto que para el emisor, la percepción del público sobre su calidad de crédito constituye un elemento esencial en la determinación de la tasa de interés que deberá pagar por sus créditos.

La calificación de créditos, mediante la cual una institución especializada emite su opinión sobre el nivel de riesgo que presenta cada emisión, constituye un medio ágil para transmitir información a los participantes del mercado sobre la calidad de crédito de los valores negociados. Cabe notar que aún cuando algunos inversionistas institucionales grandes, como las aseguradoras, elaboran sus propios análisis de riesgo, otros recurren a la calificación emitida por agencias. En Estados Unidos, la calificación es obligatoria para las emisiones grandes de bonos municipales y corporativos.

En teoría, la calificación de crédito ofrece como ventajas: el proporcionar a los inversionistas el acceso a información consistente, porque las emisiones con un mismo nivel de calificación comparten características de riesgo similares; y comparable, porque el grado de riesgo se define por el nivel de calificación. Para los emisores, un nivel de calificación elevado otorgado por una calificadora reconocida, les permitirá acceder a un mayor número de inversionistas potenciales y, en algunos casos, a nuevos mercados.

En el mercado de bonos municipales norteamericano, las calificadoras más importantes son *Moody's Investors Service, Inc.*, y *Standard & Poor's Corporation*. *Fitch Investors Service, Inc.*, también participa en el mercado y fue la primera en calificar los bonos para el cuidado de la salud.

Las tarifas de las agencias calificadoras se establecen de acuerdo al tamaño de la emisión y al análisis requerido. En general, los grandes emisores mantienen un contacto regular con las agencias, y los colocadores participan haciendo las presentaciones a las agencias a nombre de los emisores. Las calificadoras actualizan sus calificaciones periódicamente y solicitan información reciente. Adicionalmente ofrecen un proceso de revisión para los municipios que desean mejorar sus calificaciones.

B. El análisis de crédito de los bonos municipales norteamericanos

La creciente complejidad de los instrumentos utilizados en el mercado norteamericano de bonos municipales, así como la experiencia de incumplimientos durante la década pasada ha conducido a la profundización y especialización en las labores de análisis.

Las dos grandes categorías de bonos, de obligación general y riesgo proyecto, requieren de estudios distintos. En el primer caso, el análisis se centra en la solidez financiera de la entidad emisora, considerando tanto su base impositiva, como el potencial de su base económica, que afecta la capacidad de la entidad para obtener ingresos.

Los análisis de bonos riesgo proyecto, varían dependiendo del tipo de proyecto a financiar, en ellos el análisis económico de la empresa financiada es tan importante, como la evaluación de la fortaleza económica de la región en la que opera, las cláusulas legales y financieras que afectan a la emisión también deben ser tomadas en cuenta. A continuación se resumen los principales criterios aplicados para cada una de estas grandes categorías.

i. Bonos de obligación general

- **Aspectos políticos.** El ambiente político de estados y localidades puede resultar tan importante como su capacidad financiera de pago. Ello se demostró durante los 1970's en los estados de California y Massachusetts en los que los contribuyentes obtuvieron, mediante referenda, una reducción en los impuestos a la propiedad. Estos desarrollos afectaron la calidad de las nuevas emisiones de bonos respaldados por los ingresos fiscales en general y por impuestos a la propiedad; los bonos anteriormente emitidos no se vieron afectados porque la deuda existente en ese momento ya estaba asegurada.

Los bonos riesgo proyecto no son afectados directamente por este tipo de movimientos, por estar asegurados con otras fuentes de ingreso, pero nada asegura que los usuarios no puedan organizar su propia revuelta, lo que sucedió con la empresa *Pacific Northwest* a principios de los 1980's.

Los analistas también se apoyan en otro tipo de información para evaluar la disposición a pagar por parte de los contribuyentes. La constitución estatal o las disposiciones para la autorización de la emisión de bonos o el establecimiento de impuestos son un indicador de las dificultades que pueden presentarse para elevar los niveles de endeudamiento. Los antecedentes sobre las formas de solventar los déficits presupuestales es otro punto en consideración. En el largo plazo, se considera una práctica sana el que el vencimiento final de los bonos no exceda la vida útil del proyecto a financiar, toda vez que los contribuyentes futuros no estarán dispuestos a pagar por una empresa pública que ya no es utilizable o requiere de reparaciones importantes.

- **El nivel de endeudamiento.** Tradicionalmente, el análisis de bonos de obligación general enfatiza el nivel de endeudamiento de la comunidad. El objetivo es determinar si la deuda del emisor se encuentra a un nivel

manejable, considerando el valor de los predios, la población, y el ingreso, entre otros. Esta forma de medición, considerada aisladamente ha resultado ser insuficiente, pero combinada con otra información, continúa siendo un indicador importante.

El análisis parte de la contabilización de la deuda del municipio², y en base a ello se elaboran un conjunto de razones de deuda, que se comparan con los promedios para el país y se analizan sus tendencias para determinar si existen indicios de mejora o deterioro en el futuro. Algunas razones comúnmente utilizadas son: deuda per cápita, deuda a ingreso personal, servicio anual de la deuda a impuestos y otros ingresos, entre otros.

- **Análisis económico.** Para diversos analistas, la situación de la economía local es el factor individual más importante para determinar la capacidad de crédito de un estado o municipio. Dependiendo del nivel de actividad y/o de desarrollo económico de la localidad, el gobierno puede requerir un mayor o menor volumen de deuda, de esta manera una deuda per cápita elevada puede ser adecuado para una ciudad en crecimiento pero puede representar problemas para ciudades con una economía en deterioro.

Los indicadores principales de la fortaleza económica de una comunidad incluyen: niveles de ingreso, tendencias de la población, empleo y estructura industrial. Entre los parámetros más consultados se encuentran: el ingreso per cápita y su tasa de crecimiento, así como el ingreso por vivienda (el ingreso per cápita puede ser engañoso en comunidades con una gran población de estudiantes o prisioneros, por ejemplo). Otros parámetros considerados son: el crecimiento de la fuerza de trabajo, el aumento en la población, la edad y condición de las viviendas y la valuación de los predios.

Una vez definida la situación general de la economía local, se analizan las industrias y empresas específicas que inciden en el empleo de la comunidad. En general, las preguntas más importantes son: si las industrias predominantes están en crecimiento y si la región se encuentra diversificada económicamente. Se considera que lo más sano es que exista una mezcla de empresas en crecimiento y de empresas maduras, y bien establecidas. Todos esos elementos se comparan con la situación de las empresas e industrias a nivel regional y nacional.

- **Ingresos fiscales.** El análisis de la situación económica local conduce a la identificación de sus efectos sobre la base impositiva, una economía fuerte

² El detalle del procedimiento usual para contabilizar la deuda de los gobiernos municipales en Estados Unidos puede ser consultado en Public Securities Association, *Fundamentals of Municipal Bonds*, PSA, Nueva York, 1990

- **Ingresos fiscales.** El análisis de la situación económica local conduce a la identificación de sus efectos sobre la base impositiva, una economía fuerte suele traducirse en un gran potencial de ingresos fiscales, pero también se toman en cuenta otros elementos, tales como los tipos de impuestos más importantes (impuestos a las ventas, sobre la renta, prediales, tarifas y concesiones).

En general se considera que un sistema fiscal adecuado incorpora a un amplio rango de actividades económicas y no depende de manera importante de partidas federales y estatales (en más del 30% de los ingresos totales). Adicionalmente, los analistas tratan de determinar el potencial para elevar las tasas de impuestos, este potencial es menor si los impuestos ya son elevados; así como algún indicador de la cobranza de impuestos, una tasa baja puede estar reflejando cambios económicos o una mala administración gubernamental.

- **Factores financieros.** La situación financiera de los municipios y sus métodos de entrega de información es un elemento al que se ha prestado especial atención en los últimos años. Los déficits en algunos fondos administrados por el municipio, se consideran llamadas de atención que requieren ser investigados con mayor profundidad (causas del déficit, si es un fenómeno temporal o crónico).

También se analizan las hojas de balance, siendo deseable un nivel adecuado de capital de trabajo y activos altamente líquidos, las reservas para rubros como impuestos no cobrados y cuentas por pagar también deben ser suficientes. Otra herramienta importante es el presupuesto, si el municipio suele mantenerse dentro del mismo, qué conceptos explican los excesos de gasto, qué tan confiable es el presupuesto del año siguiente.

- **Otros factores.** Las auditorías externas a los estados financieros de los municipios ayudan a asegurar que su información es veraz y comparable con la de años anteriores. Por otro lado, algunos analistas tratan de evaluar la capacidad y responsabilidad de los funcionarios fiscales de un estado o gobierno local; la calidad de la administración y la de los programas del municipio. Cabe notar que algunos gobiernos locales están desarrollando objetivos de desempeño cuantificables, mismos que son divulgados a la comunidad.

ii. *Bonos riesgo proyecto*

El análisis de los bonos riesgo proyecto se realiza en forma muy distinta a los de obligación general. Los bonos de riesgo proyecto en Estados Unidos, se caracterizan por su gran flexibilidad, que les permite adecuarse a las necesidades particulares de cada proyecto. Lo anterior implica también que

los elementos para evaluar el crédito - ingresos en garantía, flujo de fondos, entre otros-, que son definidos en el documento legal que los sustenta (*indenture*), presenten grandes variantes.

Un elemento a considerar es que la dependencia de estos bonos en un tipo de ingreso en particular, otorga gran importancia al análisis de la fuente de los mismos y la variabilidad en el flujo de fondos. El principio subyacente en la calificación de los bonos riesgo proyecto, es determinar si el proyecto financiado generará suficiente efectivo para satisfacer las obligaciones adquiridas con los tenedores de los bonos.

La mayor parte de los bonos riesgo proyecto están protegidos por diversos acuerdos legales y financieros que pueden ser más importantes para el inversionista que el proyecto mismo. El primer paso en el análisis es examinar las cláusulas del documento base.

- Evaluación del flujo de fondos. Se analiza si los conceptos que lo integran (gastos de operación y mantenimiento, servicio de la deuda, fondo de reserva del servicio de la deuda, fondo de reserva para mantenimiento, fondo de renovación y reemplazo, superávit), son suficientes para los requerimientos de recursos de la empresa considerada.
- Cláusulas. Para los bonos garantizados por tarifas a los usuarios, es muy importante la existencia de una cláusula sobre tarifas en la que el emisor se comprometa a establecerlas a un nivel suficiente para cubrir los gastos de operación y mantenimiento, de renovación y reemplazo, así como el servicio de la deuda, también se puede establecer que las tarifas incluyan un margen de seguridad superior al servicio de la deuda.

Otras cláusulas pueden referirse a la contratación de seguros para el proyecto, revisiones periódicas por ingenieros consultores, garantías de que no se ofrezcan servicios gratuitos y que se registren en libros separados. Asimismo, se pueden precisar condiciones como: la realización de auditorías externas, prohibición de vender el proyecto o las instalaciones correspondientes antes de haber liquidado la deuda, o el mantener a un especialista que revise periódicamente las operaciones o el mantenimiento de la empresa.

- Derechos sobre los ingresos. La mayoría de los bonos son respaldados por derechos preferenciales sobre los ingresos netos, y reciben una calificación mayor a la de los bonos cuya prioridad en los ingresos se ubica en un segundo o tercer nivel. Algunas obligaciones contractuales pueden tener prioridad sobre los bonos preferenciales, por ejemplo un contrato de suministro de energía suele ser considerado un gasto de operación.

- **Bonos adicionales.** Establecido el derecho sobre los ingresos, una cláusula importante, incorporada en la mayoría de los bonos riesgo proyecto, es la de los bonos adicionales. Si el emisor se reserva el derecho a colocar bonos adicionales con mayor prioridad que los anteriores, aumenta el riesgo del inversionista. Por ello se agregan algunas cláusulas de protección. La menos común es la que estipula que cualquier bono adicional tenga derechos subordinados en relación a los que se encuentren en circulación, excepto aquéllos que sean necesarios para la terminación del proyecto. A éstas se les denomina cláusulas cerradas, que tienen la desventaja de hacer más difícil la colocación de los bonos subordinados.

Las llamadas "cláusulas abiertas", permiten la emisión de bonos con prioridad equivalente a la de emisiones existentes, sujeta a ciertos requisitos. En general, la limitante es que las ganancias que permiten asegurar el servicio de la deuda, incluyendo la de los bonos nuevos, no sean inferiores a determinado porcentaje de la deuda, por ejemplo 125%. Las ganancias de la empresa pueden ser definidas en diversas formas para cumplir con esa condición, por ejemplo, en algunos casos se hace referencia a las ganancias del año fiscal más reciente, en otra es el promedio de utilidades de los 24 meses anteriores; en ocasiones se utilizan estimaciones de ganancias futuras, pero ello requiere reportes de consultores reconocidos.

- **Análisis económico.** Los bonos riesgo proyecto suelen estar sustentados por empresas, que deben ser analizadas como cualquier otro negocio. Los factores que las afectan varían notablemente de una empresa a otra, sin embargo, el emisor suele proporcionar una gran cantidad de información a los inversionistas a través de: declaraciones oficiales preliminares, estudios de factibilidad, programas de mejoramiento de capital, el documento legal que sustenta al bono y otros reportes.

Algunos proyectos requieren una revisión más cuidadosa que otros, por ejemplo los bonos de agua potable, drenaje y electricidad suelen estar respaldados por empresas monopólicas y son relativamente seguros; en cambio, los bonos de hospitales y vivienda suelen requerir mayor investigación.

Las consideraciones legales y financieras son fundamentales en este tipo de análisis, sin embargo la consideración clave es la demanda efectiva del servicio, que incluye la capacidad de pago de los usuarios. A continuación se resumen algunos de los factores más importantes que afectan el crédito de bonos vinculados con diversos tipos de proyectos.

Bonos de electricidad. Entre los factores clave para determinar la demanda efectiva de este servicio se encuentran la fortaleza de la economía local y el costo del servicio. Adicionalmente se consideran como factores favorables a la disponibilidad de fuentes diversificadas de combustible; y una oferta de energía adecuada en función del crecimiento de la región de servicio. La subutilización de las plantas, en cambio se considera un elemento negativo.

Bonos de agua y drenaje. Entre los criterios más importantes para determinar la demanda, se encuentran la estructura económica de la zona de servicio y el potencial de crecimiento de la misma. La disminución de la ayuda federal, especialmente en el tratamiento de aguas (que requiere tecnologías especializadas y de alto costo) puede acrecentar los requerimientos de financiamiento.

Caminos de cuota. La estimación de la demanda se basa en estimaciones de aforo y la elasticidad de la demanda (variaciones en el aforo ante incrementos en las tarifas). Se considera que una mezcla de diversos tipos de usuarios contribuye a estabilizar la demanda, pero debe considerarse la existencia de caminos alternativos (en ocasiones las cláusulas del bono incorporan limitaciones para la construcción de proyectos que puedan competir con el que se financia). También se analizan las tendencias económicas en el área de servicio, incluyendo el precio y disponibilidad de combustible. Se utilizan criterios similares para puentes y túneles.

Transporte colectivo. Debido que ningún sistema de transporte se ha podido autofinanciar totalmente con las tarifas se han requerido apoyos adicionales, que incluyen subsidios gubernamentales, ingresos por impuestos o una combinación de esos recursos. Los factores clave son la necesidad y demanda del servicio, su importancia para la economía local, las posibilidades de obtener ingresos distintos a las tarifas y factores administrativos, especialmente las relaciones laborales.

Ingresos industriales y control de la contaminación. Los créditos son tan sólidos como la corporación que presta el servicio, son respaldados por arrendamientos a esas corporaciones y suelen analizarse como deuda corporativa no asegurada. En las emisiones más seguras, se otorga al inversionista derechos hipotecarios en la propiedad involucrada.

Aeropuertos. El análisis requiere de un estudio de factibilidad, adicionalmente se considera: el tráfico potencial, el tamaño de la ciudad en que se ubica, competencia de otros aeropuertos, potencialidad de constituirse en un punto de transbordo. Algunos bonos están respaldados directamente por arrendamientos de las líneas participantes y se analizan

de manera similar a los bonos industriales, otros están respaldados por contratos con las líneas que utilizan el aeropuerto. También se consideran la economía de la zona de servicio y las políticas de precios de las líneas.

Hospitales. Se requieren estudios de factibilidad, también se toman en cuenta la ubicación y la calidad de los servicios ofrecidos, los pagos por aseguradoras (los analistas consideran más seguros estos pagos que los de los gobiernos), y la necesidad de la empresa por la comunidad.

- **Factores financieros.** El análisis de razones financieras es utilizado para evaluar la solidez del proyecto. El parámetro más utilizado es la razón de cobertura (ingresos a deuda), y sus proyecciones a futuro. Esto último es importante porque aún si la cobertura es adecuada al momento de la emisión, una emisión adicional de bonos o una reducción en los ingresos provocará una baja en ese parámetro. También se considera la eficiencia de las instalaciones y plantas y la necesidad potencial de renovación de las mismas.

Frecuentemente, debido a que las garantías son más restringidas, los bonos de ingresos tienen una menor calificación que los bonos de obligación general ³. No obstante, algunos bonos de ingreso llegan a recibir calificaciones elevadas. La ventaja de los bonos riesgo proyecto, es que pueden ser aislados, relativamente, del proceso político asociado con la asignación presupuestal de los gobiernos locales, o de la resistencia de los votantes a aceptar un aumento en los impuestos. Por otro lado, su capacidad para cobrar por sus servicios, puede proporcionarles una operación financiera más estable que la que presenta el fondo general del municipio que los emite. De hecho, conforme algunos créditos a los gobiernos se debilitan, por restricciones en sus ingresos y costos crecientes, los sistemas empresariales de servicios pueden mantener una posición financiera más sólida.

³ Al evaluar los bonos de obligaciones generales, las calificadoras evalúan la información en cuatro categorías básicas: i) información sobre la estructura de la deuda del emisor para determinar la carga global de la deuda (apalancamiento); ii) habilidad y disciplina del emisor para mantener una política presupuestal sólida. la atención se centra generalmente en los fondos generales de operación del emisor y en determinar si ha mantenido presupuestos, al menos balanceados, durante los últimos 3 a 5 años; iii) determinación de los impuestos locales específicos y de las transferencias intergubernamentales disponibles para el emisor, así como información histórica relativa a la recaudación de impuestos, en particular de impuestos a la propiedad, y al peso relativo de fuentes determinadas de ingresos en los presupuestos locales; iv) evaluación del ambiente socioeconómico global del emisor los factores determinantes incluyen las tendencias de la distribución y composición del empleo local, el crecimiento de la población, valuación de la propiedad inmobiliaria, e ingresos personales entre otros

C. Criterios para la calificación de obligaciones de gobiernos locales de otros países

Standard & Poor's ha desarrollado una metodología para evaluar este tipo de valores, la cual se basa fundamentalmente en las características particulares del país analizado y, en particular a los acuerdos de financiamiento intergubernamentales. Los criterios utilizados son los siguientes:

Riesgo país. El paso inicial es determinar la solvencia crediticia del gobierno central, la cual constituye el límite máximo que pueden alcanzar los otros niveles de gobierno. Ello se basa en el razonamiento de que el gobierno central tiene prioridad sobre las reservas de divisas para atender sus obligaciones, asimismo tiene la mayor capacidad tributaria y cuenta con la facultad de emitir moneda.

Relaciones intergubernamentales. El criterio básico es la evaluación de los acuerdos de financiamiento intergubernamental, dividido en cuatro áreas fundamentales:

- **Transferencias de pagos.** El análisis se centra en la estabilidad, monto y flexibilidad de las mismas, así como en las responsabilidades del gobierno local. La presencia de compensaciones tributarias, es decir, subsidios incondicionales a las localidades más pobres, puede contribuir a elevar la calificación de las mismas.
- **Capacidad de recaudación.** Se consideran las limitaciones legales para el establecimiento de impuestos por parte de determinados niveles de gobierno; y medios de obtención de otros ingresos, entre otros.
- **Responsabilidades en la prestación de servicios.** Se examina la suficiencia de los ingresos para suministrar los servicios. Los gastos vinculados con ello, se evalúan considerando factores como estacionalidad, y el impacto presupuestal de determinados programas.
- **Sistema administrativo.** Se analiza con el fin de tener un indicador sobre la estabilidad futura de los gobiernos locales, también se toman en cuenta las políticas y restricciones legales a las emisiones de deuda, a los impuestos y a los presupuestos; los controles internos presupuestales y de endeudamiento, incluyendo control de gastos, procedimientos de cobro y gestión de la liquidez; sistemas de ajuste de transferencias federales; relaciones federales; experiencia y responsabilidad de administradores municipales; y realización de auditorías independientes, entre otros.
- **Crecimiento y estructura económica.** De manera similar al análisis aplicado a los bonos municipales de Estados Unidos, incluye factores como: las características demográficas de la población, la disponibilidad de

infraestructura, la dotación de recursos, la composición de la producción y el empleo, principales fuentes de ingresos fiscales; utilización recurrente de endeudamiento para financiar déficits; capacidad para generar ingresos adicionales; evolución del gasto corriente y de capital; apego a los presupuestos proyectados al inicio de los ejercicios analizados; entre otros.

- Rendimiento fiscal y flexibilidad. Se analiza la magnitud y estructura del presupuesto, su crecimiento en relación al de la población y al de la base fiscal; flexibilidad para ajustar gastos; y magnitud de los desequilibrios.
- Posición financiera y política. Incluye: las prácticas contables utilizadas y su impacto sobre los estados financieros y de gestión, análisis de liquidez, su gestión y su coordinación con la deuda a largo plazo; requisitos de financiamiento neto para operaciones corrientes y de capital; niveles de endeudamiento; acuerdos intergubernamentales de financiamiento; flexibilidad en el establecimiento de tarifas a los usuarios; y actividades de empresas públicas locales o regionales, entre otros.

7. Mecanismos para fortalecer la calidad del crédito

En años recientes, los emisores de instrumentos de deuda han recurrido de manera creciente al apoyo crediticio de terceras personas para otorgar garantías adicionales a esos valores, mejorando su calificación de crédito y reduciendo el costo de los préstamos. El riesgo de incumplimiento es una preocupación fundamental para las agencias calificadoras y para los inversionistas, la cual ha sido intensificada por los problemas experimentados por algunos emisores de bonos municipales durante los 1980's.

Otro factor que ha contribuido a la importancia del acrecentamiento crediticio ha sido el aumento en la participación de inversionistas individuales en el mercado. Debido al gran número y la heterogeneidad de valores ofrecidos en el mercado de bonos municipales, los inversionistas individuales enfrentan mayores dificultades para evaluar una emisión en particular, por lo que la reducción del riesgo que ofrecen esos apoyos constituye una característica atractiva.

A continuación se analizan tres de los mecanismos de acrecentamiento más frecuentemente utilizados:

A. Acrecentamientos bancarios de crédito

Los apoyos bancarios pueden ser agrupados en dos tipos: líneas y cartas de crédito. Las primeras se basan en un acuerdo para proporcionar liquidez temporal a la deuda del emisor y puede estar sujeta a diversas condiciones, por ejemplo, no pueden ser utilizadas si el emisor se encuentra en incumplimiento.

Las líneas de crédito suelen utilizarse en el mercado de corto plazo para entidades gubernamentales con altas calificaciones y que requieren temporalmente de financiamiento. En general implican dos costos: la tarifa de compromiso, cobrada para asegurar el acceso a los recursos en una fecha futura; y la tarifa por liberación de los recursos (*draw down fee*) aplicable si el banco realmente otorga el crédito.

Las cartas de crédito son un compromiso entre el banco y los inversionistas que otorga a los mismos el derecho a recibir un pago por el banco si el servicio de la deuda no es pagado en forma total y oportuna. Casi todas las cartas de crédito son irrevocables por lo que constituyen una garantía directa del banco sobre la obligación del deudor. Las tarifas de compromiso suelen ser más elevadas que en el caso de las líneas de crédito.

La vigencia de las cartas de crédito suele ser menor a la de los bonos, con periodos entre 5 y 10 años, renovables a discreción del banco. Si éste decide no hacer la renovación, el acuerdo con los inversionistas puede estipular el otorgamiento de apoyos alternativos (con calificación equivalente), o que los bonos estarán sujetos a una recompra obligatoria. Por lo tanto, aún cuando los inversionistas reciben una seguridad adicional, la duración de ella es incierta. La experiencia de los últimos años ha mostrado que los mismos proveedores de los apoyos están sujetos a una baja en su calificación de crédito, lo que implica un riesgo adicional.

Otros instrumentos bancarios para aminorar el riesgo de inversionistas o emisores incluyen: coberturas de tasas de interés, que imponen un máximo a las tasas pagadas en caso de valores a tasas variables; acuerdos de inversión, que garantizan el diferencial entre el costo de los recursos obtenidos en préstamo y los fondos invertidos; y *swaps* de tasas de intereses. Todos ellos permiten neutralizar diversos riesgos pero implican un costo

B. Aseguradoras privadas de bonos

Las aseguradoras de bonos garantizan incondicionalmente el pago del principal e intereses durante la vigencia de una emisión, a cambio del pago de una sola prima al momento de la emisión. Esta prima generalmente se paga con los ingresos de la emisión y, en algunos casos, dependiendo del diferencial en tasas de interés entre bonos de distinta calificación, y la aseguradora el costo puede compensar la reducción obtenida con las menores tasas de interés.

Las primas cobradas se vinculan al riesgo, y la calidad de crédito del deudor asegurado debe cumplir ciertas normas para ser elegible para un seguro. En la práctica esto significa que su calificación debe ser mejor o equivalente a Baa o BBB.

Las aseguradoras generalmente están integradas por grandes compañías vinculadas con instituciones financieras y para ser aceptadas en el mercado requieren contar con la calificación más alta. Existen tres grandes aseguradoras privadas de bonos: la Corporación Aseguradora de Inversionistas en Bonos Municipales (MBIA); la Compañía Aseguradora Americana de Bonos Municipales (AMBAC); y la Compañía Financiera de Seguros y Fianzas (FGIC).

El seguro de bonos suele implicar que en caso de que el emisor deje de pagar en forma total y oportuna el principal o intereses, el asegurador lo hará. Los pagos se realizan de acuerdo a la calendarización original y continúan estando exentos de impuestos.

En algunos casos el seguro es usado en combinación con cartas de crédito de bancos con calificación baja: el banco proporciona un acuerdo de liquidez y la aseguradora otorga el seguro para cubrir la liquidez a largo plazo y el riesgo de crédito. Otra alternativa es el aseguramiento de las reservas para el servicio de la deuda, con este esquema se puede asegurar una parte del interés y el principal, permitiendo al emisor evitar la creación de una reserva para el servicio de la deuda.

Dada la competencia entre aseguradoras, las emisoras pueden realizar subastas competitivas para la obtención de seguros, y organizar sus ofertas de bonos con posturas que consideren el bono con seguro y sin él, de esta manera el mercado determinará la forma más barata de obtener los préstamos.

C. Apoyo crediticio estatal

Los gobiernos locales suelen tener la oportunidad de mejorar las condiciones de distribución de sus bonos recurriendo al apoyo crediticio estatal. Los apoyos más importantes consisten en garantías, fondos (*pools*) de préstamos, bancos y otras agencias crediticias con propósitos especiales para ayudar a la distribución de los bonos.

La modalidad de apoyo crediticio más sencilla es la garantía estatal, respaldando a la deuda local con la "plena fé y crédito" del gobierno del estado, a las que ya se ha hecho referencia. Si el estado tiene una calificación elevada, esa garantía proporciona el nivel más alto de crédito e implica los mayores ahorros en costo de intereses (solo superado por un subsidio directo al mismo). Pero estas garantías son relativamente poco frecuentes debido, en algunos casos, a restricciones legales, y en otros a que el estado no desea diluir su capacidad de crédito (debido a que la deuda garantizada constituye un pasivo contingente) y arriesgar la calificación de sus propios bonos.

Al apoyar a las localidades, los estados suelen intentar proteger su propia calidad de crédito estableciendo condiciones al gobierno que van a apoyar. Por ejemplo,

el respaldo estatal puede precisar que antes de recurrir a él se utilicen las siguientes fuentes de fondos:

- Un gravamen sobre los ingresos de algún proyecto local financiado mediante los bonos garantizados (incluyendo especificaciones sobre los cargos para asegurar el pago de la deuda)
- Un gravamen sobre la capacidad tributaria del gobierno local para asegurar que se cobrarán suficientes impuestos para cumplir con la deuda
- Un gravamen sobre las participaciones que el estado transfiere a la localidad para canalizarlo al pago de la deuda
- Un gravamen sobre la reserva del servicio de la deuda equivalente al máximo servicio anual de la deuda

Otras formas de apoyo incluyen los respaldos de "obligación moral" a los que ya se ha hecho referencia, así como la creación de entidades de préstamos patrocinadas por el estado o bancos de bonos de propósito general, que financian a los gobiernos locales mediante la compra de sus obligaciones; la entidad reúne diversas emisiones de bonos locales y las consolida en una sola emisión, de mayor tamaño y la coloca en el mercado nacional, lo que les permite obtener ciertas economías de escala.

Los bancos de bonos municipales, diseñados para financiar a un amplio rango de funciones de los gobiernos locales operan en estados como Arkansas, Alaska, Vermont, New Hampshire y Maine. En general tienen por objeto ayudar a los gobiernos pequeños, toda vez que para los de mayor tamaño, si cuentan con buena calificación de crédito, pueden encontrar más económico el recurrir a préstamos directos.

8. Operación del mercado de bonos municipales

A. Mercado primario

Un gobierno estatal o local puede colocar sus nuevas emisiones mediante ofertas públicas o privadas. En las ofertas públicas, la emisión suele ser colocada por banqueros de inversión y/o los departamentos de bonos municipales de bancos comerciales. El procedimiento de venta utilizado, determina otras características de la colocación.

La mayor parte de las ofertas públicas de bonos municipales se realizan mediante subasta, en la cual se asigna la emisión al colocador que ofrezca la postura más competitiva. En algunos estados este procedimiento es obligatorio para los bonos de obligación general.

El otro procedimiento de venta es la negociación directa con los colocadores. En ella, el emisor elige al comprador inicial de los valores antes de la fecha de venta, y negocia con él las condiciones para realizarla. Este método es utilizado con mayor frecuencia para los bonos riesgo proyecto.

Al elegir entre los dos procedimientos, el emisor debe considerar diversos factores. En las ventas negociadas, por ejemplo, el funcionario de finanzas del gobierno involucrado, requiere conocer las condiciones de mercado para asegurarse que se establecerán las tasas de interés más bajas, así como para determinar la comisión que pagará al colocador.

La posibilidad de obtener mejores tasas a través de una venta competitiva, sin embargo, se reduce en periodos de gran volatilidad en las tasas de interés, toda vez que los colocadores suelen estar menos dispuestos a presentar posturas más agresivas (más favorables para el gobierno emisor). Por otro lado, cuando se trata de emisiones muy grandes (mayores a 200 millones de dólares, por ejemplo), los colocadores tienden a formar sindicatos, lo que puede reducir el número de concursantes en la subasta a uno o dos sindicatos.

En general, una venta negociada se considera más recomendable cuando se requiere realizar un esfuerzo mayor de ventas, por ejemplo, si el emisor es menos conocido entre los inversionistas, o si la emisión tiene una estructura más compleja. En las ventas competitivas, los colocadores suelen estar menos dispuestos a promover la emisión antes de la fecha de subasta, debido a que no cuentan con la certeza de recibir la asignación de bonos. Para compensar esa situación, en ocasiones es el emisor quien identifica a los compradores potenciales y procura convencerlos de invertir en los bonos.

Otro factor a considerar es la flexibilidad en la fecha de la transacción. En una venta negociada existe mayor facilidad para cambiar la fecha hasta que las condiciones del mercado sean más favorables. En las ventas competitivas, en cambio, la fecha debe ser elegida con mayor cuidado.

i. Servicios de asesoría externa

Las colocaciones de bonos municipales suelen requerir de los servicios de algunos asesores externos, no utilizados generalmente en el caso de los bonos corporativos, en ciertos casos estos servicios consisten en la contratación de un "consejo de bonos", en otros, incluyen también a un asesor financiero independiente y a otros consejos.

Las responsabilidades tradicionales del consejo de bonos se centran en el otorgamiento de una opinión sobre la validez de la emisión y su situación fiscal, así como en la preparación y revisión de algunos documentos legales

como la transcripción de la venta del bono. Adicionalmente, puede desarrollar actividades como las siguientes: determinar si existe capacidad legal para emitir los bonos; expedir las ordenanzas y resoluciones sobre el bono y, en el caso de bonos riesgo proyecto, el documento legal que lo sustenta; examina las transcripciones de los procedimientos para determinar que los bonos sean ofrecidos y vendidos legalmente; determinar si la emisión fue adecuadamente ejecutada; responder a preguntas legales sobre los bonos, planteada por compradores potenciales.

Cuando la venta es negociada, el papel del consejo suele ser complementado por el consejo del colocador, cuya principal función es la de reunir los documentos de divulgación para la venta negociada y el proporcionar una carta de divulgación dando su opinión sobre lo adecuado y preciso de la divulgación.

También puede haber un consejo por parte del emisor, dedicado a emitir su opinión en relación a la organización y buena posición del emisor, diversos aspectos de procedimiento y la existencia de litigios pendientes. Otros consejos que participan en ocasiones son: el consejo de la institución que otorga el acrecentamiento del crédito, en su caso; o el del beneficiario privado, cuando se trata de bonos conductores.

El asesor financiero, por su parte, tiene como función el asesorar a un gobierno estatal o local para proporcionar ayuda en asuntos relacionados con la emisión de valores municipales. En una venta competitiva, el asesor financiero apoya al emisor en el diseño de la estructura de la deuda, en la preparación de la declaración oficial y en la distribución de los valores a los inversionistas potenciales.

En las ventas negociadas, el asesor suele fungir como abogado del gobierno para asegurarse de que el colocador le esté dando un trato equitativo. También puede contribuir a seleccionar al colocador. En este tipo de ventas, los bonos son estructurados por el colocador, cuyo departamento de ventas se comunica directamente con los inversionistas. Al fijar el precio, el asesor puede apoyar a los funcionarios municipales para asegurar que la tasa de interés propuesta para la emisión sea razonable de acuerdo a las condiciones del mercado.

Entre las actividades adicionales que el asesor financiero puede realizar se encuentran: el establecimiento y desarrollo de un plan de financiamiento a largo plazo; la determinación de las fuentes alternativas de ingresos; investigación sobre acuerdos alternativos de financiamiento que permitan reemplazar o complementar a la emisión de bonos; supervisión o dirección de los estudios de factibilidad; recomendaciones sobre prácticas de administración de deuda; así como la planeación de la inversión de los ingresos provenientes de la emisión.

En muchos casos, los servicios del asesor financiero son pagados mediante tarifas por hora. Al realizar el pago en forma independiente de la emisión, los gobiernos locales se aseguran de que la asesoría sea imparcial y no tenga presiones para opinar, independientemente de las circunstancias, que la emisión es el medio más efectivo de financiamiento.

ii. Otros participantes

Los agentes fiscales, o agentes de pagos, tienen como funciones principales: el administrar los fondos de intereses y amortizaciones, realizando los pagos de la deuda; mantener una lista de propietarios registrados y registrar las transferencias de propiedad en el mercado secundario. Este papel suele ser desempeñado por instituciones financieras.

El papel del agente fiscal se combina frecuentemente con el de fideicomisario en los bonos riesgo proyecto. A pesar de ser contratado por el emisor, la obligación del fideicomisario es la de proteger los intereses de los inversionistas y vigilar que se ejecuten las condiciones establecidas en el documento legal de los bonos. Adicionalmente, puede vigilar que se cumplan las cláusulas establecidas, el desembolso de los ingresos del bono, administrar la inversión de fondos no gastados y adquirir, con esos recursos, valores en el mercado abierto.

iii. Requerimientos de información

Aún cuando no existe regulación federal directa, los emisores de valores municipales deben cumplir con las leyes de valores, así como con las disposiciones estatales y locales. Los documentos requeridos incluyen a los siguientes:

- *Aviso de venta.* Es una publicación oficial del emisor donde se describen las condiciones de venta de una nueva oferta. Aún cuando varían de acuerdo a las costumbres, las leyes y las circunstancias individuales, en general se especifican: la fecha, hora y lugar de la venta; el monto de la emisión; el tipo de valor; información sobre la declaración oficial y la entrega de bonos; y el método de entrega. Este aviso sirve de base para la propaganda oficial de la oferta, generalmente impresa en el *Bond Buyer* y en periódicos locales.
- *Declaración oficial.* Constituye el principal documento de divulgación en la venta de valores de los gobiernos locales. Su contenido se detalla en los Lineamientos de Divulgación para Valores Estatales y Locales, emitidos por la Asociación de Funcionarios Gubernamentales en Finanzas. En general se distribuyen dos versiones de la declaración: la preliminar, que es un

documento previo para la preventa, distribuido a los colocadores potenciales, las calificadoras e inversionistas institucionales importantes. La declaración final se entrega después de la asignación de los bonos a un colocador, quien incorpora información adicional, incluyendo los rendimientos de los valores al público.

- Otros requisitos de divulgación de información incluyen: la publicación de los resultados de la venta en el *Bond Buyer*, mismos que son registrados por la Asociación de Valores Públicos, el Consejo de Reglamentación de Valores Municipales (MSRB) y el Tesoro Norteamericano, para efectos fiscales. Los resultados también suelen ser publicados en periódicos de circulación nacional, como el *New York Times* o el *Wall Street Journal*.

B. Mercado secundario

Los bonos municipales se negocian en el mercado sobre el mostrador (OTC), sin un horario de negociación establecido, donde participan cientos de intermediarios de bonos municipales en el país. Las emisiones más pequeñas (denominadas "créditos locales") son atendidas por firmas de corredores regionales, bancos locales y algunas de las firmas más grandes de *Wall Street*. Las emisiones más grandes ("nombres generales") son negociadas por las mayores empresas de correduría y bancos, muchos de los cuales mantienen relaciones de banca de inversión con los emisores.

Las actividades de formación de mercado, son realizadas por los operadores de bonos municipales de intermediarios bursátiles y de bancos, quienes compran y venden valores por cuenta propia a otros intermediarios, así como a inversionistas. Estas actividades se realizan a través del teléfono y con el apoyo de computadoras. Las transacciones se realizan sobre la base de rendimientos (los bonos suelen venderse a descuento), y los ingresos del intermediario están constituidos por el diferencial que agrega al costo de adquisición de los valores.

Otra figura importante en el mercado secundario de bonos municipales es el agente de agentes, que presta sus servicios únicamente a bancos e intermediarios bursátiles registrados. Entre las operaciones que realizan se encuentra la "búsqueda de posturas", utilizada cuando los intermediarios no pueden o no desean presentar posturas para los bonos que desean vender, transfieren la orden al agente, quien obtendrá las posturas de otros intermediarios.

Como servicios adicionales del agente de agentes pueden mencionarse: la búsqueda de bonos o tipos de bonos específicos; y la identificación de compradores específicos. Algunos agentes participan como intermediarios en la venta de grandes bloques de bonos municipales entre empresas bursátiles y grandes inversionistas institucionales.

Entre las características más importantes del mercado de bonos municipales se encuentra el gran número de emisiones a las que cada intermediario debe prestar atención y la estrechez del mercado de las emisiones más pequeñas, lo que provoca diferenciales más elevados. Otra desventaja para los intermediarios es la mayor dificultad de realizar ventas en corto en comparación con otro tipo de valores, toda vez que el gran número de emisiones y de vencimientos en serie, reduce las probabilidades de encontrar participantes dispuestos a prestar los bonos con las características requeridas.

Una fuente de información importante para las empresas que negocian con estos bonos, son los contactos personales y los del personal de venta. En general, las empresas desarrollan un conocimiento de quién dispone de qué tipo de bonos y el precio al que estarían dispuestos a vender, así como de la demanda potencial de los mismos. Los agentes suelen mantener un registro de los volúmenes en posesión de los clientes para algunas de las emisiones más negociadas.

Los operadores de estos valores, suelen rotar rápidamente los inventarios, toda vez que mantenerlos mucho tiempo tiene el riesgo de que las tasas de interés se eleven rápidamente reduciendo los precios. Para distribuir el riesgo, los intermediarios suelen tomar posiciones largas conjuntamente con otros intermediarios. A través del uso de la "cuenta conjunta", los intermediarios pueden ofrecer sus servicios a grandes inversionistas sin necesidad de comprometer posiciones muy grandes, este tipo de cuentas, sin embargo, pueden limitar la flexibilidad en las negociaciones.

El sistema de *The Bond Buyer*, difunde diariamente una lista de ofertas. Las posturas de los intermediarios para el mercado al menudeo de bonos municipales, se publican en la Lista Azul, un folleto distribuido los días hábiles por Standard & Poor's.

9. Los inversionistas en el mercado de bonos municipales

El principal atractivo de los bonos municipales para los inversionistas es la exención fiscal de sus rendimientos. Desde mediados de los 1950's, los principales compradores han sido las familias, los bancos comerciales y las compañías aseguradoras de siniestros. Las corporaciones no financieras y los gobiernos estatales y locales son compradores ocasionales. Las aseguradoras de vida invierten poco en estos valores, al igual que los fondos de pensiones que disfrutan de exención fiscal (por lo que los bonos municipales no presentan un atractivo especial).

Durante los 1970's y los 1980's, y como resultado de cambios en las leyes fiscales, los bancos comerciales redujeron su participación, en tanto que los inversionistas individuales y las aseguradoras de siniestros se convirtieron en

compradores más activos. Los patrones de la demanda de estos tres grupos son cíclicas, y dependen de variaciones en la rentabilidad relativa de los bonos municipales vs los valores no exentos, las tasas de interés y los impuestos sobre la renta.

A. Inversionistas individuales

Desde los 1980's, los inversionistas individuales se han convertido en los compradores más importantes del mercado municipal. Ello se explica en función del aumento en las tasas de interés y la reducción en el diferencial de rendimientos de los bonos municipales frente a otros valores ⁴, así como por la creación de fondos especializados en este tipo de bonos, que han dado acceso al mercado a un mayor número de pequeños inversionistas.

- Fideicomisos de inversión unitaria (*Unit investment trusts*). Estos fideicomisos emiten un número determinado de acciones e invierten los ingresos en una cartera de bonos municipales, esta cartera suele retenerse hasta el vencimiento. La vida de los fondos generalmente es igual a la vigencia de los bonos comprados.

Los inversionistas pueden comprar títulos de los fondos, generalmente múltiplos de 1,000 dólares; cuando requieren venderlos, pueden hacerlo en el mercado secundario para sus títulos o comprarlos directamente a los administradores del fondo, pero el precio puede descender ante aumentos en las tasas de interés. Cuando vencen los bonos de la cartera en fideicomiso, los inversionistas reciben el pago del principal. Algunos fideicomisos permiten la reinversión de rendimientos.

- Fondos administrados. Esta categoría incluye fondos abiertos y cerrados. Los primeros, pueden emitir acciones dependiendo de la demanda de sus productos y la oferta de inversiones adecuadas. Aceptan nuevos inversionistas y la cartera puede incrementarse de manera indefinida a discreción del administrador.

Los fondos cerrados, al igual que los fideicomisos unitarios, ofrecen a los inversionistas un número fijo de títulos e invierten los ingresos obtenidos en una cartera de bonos. Algunos de ellos cotizan en las bolsas.

Ambos tipos de fondos pueden comprar y vender los bonos de la cartera tan frecuentemente como les parezca necesario. Su objetivo es generar el rendimiento más alto posible. El valor de los activos de los fondos se define en

⁴ Cuando el rendimiento antes de impuestos de los bonos en general, es similar al de los bonos municipales, la deducción de impuestos dará como resultado un rendimiento neto mayor para los segundos debido a la exención de que disfrutan.

función de los precios de los valores en la cartera, los que, a su vez, dependen de los movimientos en las tasas de interés.

Los fondos administrados pueden especializarse en diversos tipos de bonos municipales. Aquéllos que se dedican a valores de corto plazo, ofrecen mayor liquidez; otros, con visión de largo plazo, pueden centrarse en los rendimientos o en la seguridad de la inversión.

- Fondos de mercado de dinero. Estos fondos invierten en valores que les permitan estructurar una cartera con una vigencia promedio de 270 días o menos, pudiendo llegar a ser de 360 días. En general, tienen como objetivo proporcionar liquidez a corto plazo, además de la ventaja de la exención de impuestos.

B. Bancos comerciales

A principios de los 1970's, los bancos comerciales llegaron a constituir más del 50% del mercado de bonos municipales, lo cual suele explicarse en función del tratamiento fiscal de esa inversión que les permita reducir sus costos de fondo. Gran parte de la inversión bancaria se realizaba en valores municipales de corto plazo, lo que era congruente con las características de sus pasivos (generalmente también de corto plazo).

El carácter descentralizado del sistema bancario comercial de Estados Unidos, también era congruente con la naturaleza descentralizada de los bonos municipales. Aún los bancos más pequeños mantenían carteras importantes de bonos municipales, frecuentemente emitidos por los gobiernos locales de su área de servicio. La inversión de estos bancos hizo factible la colocación de valores de gobiernos de localidades muy pequeñas.

Entre los factores que contribuyeron a reducir la participación de los bancos comerciales entre los 1970's y los 1980's pueden mencionarse los siguientes:

- La utilización por los bancos más grandes de nuevas alternativas para reducir impuestos, incluyendo una mayor participación en el arrendamiento de equipo, y el acceso a créditos fiscales en el exterior.
- Las restricciones impuestas a los bancos para acceder a las exenciones en bonos municipales, permitiendo únicamente la exención para los emisores más pequeños (con emisiones menores a 10 millones de dólares anuales), y a la cartera ya existente de bonos municipales.
- La baja en utilidades o, en algunos casos, las pérdidas de los bancos norteamericanos asociadas con la cancelación de la deuda de países subdesarrollados y la cartera vencida en préstamos hipotecarios en Estados

Unidos, dió como resultado que los bancos dispusieran de pocos ingresos sujetos a impuestos, lo que restó atractivo a la exención de los bonos municipales.

En general, se considera poco probable que la banca comercial retome su papel como inversionista importante, considerándose más factible que continúe participando como vendedor, tratando de reducir su cartera de bonos municipales.

C. Aseguradoras por siniestros:

Los objetivos de inversión y las elevadas tasas de impuestos han estimulado a las empresas aseguradoras de propiedades y por siniestros, a invertir en bonos municipales. Estas empresas requieren mantener una parte importante de sus ingresos como reserva para el pago de seguros.

En la mayor parte de los estados, la inversión de esas reservas está sujeta a algunas restricciones, por ejemplo, la tenencia de acciones comunes no puede superar el 10% de los activos de este tipo de aseguradoras. Adicionalmente, y a diferencia de las aseguradoras de vida que disponen de algunas exenciones fiscales, los ingresos provenientes de la inversión de las reservas de aseguradoras por siniestros están sujetos a impuestos, por lo que la adquisición de valores municipales resulta muy atractiva.

Las aseguradoras por siniestros constituyen un segmento importante de inversionistas para valores de riesgo proyecto a largo plazo, muchas de ellas cuentan con su propio departamento de análisis por lo que la calificación oficial de los valores influye menos en sus decisiones que en otros inversionistas, y muchas de ellas están dispuestas a sacrificar cierta calidad de crédito a cambio de mayores rendimientos.

A pesar de lo anterior, el comportamiento de estas empresas suele ser errático, variando en función del desempeño de sus utilidades. A principios de los 1980's, las pérdidas del sector redujeron su inversión en valores exentos de impuestos. La recuperación de sus ingresos a fines de esa década se tradujo en mayores inversiones. Por otro lado, algunas disposiciones fiscales han reducido la exención implícita en los bonos municipales para las aseguradoras.

Tradicionalmente, las aseguradoras por siniestros solían ser inversionistas de largo plazo, pero en los últimos años se han empezado a negociar activamente en el mercado, para beneficiarse de la volatilidad del mismo. La posibilidad de negociar activamente grandes bloques de valores en un mercado con pocos inversionistas institucionales ha hecho de estas aseguradoras, al lado de los mayores fondos de inversión, los inversionistas más poderosos en el mercado de bonos municipales.

D. Elementos de rendimiento y riesgo

Un factor importante en las decisiones de inversión en el mercado de valores es la relación riesgo/rendimiento. En el caso particular de los valores municipales, las características con mayor influencia en los precios y por lo tanto, en los rendimientos, son las siguientes:

- **Diferencias en calificación de crédito (diferenciales por calidad)**. Los diferenciales por calidad, suelen expandirse en periodos recesivos y contraerse en épocas de prosperidad económica. Otro factor que puede incidir en el diferencial, es un exceso temporal de emisiones en determinado sector del mercado. Por ejemplo: un volumen significativo de nuevas emisiones de obligaciones generales de alta calidad, realizadas por gobiernos estatales, puede reducir el diferencial entre los bonos de ingreso de mayor y menor calificación.

En un ambiente de debilidad del mercado, los bonos de mayor calificación pueden acceder más fácilmente al mismo, que los valores con menor calificación. Por lo tanto, se observa frecuentemente que los bonos de calificación alta inundan a mercados débiles, al mismo tiempo que se observa una escasez relativa de emisiones de bonos municipales de calificación media y baja.

Las consideraciones anteriores dan una indicación del comportamiento de la demanda de bonos bajo circunstancias determinadas, y contribuyen a definir el momento oportuno para salir al mercado. Por ejemplo, para una emisora cuyos títulos han obtenido menor calificación, el colocar en momentos recesivos implicará obtener financiamiento a costos más elevados; y si el mercado se encuentra muy debilitado, es probable que las deficiencias en la demanda hagan poco viable una colocación.

- **Diferencias en los mercados estatal y nacional**. Los bonos de emisores municipales ubicados en ciertos estados, generan rendimientos considerablemente menores a los de valores con idéntica calidad de crédito emitidos por estados que cotizan a nivel nacional. Ello se debe, entre otras cosas, a que la exención otorgada por diversos gobiernos estatales suele limitarse a las emisiones del mismo estado; manteniendo el gravamen para los títulos emitidos por otros estados.
- **Diferencias en los plazos de vencimiento**. En el mercado de bonos municipales, los títulos a largo plazo generalmente ofrecen rendimientos más altos que los de corto y mediano plazo.

Los riesgos de los bonos municipales son similares a los de los bonos corporativos, con la particularidad de que implican un riesgo adicional: el "riesgo fiscal". Este último puede presentarse en dos situaciones: la primera de ellas se asocia con reducciones en la tasa de impuestos federales sobre la renta: a mayores tasas de impuestos marginales, el mercado asigna un mayor valor a la característica de exención de los títulos; conforme desciende la tasa marginal, el precio de un valor municipal exento se reducirá. Cuando en 1986, se propuso reducir las tasas marginales de impuestos, los bonos municipales exentos empezaron a negociarse a precios más bajos.

El segundo tipo de riesgo fiscal es que un bono municipal emitido como exento pueda ser declarado eventualmente como sujeto a impuestos por el *Internal Revenue Service* (IRS), la entidad responsable de los asuntos impositivos del gobierno norteamericano. Si esto sucede, el bono perderá valor, y su rendimiento será poco competitivo frente al de bonos sujetos a impuestos con características similares.

10. Regulación

El Congreso ha eximido específicamente a los valores municipales de los requisitos de registro de la Ley de Valores de 1933, así como de los requisitos de entrega periódica de información de la Ley de Negociación de Valores de 1934. Sin embargo, las cláusulas antifraude son aplicables a las ofertas y a la negociación de valores municipales.

Asimismo, se han establecido reglas específicas para su operación, en cuya elaboración, supervisión y vigilancia participa activamente un organismo autorregulado especial, el Consejo de Reglamentación de Valores Municipales (*Municipal Securities Rulemaking Board*).

Las razones de la exención parecen vincularse con:

- La ausencia de abusos recurrentes en transacciones con valores municipales
- El mayor nivel de sofisticación de los inversionistas en este segmento del mercado
- Históricamente ha habido pocos casos de incumplimiento de valores municipales

Entre los 1930's (época de la expedición de la legislación mencionada) y los 1960's, el mercado de valores municipales estuvo relativamente libre de regulación federal; sin embargo, a principios de los 1970's, las circunstancias cambiaron.

Conforme los ingresos personales se elevaron, los inversionistas individuales incrementaron su participación en el mercado de valores municipales, aumentando la preocupación pública sobre las prácticas de venta.

Lo anterior se vió agudizado por los problemas financieros de algunos emisores municipales, especialmente la Ciudad de Nueva York, creando conciencia entre los participantes del mercado de que los emisores municipales pueden experimentar dificultades financieras cercanas a la bancarrota.

En 1975, el Congreso aprobó una enmienda a la Ley de Valores para hacer más estricta la regulación federal en el mercado de valores municipales. Ello ubicó a los agentes e intermediarios, incluyendo a bancos que participan en la colocación y negociación de valores municipales, bajo la jurisdicción de la Ley de Negociación de Valores de 1934.

La legislación también ordenó a la SEC a establecer el Consejo de Reglamentación de Valores Municipales (MSRB), constituido por 15 miembros y con carácter de agencia independiente y autorregulada. Su responsabilidad básica es elaborar reglas relativas a las actividades de bancos, agentes e intermediarios en valores municipales. Las reglas emitidas por este Consejo, deben ser aprobadas por la SEC.

Cabe mencionar que el MSRB no tiene atribuciones para realizar tareas de inspección ni para hacer cumplir la Ley. Esa facultad está reservada para la SEC, la NASD, y ciertas agencias regulatorias bancarias, como el Banco de la Reserva Federal.

Las enmiendas de 1975 a la Ley de Valores, no exigen a los municipios cumplir con los requisitos de registro o de reporte periódico de la Ley de 1934. A pesar de ello, los colocadores empezaron a insistir sobre una mayor divulgación, conforme la SEC empezó a aplicar de manera más estricta las disposiciones antifraude.

Adicionalmente, los colocadores han reconocido la necesidad de mejorar la divulgación como medio para mejorar las ventas de valores municipales a un público inversionista cada vez más preocupado del riesgo de crédito de los emisores municipales.

IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. La problemática actual de los municipios y la iniciativa privada en la prestación de servicios en México

Las reformas constitucionales de 1983, transfirieron a los municipios la responsabilidad de suministrar un conjunto de servicios específicos, al considerar que su estrecho contacto con las comunidades les facilitaría la identificación de sus necesidades y prioridades.

La prestación adecuada de estos servicios puede implicar la construcción y/o modernización de obras de infraestructura, lo que suele requerir de inversiones importantes, con periodos de maduración largos y, frecuentemente, en áreas con tecnología especializada.

En el cumplimiento de esas funciones, los ayuntamientos enfrentan problemas como los siguientes:

- La brevedad del periodo de gestión, de tres años sin posibilidades de reelección, reduce su capacidad para establecer políticas y compromisos de largo plazo, creando dificultades para la planeación de obras de infraestructura e inhibiendo la profesionalización de los empleados a cargo de los servicios.
- Las características del contrato de obra pública tradicional, inducen al municipio a hacerse cargo de actividades que requieren de conocimientos especializados, como pueden ser: la elaboración del presupuesto, la obtención del financiamiento, la selección del proyecto y la supervisión y dirección de las obras, entre otros. Ello requiere de personal profesional, del que no siempre disponen los municipios y cuya formación y retención se ve restringida por razones presupuestales y/o de cambio de administración.
- Las fuentes de ingresos disponibles para los ayuntamientos (transferencias federales, contribuciones sobre la propiedad inmobiliaria, e ingresos derivados de la prestación de servicios públicos) suelen estar sujetas a procedimientos de distribución y/o determinación que provocan impredecibilidad e insuficiencia en el flujo de recursos, lo que dificulta la planeación y el desarrollo de la infraestructura necesaria para proporcionar adecuadamente los servicios.

En el caso de las transferencias federales, la utilización de criterios variables en la definición anual de los montos y plazos en que serán distribuidas crea incertidumbre en cuanto a la disponibilidad de recursos; en tanto que las deficiencias en los procedimientos de valuación y cobranza de impuestos prediales y de traslación de dominio, así como en las tarifas por servicios, suelen reducir los montos de recaudación.

- La falta de predecibilidad de los ingresos municipales, restringe también las posibilidades de los municipios para acceder a los mercados de deuda, toda vez que les impide disponer de un flujo estable de recursos que asegure el pago de la misma. A ello habría que agregar las restricciones legales al endeudamiento de ayuntamientos y gobiernos estatales ¹, tales como la prohibición de contratar deuda en moneda extranjera con acreditantes que no sean mexicanos; así como las disposiciones estatales que determinan las bases y montos de los empréstitos.
- La legislación actual ofrece a estados y municipios, la posibilidad de utilizar sus participaciones en ingresos federales, como garantía de pago de sus obligaciones. No obstante, el proceso de registro para tener acceso a ella suele ser largo y existe incertidumbre entre los acreditantes en relación a la disponibilidad y ejecución de las garantías.

La participación de la iniciativa privada puede contribuir a aminorar las cargas administrativas y los requerimientos de endeudamiento de estados y municipios en la prestación de servicios públicos, sin embargo, se encuentra restringida por factores como los siguientes:

- La incertidumbre en cuanto a la continuidad de los proyectos, asociada con los cambios trienales de gobierno en los municipios, así como el derecho de los mismos a suspender al concesionario por cualquier motivo que considere justificado con el requisito único de notificar al concesionario con 10 días de anticipación, es un factor que reduce el interés de los inversionistas potenciales.
- Desde el punto de vista de los municipios, el otorgamiento de concesiones puede ser desalentado por: la falta de reconocimiento de sus limitaciones para prestar el servicio y del costo real de suministrarlo; la falta de apoyo en otros niveles de gobierno, así como la existencia de intereses creados en la prestación de algunos servicios; entre otros.
- Las disposiciones estatales en materia de concesiones presentan una gran heterogeneidad en cuanto a las características de los títulos de concesión (tipo de servicios concesionables, procedimientos de concurso y plazos de vigencia, entre otros) ², lo que se traduce en una heterogeneidad en las posibilidades de desarrollo de los servicios en las diversas entidades del país.

¹ Incluyendo a sus organismos descentralizados, sus empresas de participación mayoritaria y fideicomisos públicos.

² En cuanto a la inversión extranjera, las leyes orgánicas municipales suelen incorporar el requisito de que los concesionarios sean mexicanos o sean una sociedad constituida conforme a las leyes mexicanas.

2. La experiencia internacional y su posibilidad de adecuación al caso de México

El análisis del mercado de bonos municipales en Estados Unidos indica que la emisión de valores por parte de los gobiernos locales, puede ser utilizada para financiar proyectos vinculados con servicios públicos de tipo muy diverso, incluyendo tanto a aquéllos que se ofrecen en forma general y sin cargo para el usuario (por ejemplo, la educación pública a nivel elemental), como a aquéllos que requieren del pago de tarifas o derechos (como puede ser el agua).

Esta diferenciación influye en el tipo de garantía utilizada para el pago del servicio de la deuda, dando lugar a la clasificación de esos valores en dos grandes categorías, con estructuras y características distintas: los bonos de obligación general, garantizados por la capacidad del emisor para establecer y cobrar impuestos; y los bonos riesgo proyecto, respaldados por los ingresos generados durante la operación del proyecto a financiar.

Al interior de cada una de esas categorías existe una gran variedad de instrumentos, garantizados por diversos tipos de activos. En los bonos de obligación general las garantías pueden incluir: el total de impuestos y activos del gobierno estatal; un grupo específico de impuestos, como el de gasolina o de cuartos de hotel; transferencias federales y/o estatales; o algunos activos en particular, como determinados inmuebles propiedad del gobierno emisor.

Los bonos riesgo proyecto, por su parte, suelen ser instrumentos únicos, diseñados para responder a las necesidades específicas de cada proyecto, e incluyen, además de las obras públicas, a algunos proyectos de carácter social y de desarrollo económico, llevados a cabo por instituciones privadas. Su estructura y características suelen ser definidas en un documento base denominado *trust indenture*.

A. Características fundamentales de los valores de gobiernos locales

El término "bonos municipales", incluye a un conjunto de valores, a diversos plazos, emitidos por los gobiernos locales y sus entidades, con características que los distinguen de los valores corporativos. A continuación se enumeran aquellas consideradas como las más importantes, comentando la posibilidad de adaptarlas al caso de México:

- Los rendimientos que estos bonos otorgan al inversionista, están exentos de impuestos. Para el emisor esta característica se traduce en un subsidio fiscal, que le permite endeudarse con menores costos por pago de intereses.

En México, los intereses generados por los instrumentos de deuda están exentos de impuestos si el tenedor es una persona física y el vencimiento de los

valores es superior a un año. El ampliar la exención fiscal a instituciones financieras, así como a algunos inversionistas institucionales, podría acrecentar el número de inversionistas potenciales para estos valores. No obstante, esta opción parece ser poco viable en un contexto de disciplina fiscal, aunque podría considerarse en el mediano plazo.

- Pago periódico del principal, además de los intereses. Los recursos para el pago de la deuda se depositan en un fondo, que se responsabiliza de realizar las amortizaciones anuales. De esa manera se reduce el riesgo de incumplimiento y se asegura el pago de la deuda durante la vida útil de la obra o proyecto a financiar, lo que se considera una práctica financiera sana.

Este procedimiento podría aplicarse al caso de México, donde la práctica usual es el pago periódico de intereses y la amortización del principal al vencimiento, lo cual tendría la ventaja adicional de hacer más atractiva la inversión a largo plazo. Cabe notar, sin embargo, que una emisión con vencimientos de este tipo puede resultar más difícil de administrar, por ser operada en el mercado como si se tratara de un gran número de emisiones pequeñas, con fechas de vencimiento distintas, lo que puede reducir su liquidez en el mercado secundario.

- Los bonos municipales suelen ser nominativos, sus tenedores son registrados en el fideicomiso responsable de la emisión (a su propio nombre o el del intermediario que maneja su cuenta). Este requisito se estableció en función de que los bonos al portador fueron utilizados, en ocasiones, para ocultar ingresos irregulares. La tenencia de valores en México suele registrarse a nombre del intermediario, por lo que no sería necesario realizar modificaciones.

B. Particularidades del caso de México

Además de las características mencionadas, para establecer las condiciones básicas que requiere una emisión de títulos de deuda, se requiere: considerar la capacidad de endeudamiento de los emisores potenciales (gobiernos estatales y municipales, así como las entidades que dependen de ellos). Al respecto, conviene mencionar que la legislación estatal de las 11 entidades federativas que cuentan con una ley en materia de deuda pública³, permite a los gobiernos locales emitir títulos de deuda pagaderos en moneda nacional y dentro del territorio mexicano y, en algunos casos, contratar empréstitos cuyo vencimiento rebase el periodo de gestión de la administración contratante.

³ Baja California, Durango, Guanajuato, Guerrero, México, Michoacán, Querétaro, Quintana Roo, San Luis Potosí, Tabasco y Veracruz.

Por su parte, de acuerdo con la Ley General de Deuda Pública, el Departamento del Distrito Federal puede contratar financiamientos internos a través de fideicomisos en los que actúe como fideicomitente, bastando la autorización de sus órganos de gobierno ⁴.

Como se mencionó en la primera parte de este documento, la capacidad de contratación de deuda de los gobiernos locales se encuentra limitada por:

- Factores financieros, en particular la dificultad para asegurar un flujo estable y predecible en los ingresos fiscales. Este problema es de tipo general, y puede ser solucionado seleccionando un conjunto específico de ingresos con estabilidad demostrada, como pueden ser ciertos impuestos en zonas determinadas, por ejemplo el pago de predial en colonias o municipios específicos; o los Ingresos por derechos de ciertos servicios (agua, alcantarillado).
- Restricciones legales al endeudamiento con el exterior. Los gobiernos locales únicamente pueden contratar deuda en moneda nacional y con acreditantes mexicanos ⁵. Sin embargo, en el caso especial del Departamento del Distrito Federal (DDF), la Ley General de Deuda Pública permite la contratación de financiamientos externos a través de fideicomisos ⁶; y previa autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- Restricciones legales al financiamiento de proyectos que no generan ingresos. El endeudamiento público sólo está permitido para realizar inversiones públicas productivas (incluyendo prestación de servicios públicos), siempre que en forma directa o indirecta sean redituables para las entidades federativas o los municipios ⁷. En el caso del DDF, el financiamiento sólo es permitido

⁴ Artículos 6° y 17 de la citada Ley. Sin embargo, existe confusión entre estas disposiciones y el Artículo 4° de la misma Ley, donde se establece que "corresponde al Ejecutivo Federal, por conducto de la SHCP, emitir valores y contratar empréstitos para fines de inversión pública productiva, para canje o refinanciamiento de obligaciones del Erario Federal o con propósitos de regulación monetaria".

⁵ La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos especifica en su Artículo 117, Fracción VIII: Los estados no pueden, en ningún caso contraer directa o indirectamente obligaciones o empréstitos con gobiernos de otras naciones, con sociedades o particulares extranjeros, o cuando deban pagarse en moneda extranjera o fuera del territorio nacional.

⁶ La contratación de deuda pública es permitida para fideicomisos en los que el DDF actúe como fideicomitente, y que no estén comprendidos en los presupuestos de Egresos de la Federación y del Distrito Federal.

⁷ Esta definición está contenida en el Reglamento en Materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios. La definición de la Constitución es menos específica, en el Artículo 117, Fracción VIII, señala: "Los Estados y los Municipios no podrán contraer obligaciones o empréstitos sino cuando se destinen a inversiones públicas productivas, inclusive los que contraigan organismos descentralizados y empresas públicas, conforme a las bases que establezcan las legislaturas en una ley y por los conceptos y hasta por los montos que las mismas fijen anualmente en los respectivos presupuestos. Los ejecutivos informarán de su ejercicio al rendir la cuenta pública "

tratándose de proyectos que produzcan los recursos suficientes para su amortización y las obligaciones que se asuman⁶.

Lo anterior significa que, dependiendo de la legislación estatal y su interpretación de inversión redituable, la capacidad de emitir bonos para financiar la infraestructura de servicios no sujetos a derechos o tarifas puede estar totalmente restringida. En una entidad con legislación más flexible, pudiera argumentarse que la construcción de infraestructura es redituable de manera indirecta, al incrementar los activos de la entidad, así como al incrementar la actividad económica generada por la obra misma (lo que se traduce en mayores impuestos). Ello, sin embargo, tendría que ser analizado caso por caso.

Otro elemento importante, es que una gran proporción de los emisores de bonos municipales en Estados Unidos, son entidades con antecedentes crediticios sólidos. En la instrumentación de este tipo de valores en México, es necesario prestar una atención especial al desarrollo y consolidación de la confianza de los inversionistas en la solvencia de los emisores, por lo que adquiere especial importancia el incorporar características de seguridad a la estructura de los valores, y, en particular, a los activos utilizados como garantía de pago.

3. Propuesta de instrumentación de bonos de gobiernos locales

A. Aspectos generales

Para solucionar el rezago en la prestación de servicios municipales será necesario poner en marcha una estrategia integral que considere simultáneamente diversos aspectos. Entre ellos, destaca la necesidad de realizar modificaciones legales y administrativas que creen un entorno más favorable para los municipios, fortaleciendo su autonomía frente a las normas estatales y federales, particularmente en materia fiscal, de deuda pública, de bienes de dominio público, de presupuesto, contabilidad y gasto, entre otros, contribuyendo a aumentar o hacer más predecibles los flujos de recursos asignados a los municipios.

Por otro lado, sería conveniente contar con un inventario o catastro a nivel estatal y municipal, donde se definieran las necesidades de cada comunidad así como el tipo de obras requeridas y que se estimara la magnitud de los recursos financieros para su construcción. Asimismo, habría que distinguir entre las obras autofinanciables, en las que podría participar la iniciativa privada; y las obras sociales, que requerirán de subsidios, estatales y/o federales. En el caso de las primeras, y en materia de concesiones, se podría sugerir transferir la responsabilidad de autorización del gobierno estatal al municipal a efecto de agilizar el procedimiento.

⁶ Ley General de Deuda Pública.

Tomando en cuenta los tiempos requeridos por las modificaciones legales, la gran heterogeneidad en las leyes locales, así como el periodo necesario para la elaboración de un inventario de esa magnitud, se sugiere que, en un inicio, la emisión de bonos por parte de los gobiernos locales se lleve a cabo de la forma siguiente:

- Poner en marcha un proyecto piloto en el que se utilice como criterio de selección la presencia de un marco legal favorable al desarrollo de los servicios municipales, al respecto pueden considerarse aquellos estados donde se definan con mayor precisión los criterios de distribución de participaciones federales (Leyes de Coordinación Fiscal), así como de endeudamiento público; y que además muestren una mayor flexibilidad en materia de servicios concesionables.
- Con el propósito de asegurar la continuidad de los proyectos, podría considerarse la firma de un contrato que incorpore el compromiso expreso del municipio, firmado ante notario, de respetar la continuidad de la obra y las condiciones establecidas, aún con la entrada de un nuevo municipio.
- A fin de solucionar los problemas derivados de los techos presupuestales, así como la incertidumbre en cuanto a los montos y plazos de los flujos de participaciones federales, se sugiere la creación de un fideicomiso, con capacidad para emitir títulos de deuda y en el que, dependiendo del proyecto, puedan participar uno o más municipios. El fideicomiso mencionado sería responsable de hacer cumplir las obligaciones de pago correspondientes y tendría capacidad para obtener las garantías necesarias.

El monto de los recursos requeridos para la ampliación de infraestructura ⁹, en un contexto de restricción presupuestal, hace necesario incorporar acciones de estímulo a la participación del sector privado, nacional y extranjero. Sin embargo, sería conveniente que los municipios contaran con un conjunto de criterios y lineamientos para definir y analizar aspectos como los siguientes:

- a) Evaluación de los beneficios de la participación privada en proyectos específicos. Los criterios a aplicar incluyen:

⁹ De acuerdo con estudios de la Secretaría de Comunicaciones y Transportes. "México requerirá 34 mil millones de dólares para cumplir con los planes o proyectos firmados en relación a caminos, aeropuertos, puertos y ferrocarriles para el año 2013... Si se pretende resolver los problemas de infraestructura en cada una de las entidades federativas, los requerimientos de capital serán mucho más elevados. Aún cuando no se conocen estimaciones precisas, se sabe que son muy grandes". Citado en el Memorandum del Foro Global México/Estados Unidos de Aspen, 13 de octubre de 1994

- **Aspectos Económicos:** Comparación de los costos si el servicio es proporcionado por el municipio vs. la prestación por parte de una empresa privada; recursos disponibles para la prestación del servicio; estructura de precios que tome en cuenta, además de los costos, la estructura de mercado en la prestación de ese servicio en particular (monopolio, competencia, servicios que pueden sustituirlo); situación financiera del desarrollador o concesionario; requerimientos de fondos para capacitación, traslado y/o liquidación de personal, en su caso.
 - **Aspectos Técnicos:** Utilización de equipos y/o técnicas adecuadas; planes viables para la implantación de servicios (estimaciones realistas de adquisición, montaje y traslado de equipos, capacitación de personal, pruebas y puesta en marcha); cumplimiento con normatividad ecológica y efectos en el medio ambiente; y, mecanismos de cobro a utilizar (por la autoridad o por la empresa).
 - **Características del Contrato:** Viabilidad del proyecto en el largo plazo; entidades participantes (garantías, nivel de compromiso); antecedentes (probablemente no los haya). Al diseñar el contrato, será conveniente incorporar desde un principio cláusulas donde se establezcan: procedimientos a seguir en caso de incumplimiento por alguna de las partes firmantes; quién se responsabiliza por el municipio (avales, etc.); quién asume la responsabilidad para solucionar problemas sociales que se presenten; compromisos de los firmantes al término de la concesión; procedimiento para la determinación y actualización de tarifas (véase Anexo II); mecanismos de cobro; criterios aplicables en caso de variación de volúmenes producidos; y posibilidad de expansión en la prestación del servicio a otros municipios, entre otros.
- b) Establecer pautas y lineamientos sobre las características básicas de los títulos de concesión en los que se indiquen los parámetros adecuados por tipo de proyecto y se reduzca el margen de discrecionalidad de los municipios, acotándolo a los límites adecuados a las características técnicas y económicas del tipo de proyecto. Dichos lineamientos incorporarían aspectos como: formas de adjudicación; contraprestaciones; formas de garantizar la permanencia, continuidad y calidad del servicio público, así como daños a terceros; plazos; prórroga(s); facultades del concedente que le permitan intervenir el servicio concesionado en casos específicos; causas de terminación de la concesión; y medios de defensa del concesionario frente a la autoridad concedente, entre otros.
- c) Estimular el uso de procedimientos competitivos y transparentes en la adjudicación de las obras de infraestructura, que propicien la diversificación de alternativas para el municipio y faciliten la atracción de un

gran número de empresas a las convocatorias. Con ese propósito, podrían incorporarse los siguientes elementos a los procedimientos utilizados:

Licitación. Definir con claridad y desde la etapa de la convocatoria, el alcance de los servicios que se van a ofrecer; datos precisos y completos en relación a la propuesta que deben presentar los contratistas interesados; y establecer con anticipación los montos y naturaleza de los recursos económicos para llevar a cabo el proyecto.

Concurso. Organizar el concurso sobre bases sólidas, con personal calificado para evaluar las propuestas, previendo periodos de tiempo realistas entre la convocatoria y la fecha de presentación de posturas, así como para su evaluación; y definir el tipo de empresas participantes (vendedoras de equipo, prestadoras de servicio).

Proyecto. Requerir a los concursantes presentar un proyecto ejecutivo definido en todos sus aspectos, tales como especificaciones y cuantificaciones de la obra física y programa presupuestal; considerar desde un principio las posibles desviaciones en los costos y precios previstos; así como establecer límites al grado de apalancamiento, incluyendo los pasivos bursátiles.

Legales. Verificar con anticipación el cumplimiento de los requisitos legales correspondientes, por ejemplo, el que la Ley Orgánica Municipal contemple la contratación de servicios y que se cuente con la autorización del Congreso del Estado; que el procedimiento cumpla con las disposiciones aplicables de la Ley de Obra Pública; y definir si el pago de los servicios será realizado por autoridades o por usuarios.

d) Criterios para la selección de las empresas concursantes:

Aspectos técnicos. Que cuenten o tengan acceso a apoyos tecnológicos que les permitan formular soluciones viables y realistas; experiencia en el tipo de proyectos a realizar.

Aspectos económico-financieros. Desde el punto de vista del municipio será conveniente atraer empresas sólidas, con capacidad para contratar créditos en los montos requeridos o para obtener capital. Desde el punto de vista de la empresa, se tomarán en cuenta los tiempos de recuperación de inversiones y los rendimientos de los mismos, en función de las características del proyecto.

Garantías. Para asegurar que el proyecto llegue a buen término, sin interrupciones innecesarias, suele ser conveniente establecer garantías para dar seguridad a las partes firmantes del contrato, como puede ser el

prever contraprestaciones, en caso de falta de pago por parte del municipio o de los usuarios; procedimientos en caso de incumplimiento por el contratista, como puede ser la fianza de la empresa; medios y procedimientos para la ejecución de las garantías; capacidad de permanencia de la empresa para asegurar el éxito del servicio; prever procedimientos aplicables o salidas para la empresa en caso de desviación en las obligaciones del municipio.

B. Obtención de recursos

i. Mercado de valores

La construcción de obras de infraestructura requiere de medios de financiamiento capaces de movilizar, de manera eficiente, flujos de fondos de gran magnitud. En este sentido, el mercado de valores se presenta como una opción viable para proyectos bien estructurados, que presenten una relación riesgo rendimiento atractiva para los inversionistas.

El desarrollo de un mercado eficiente de valores de gobiernos locales, accesible a la mayor parte de las comunidades del país, sugiere el diseño e instrumentación de diversos tipos de valores, adecuados a la realidad mexicana y a los que tengan acceso aquellas entidades capaces de ofrecer garantías sólidas a la deuda emitida y cuya legislación sea congruente con el financiamiento bursátil. Entre ellos se sugiere los siguientes:

a) Instrumentación de valores respaldados por impuestos u otros activos del gobierno local

Se propone crear la alternativa de financiar la infraestructura de servicios que no generan ingresos mediante la emisión de valores, respaldados por impuestos específicos, por determinados activos (básicamente inmuebles), o bien por transferencias federales o estatales.

En la etapa de arranque, los emisores potenciales serían los gobiernos estatales y municipales que dispongan de un flujo estable de ingresos para el pago de la deuda; y cuya legislación estatal permita el financiamiento de proyectos indirectamente redituables (mediante la Ley de Deuda Pública o decreto específico, según el caso).

Los **requerimientos** generales serían:

- Compromiso, por parte del gobierno emisor, de continuar pagando el servicio de la deuda hasta su vencimiento, independientemente de los cambios de administración. Este compromiso requiere ser incorporado

en algún documento de carácter legal que permita obligar al deudor al pago de su deuda.

- Previamente a la emisión, deberá elaborarse un prospecto donde se especifique el destino de los fondos, y proporcionar información periódica a los inversionistas en relación al uso de los mismos.
- Al igual que los títulos de deuda corporativos, es recomendable que los valores de gobiernos locales estén sujetos a calificación.

En cuanto a las **garantías** de los bonos de obligación general, se proponen los siguientes requerimientos:

- Creación de un fideicomiso que administre las garantías, y realice los pagos a los tenedores de los valores.
- Es necesario contar con datos históricos sobre la recaudación de los ingresos que vayan a ser utilizados como garantía, prestando especial atención a la predecibilidad de los flujos de ingreso (si éstos son estacionales, será necesario hacerlos coincidir con los periodos de pago del servicio de la deuda).
- Los activos en garantía deben generar un flujo de ingresos estable y predecible que permita estimar con un mínimo de precisión el monto de los préstamos que pueden ser asegurados con los mismos. En general, el valor de los activos en garantía deberá ser mayor, en cierta proporción, a los recursos requeridos para el pago de la deuda. Por ejemplo, dependiendo de las fluctuaciones en el cobro de impuestos, se puede establecer una relación de 1.5 a 1.0.
- En el caso especial de los bonos que constituyen una variante del arrendamiento financiero (rearrendamiento, ciertos tipos de CPI's), es necesario que el emisor asegure, hasta la fecha de vencimiento de los valores emitidos, que exista una partida presupuestal para el pago de las rentas que serán utilizadas para el servicio de la deuda.

Los valores a instrumentar podrían ser los que se mencionan a continuación:

- **Bonos de impuestos limitados.** Son títulos de deuda respaldados por los ingresos derivados de un impuesto específico. La práctica usual es utilizar estos recursos en proyectos que beneficien a la población que paga ese impuesto. Por ejemplo, el predial de una zona de la ciudad puede ser utilizado para financiar servicios que beneficien a los

habitantes de la misma, como pueden ser: iluminación, pavimentación, seguridad, o incluso drenaje.

Si los recursos son suficientes y existe la posibilidad de obtener economías de escala, puede financiarse también alguno de esos servicios en zonas marginadas aledañas; ello beneficiaría indirectamente a los contribuyentes, toda vez que al estar rodeados de colonias en mejores condiciones, crea mayor seguridad y eleva el valor de los predios que generaron los impuestos.

Para definir el monto de endeudamiento que puede obtenerse con esta garantía, es conveniente contar con una serie histórica de las cobranzas de ese impuesto, considerando la estacionalidad y otras fluctuaciones observadas, así como los ingresos promedio.

Entre las ventajas que ofrece el financiamiento a través de estos bonos se encuentran: el propiciar una mayor transparencia en el uso de los recursos fiscales; y el utilizar impuestos ya existentes, sin necesidad de crear impuestos adicionales.

- **Certificados de participación.** Este instrumento sería una combinación de arrendamiento financiero y de los CPI's que existen en México. Consistiría en la creación de un fideicomiso que emita certificados, construya la obra y la dé en arrendamiento al gobierno. Al final el municipio o gobierno estatal podría comprar la obra a un precio simbólico.

El pago a los inversionistas estaría asegurado por la obra a construir, y los certificados serían pagados con las rentas cobradas. Es conveniente que en el contrato con el fideicomiso, el emisor se obligue a utilizar el bien arrendado para el suministro del servicio, sin sustituirlo por otras propiedades.

La amortización de los certificados podría realizarse con dos variantes: estableciendo un periodo de gracia para el pago del principal; y pagando intereses en forma periódica (por ejemplo, trimestral o semestralmente). Esta opción requiere ser complementada con algún mecanismo que permita sufragar o evitar el pago de intereses durante el periodo de construcción, como pueden ser un crédito puente o un proyecto "llave en mano".

Otra opción, que sería una variante de los bonos cupón cero, sería realizar la amortización del principal e intereses en un solo pago al final del plazo de la emisión, recapitalizando los intereses. En este caso, las rentas pagadas podrían ser depositadas en un fondo para la compra de

una cartera de valores de bajo riesgo (por ejemplo: valores del gobierno federal) que permitan obtener intereses y contribuyan al pago de la deuda.

En ambas modalidades, una vez que el proyecto se encuentra en operación, el emisor deberá asegurar que cuenta con las partidas presupuestales necesarias para el pago del arrendamiento.

- **Rearrendamiento (*leaseback*).** El gobierno vende un inmueble ya existente a un fideicomiso, que emite bonos con esa garantía y arrienda la instalación al gobierno. Ello permite liberar recursos para otros proyectos de interés general para la comunidad.

Al igual que en el caso anterior, se requiere asegurar la disponibilidad de una partida presupuestal para el pago del arrendamiento durante el periodo de vigencia de los valores. Con fines de disciplina fiscal, se puede establecer el requerimiento de que este esquema sea utilizado para financiar proyectos que impliquen la creación de infraestructura, y sujetar el destino de los fondos a una vigilancia estricta, de otro modo se estarían comprometiendo recursos futuros a objetivos poco claros.

- **Bonos con intercepción de ayuda federal o estatal.** Estos bonos contarían con una doble garantía, la primera de ellas podría estar constituida por impuestos, los ingresos del proyecto (si está sujeto a tarifas), u otros activos. En caso de que éstos fueran insuficientes para el pago de la deuda, se utilizaría alguna transferencia, previamente identificada, para saldar la deuda. El procedimiento sería realizado por un fideicomiso u otra entidad responsable con facultad para "interceptar" las transferencias, posiblemente con autoridad a nivel estatal o federal. Para evitar una excesiva ingerencia de otros niveles de gobierno en los asuntos del ayuntamiento, sería necesario delimitar claramente las facultades y objetivos de esa entidad.

b) Instrumentación de valores riesgo proyecto

Estos instrumentos pueden ser utilizados para financiar proyectos financieramente viables que, una vez en operación generen los ingresos para realizar el pago de la deuda. Ello ofrece la ventaja de no requerir de asignaciones presupuestales para liquidar el servicio de la deuda; así como el beneficio de estar sujeto a menores restricciones legales, por tratarse de obras directamente redituables.

Desde el punto de vista de los inversionistas, la solidez que puede ofrecer un proyecto estructurado adecuadamente, puede resultar más atractiva que

el respaldo de la capacidad de crédito general de un gobierno local, especialmente si su desempeño en el mercado es poco conocido.

Los valores riesgo proyecto podrán ser emitidos directamente por los gobiernos estatales o municipales; indirectamente a través de fideicomisos o de entidades creadas específicamente para suministrar el servicio; o por empresas privadas a las que se ha concesionado un servicio.

La emisión directa por el gobierno local presenta la desventaja de que el monto del endeudamiento puede continuar sujeto a techos presupuestales y a otras restricciones de tipo legal. La creación de un fideicomiso que emita, por ejemplo, bonos respaldados por activos (o bursatilización de activos), presenta la ventaja de poder contabilizar la emisión de manera extrapresupuestal, puesto que la deuda es asumida por el fideicomiso.

Otra opción para evitar ese tipo de restricciones es el concesionar el proyecto. En ese caso, el concesionario es quien realiza la emisión, pudiendo respaldarla con su capacidad de crédito corporativo, o mediante la bursatilización de activos. Para estimular la participación de estos emisores en un mercado de bonos municipales, puede considerarse, en el mediano plazo, la posibilidad de aplicar una exención a los intereses recibidos por los inversionistas institucionales. En el corto plazo, la propuesta incorpora algunos lineamientos orientados a promover procedimientos más competitivos en el otorgamiento de concesiones.

En el caso de entidades especializadas en cierto tipo de servicios, los municipios en México cuentan, en ocasiones, con comisiones como las del agua. Sin embargo, en el mediano plazo, puede evaluarse la posibilidad de promover la creación de otro tipo de organismos, públicos o con participación privada, que permitan aprovechar las economías de escala que se presentan en algunos servicios, como pueden ser el tratamiento de aguas y de basura, en proyectos conjuntos que beneficien a dos o más ciudades, e incluso que operen a nivel estatal, y con capacidad para emitir deuda.

Independientemente del emisor, tratándose de bonos riesgo proyecto, es fundamental asegurar que los fondos provenientes de la colocación de los mismos sean destinados efectivamente al proyecto especificado, toda vez que, en caso de haber desviaciones, no se generarán los ingresos requeridos para el pago de la deuda.

Dado lo anterior, será necesario separar los registros contables del proyecto de la contabilidad general del emisor, a menos que se trate de un

fideicomiso o empresa ¹⁰ dedicados exclusivamente a la prestación del servicio. En este último caso, será necesario asegurarse que opere en forma rentable.

Este tipo de financiamiento es aplicable también a empresas parastatales que ofrecen servicios públicos a cargo del gobierno federal, como pueden ser la energía eléctrica, carreteras, puertos o aeropuertos. En el caso de las carreteras, se ha recurrido ya al financiamiento bursátil.

Los *requerimientos* generales para este tipo de valores serían:

- El proyecto a financiar deberá contar con un estudio de factibilidad en el cual se especifiquen en forma detallada los costos, proyecciones de demanda y estimaciones de tarifas.
- Los fondos provenientes de la emisión se depositarán en una cuenta especial, en la que se lleva un control estricto para asegurar que se destinen efectivamente al proyecto y evitar posibles desviaciones. Este punto es fundamental, toda vez que si el proyecto no es puesto en operación, no se generarán los ingresos necesarios para el pago de la deuda.
- Una vez que el proyecto inicie operaciones, se creará un fondo especial con los ingresos generados. El desembolso de esos recursos deberá respetar el orden siguiente: gastos de operación y mantenimiento; pago del servicio de la deuda; reserva para el pago de la deuda (para compensar posibles insuficiencias temporales en los ingresos); gastos de renovación y reemplazo; reservas para gastos extraordinarios de mantenimiento y reemplazo; y fondo de superávits, que puede ser utilizado a discreción del emisor. Lo anterior quedará especificado en un documento de carácter legal suscrito por el emisor, pudiendo ser en el de creación del fideicomiso, u otro que se considere conveniente.
- El procedimiento para determinar las tarifas, especificado en el documento base, deberá proveer que éstas sean suficientes para el pago de los rubros anteriormente mencionados. En lo que se refiere al pago servicio de la deuda, se incorporará un margen de seguridad o "cobertura del servicio de la deuda", expresado como una relación de ingresos netos al servicio anual de la deuda.

¹⁰ Las empresas privadas pueden incluir a instituciones no lucrativas, interesadas en poner en marcha proyectos de desarrollo social o económico, pero en todo caso, la administración del proyecto debe ser realizada en forma tal que el mismo sea autofinanciable.

- La emisión estará sujeta a los requisitos de información (prospecto, información periódica) y de calificación establecidos para los títulos de deuda corporativa emitidos a plazos similares.

Los valores *a instrumentar* en el corto plazo, son una variante de la bursatilización de activos, en la cual el cobro de servicios o los contratos de suministro de bienes o servicios, constituyen la garantía de pago. Para dar mayor seguridad a estos valores pueden incorporarse mecanismos de acrecentamiento de crédito, pero en este caso se requerirá evaluar el aumento en los costos de financiamiento que ello implica. En algunos casos especiales, en los que los ingresos por tarifas sean insuficientes¹¹, se puede considerar la posibilidad de complementarlas con otro tipo de ingresos del emisor.

- El procedimiento consiste básicamente en la venta o cesión de los derechos de cobro del servicio del "originador" (o propietario original de esos derechos) a un fideicomiso. Los activos en garantía requieren ser previamente organizados en un "paquete" homogéneo, lo que significa que han sido seleccionados en función de montos y periodos de pago, con el fin de generar un flujo estable y predecible de recursos, que sea congruente con las características del pago de la deuda. En base a ello, el fideicomiso emite el papel que se colocará entre el público inversionista y se responsabiliza del pago de la deuda.
- La administración de los activos, en particular, el manejo de las cuentas por cobrar puede ser llevado a cabo por el emisor, a través del fideicomiso, o por una agencia especial, incluso una de factoraje, pero en cualquier caso es necesario asegurarse que la cobranza se lleve a cabo de manera eficiente en cuanto a costos y oportunidad.
- Los activos en garantía pueden ser complementados con mecanismos que ofrezcan una protección adicional, como pueden ser avales, cartas de crédito o seguros. Estos mecanismos pueden ser especialmente necesarios en caso de endeudamientos con el exterior, en los que la moneda de los activos es distinta a la de la deuda contraída, pero su utilización puede implicar un aumento significativo en los costos. Como alternativa, puede utilizarse una combinación de valores respaldados por activos, con garantías como la intercepción las transferencias federales o estatales, o la creación de reservas adicionales.

¹¹ Un ejemplo de ello es el transporte colectivo, para el cual la experiencia norteamericana indica que las tarifas necesarias para cubrir los costos de operación (sin considerar los de capital) pueden ser demasiado elevadas para la población, por lo que puede requerirse del uso complementario de otros ingresos.

- Un aspecto importante a considerar en este tipo de valores, es que al momento de iniciarse el pago de la deuda, la empresa o proyecto requieren estar en operación. Por lo tanto, es necesario prever la obtención de recursos durante la etapa de construcción, en la cual se presentan los mayores riesgos y en la que no se perciben ingresos. Si el emisor es un organismo en operación, que cobra por sus servicios y que requiere del financiamiento para la ampliación y/o renovación de sus plantas, su primera actividad será realizar una estimación de sus ingresos, verificando que sean suficientes para asegurar la emisión.
- Un caso distinto es el de los proyectos que no disponen inicialmente de ingresos, por ejemplo, cuando se trata de servicios totalmente nuevos. Para ellos, es conveniente separar el financiamiento utilizado durante la etapa de construcción y la de operación. En la primera fase, pueden obtenerse recursos mediante créditos puente, que pueden ser pagados con los ingresos de una emisión realizada poco antes del inicio de operaciones. A partir de ese momento los ingresos del proyecto serán canalizados al pago de la deuda.
- Otra opción es concesionar el servicio, o realizar la construcción mediante contratos "llave en mano", en los que los contratistas y vendedores absorban los riesgos de construcción. Al adoptar esta alternativa, será necesario prestar atención a los procedimientos de adjudicación y de control administrativo por parte del municipio, incluyendo las condiciones para el retiro de la concesión.

c) Características del mercado de valores de gobiernos locales

El mercado de valores puede constituir un medio eficaz para canalizar recursos a la infraestructura requerida por los servicios municipales. No obstante, la obtención de condiciones adecuadas en costos y plazos, así como el acceso a los montos requeridos dependerá tanto de la estructura de los valores como de las características del mercado en el que se negocien, así como de los atractivos que ofrezcan a los inversionistas en términos de rendimiento, riesgo y liquidez. A continuación se plantean los requisitos mínimos necesarios para la colocación y operación de valores de gobiernos locales en el mercado bursátil.

En el mercado primario, los requisitos para la inscripción y oferta pública de valores de gobiernos locales, estarán basados en los Criterios Generales para el Financiamiento de Obras de Infraestructura, emitidos por la Comisión Nacional de Valores (CNV). En ellos se incorpora la experiencia del mercado bursátil en la materia y consisten básicamente en lo siguiente:

- El proyecto a financiar deberá acreditar que cuenta con las concesiones o permisos necesarios para su construcción y/o su operación.
- La solicitud de inscripción, además de reunir los requisitos establecidos por la CNV para el instrumento correspondiente, estará acompañada de un estudio técnico-económico detallado, que prevea razonablemente la viabilidad financiera del proyecto.
- Con el fin de limitar el grado de apalancamiento del emisor, se recomienda como parámetro general, sujeto a la evaluación financiera de cada proyecto, que los recursos propios del emisor representen montos aproximados al 50% de la inversión total.
- La inscripción y oferta pública de valores de gobiernos locales deberá estar identificada y vinculada con proyectos específicos. En todo caso, dichos valores deberán reunir características que faciliten la liquidez a los inversionistas y procuren la creación de un mercado secundario eficiente.
- La inscripción se otorgará preferentemente a instrumentos que financien proyectos que se encuentren avanzados, y cuyas características específicas sean de mayor viabilidad financiera para los inversionistas.
- En caso de que los títulos de financiamiento estén indizados a tipos de cambio en divisas o a índices generales de precios, su inscripción estará sujeta a las disposiciones que la CNV expida sobre el particular.
- Las disposiciones de recursos podrán ser múltiples, o bien, el régimen de pago de intereses podrá prever capitalizaciones parciales de acuerdo a las necesidades de cada proyecto, siempre y cuando estas condiciones estén previstas en el planteamiento original del instrumento.
- El proceso de ofertas de financiamiento presentadas por los intermediarios financieros, debe adecuarse a las características y riesgo de los proyectos, definiendo si dichas ofertas son en firme o al mejor esfuerzo, de acuerdo a su posición actual de exposición al riesgo.
- La colocación estará sujeta a los requerimientos de divulgación de información aplicable a instrumentos de deuda con características similares (aviso de oferta, prospecto, entre otros). Una vez que los títulos se encuentren registrados, el emisor estará sujeto a los requerimientos de información periódica aplicables en la actualidad a títulos de deuda similares.

- Las concesiones o permisos relativos al proyecto, deberán establecer que en caso de revocación, caducidad o cancelación de los mismos se dejen a salvo los derechos de los tenedores de los títulos de financiamiento.

En lo que se refiere al mercado secundario, se sugiere que las operaciones se realicen en la Bolsa, bajo las condiciones de un mercado regulado. Se puede plantear que los propios colocadores operen como formadores de mercado y que los bancos puedan realizar operaciones por cuenta propia, estimulando la participación de aquéllos de cobertura regional.

En el mediano plazo, cuando exista un número suficiente de emisiones para integrar una cartera, podría considerarse la participación de fondos de inversión especializados, con capacidad de colocar títulos en el mercado nacional e internacional. Asimismo, se plantearían medidas para promover la inversión de las aseguradoras.

ii. Creación de un banco o fondo para el desarrollo de servicios municipales

Se propone la creación de un fondo o banco de desarrollo cuya función básica sea brindar asesoría sobre administración y financiamiento de servicios públicos a estados y municipios; con la capacidad de emitir bonos y otorgar créditos para proyectos específicos que incorporen a uno o más municipios. El otorgamiento de los créditos estaría sujeto a requisitos que permitan asegurar que el dinero es utilizado para los fines establecidos, incluyendo supervisión de obras y entrega de informes, entre otros.

En el corto plazo, la institución centraría sus actividades en la canalización de recursos mediante créditos o preparación de emisiones de los gobiernos locales más solventes, así como de proyectos autofinanciables (incluyendo aquéllos desarrollados por instituciones privadas no lucrativas, con fines de desarrollo económico o social). En este caso sus actividades incluirían también la administración de garantías adicionales, como la "intercepción" de transferencias federales o estatales.

Otra de sus funciones sería la de coordinar la emisión de valores para financiar proyectos que involucren a diversas comunidades, mediante la coordinación de actividades y administración de los fondos. Ello tiene la ventaja de que existe una sola entidad responsable de la emisión, y al mismo tiempo tiene la flexibilidad para ir ayudando a diversos estados o comunidades que lo requieran.

El papel emitido por esta institución tendría las ventajas de los títulos bancarios en el mercado secundario, tales como la posibilidad de realizar operaciones por reporto. Asimismo, tendría el acceso a colocar en mercados internacionales.

Para propiciar un manejo más transparente de los recursos, cada emisión estaría vinculada con un préstamo específico, y con una sola garantía (que puede ser la capacidad de crédito general del deudor, o activos específicos del deudor o del proyecto).

Para acceder al mercado de valores, el banco requiere tener credibilidad y una situación financiera sólida, su operación deberá estar basada en la eficiencia, sus gastos de funcionamiento pueden ser cubiertos con cobro de comisiones a los acreditados, por la emisión y anualmente hasta la amortización de los bonos; así como por otros servicios prestados, sin necesidad de subsidios.

En el mediano plazo, podría atender a comunidades más pequeñas, actuando en forma conjunta, lo que les permitiría aprovechar economías de escala tanto en la realización del proyecto mismo como en los procedimientos vinculados con el financiamiento. Asimismo, en el caso de entidades de más bajos ingresos, podría plantearse la posibilidad de establecer partidas federales especiales que destinadas a garantizar emisiones, lo que sería una forma de asegurar que los recursos efectivamente beneficien a esa comunidad.

BIBLIOGRAFIA

1. Advisory Commission on Intergovernmental Relations, *Financing Public Physical Infrastructure*, Ed. mimeo, Washington, D.C., junio de 1984
2. Ambler, David; Burr, James; McManus, Katherine; Mischel, Howard; y Roswick, Diana; "Income Bonds Credit Analysis", en *The Handbook of Municipal Bonds and Public Finance*, Ed. New York Institute of Finance, Nueva York, 1993
3. Aspen Global Forum, *Recommended Strategies and Programs to Increase Mexico's Access to Infrastructure Capital*, Memorandum, 13 de octubre de 1994
4. Ayala Espino, José Luis, *Límites del Mercado, Límites del Estado*, Ed. INAP, México, 1992
5. Banobras, *Memoria del 1º Encuentro Nacional para el Impulso y Fortalecimiento Municipal*, noviembre de 1993
 - Ballí González, Federico, "Esquema de Ingeniería Financiera en Apoyo a Proyectos Municipales"
 - Cicero Múgica Carlos, "Arrendamiento Financiero como Apoyo al Municipio"
 - Gómez Esparza, Fernando, "Participación del Sector Privado en la Operación del Sistema de Agua Potable y Alcantarillado. Ciudad de Aguascalientes"
 - Rivera Rodríguez, Guillermo, "Financiamiento para la Infraestructura del Estado de Veracruz"
 - Sandoval Faz, Germán, "Financiamiento de Proyectos a través de recursos de Organismos Financieros Internacionales"
6. Comisión Nacional de Valores, *Criterios Generales para el Financiamiento de Obras de Infraestructura*, Documento Interno, 1994
7. *Constitución Política Mexicana*, con Reformas y Adiciones al Día, Ediciones Andrade, S.A. de C.V., México, D.F., noviembre de 1994
8. Escandón Timm, Rafael, "Un análisis del CPO y CPI como mecanismo idóneo para la bursatilización de activos en México", ponencia presentada en el Primer Foro sobre la Bursatilización de Activos, organizado por Institute for International Research, 19 y 20 de julio de 1994

9. Institute for International Research, *Innovadoras Estrategias y Estructuras para el Financiamiento Municipal*, Conferencia celebrada los días 21 y 22 de septiembre de 1994
- Alcántara Palma, Virginia, "Un Perfil Jurídico de los Municipios Mexicanos: Objetivos y Responsabilidades"
 - Alvarez Arollano, Luis, "El Análisis de la Situación Financiera de las Entidades Federativas y Municipios"
 - Chávez Vasavilbaso, Alfonso, "El Punto de Vista de la Empresa Privada: cómo Aprovechar las Oportunidades de Negocios del Sistema Municipal"
 - Darche, Benjamin, "How to Leverage Municipal Funds with Credit Enhancement from Municipalities to Attract Private Financing"
 - Gómez, James, "La Emisión de Bonos Municipales: una Posible Solución a la Necesidad de Independencia Financiera de los Municipios"
 - Zimmermann, Steven, "Un Análisis de Experiencias Extranjeras en Financiamiento y Desarrollo Municipal. Ejemplos para México"
10. Fabozzi, Frank J., *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Ed. Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1993
11. *Ley Agraria*, Diarios Oficiales con fechas: 26 de febrero de 1992 y 9 de julio de 1993
12. *Ley de Adquisiciones y Obras Públicas*, Diario Oficial del 30 de diciembre de 1993
13. *Ley de Coordinación Fiscal*, Diarios Oficiales con fechas: 27 de diciembre de 1978 y 29 de diciembre de 1993
14. *Ley General de Asentamientos Humanos*, Diario Oficial del 21 de julio de 1993
15. *Ley General de Deuda Pública*, Diarios Oficiales con fechas: 31 de diciembre de 1976, 28 de diciembre de 1983 y 7 de enero de 1988.
16. *Ley General de Educación*, Diario Oficial del 13 de julio de 1993
17. *Ley General del Equilibrio Ecológico y la Protección al Ambiente*, Diario Oficial del 28 de enero de 1988
18. *Ley General de Salud*, Diario Oficial del 7 de febrero de 1984

19. Marmolejo González, Martín, *Inversiones. Práctica, Metodología, Estrategia y Filosofía*, Ed. Publicaciones IMEF, México, 1987
20. Municipal Securities Rulemaking Board, *MSRB Manual*, Ed. Commerce Clearing House, Inc., Chicago, Illinois, 1990
21. Musgrave, Richard A. y Peggy B., *Public Finance in Theory and Practice*, Ed. Mc Graw Hill-International Editions, Singapur, 1989
22. Petersen, John E. y McLoughlin, Thomas, "Debt Policies and Procedures", en *Local Government Finance, Concepts and Practices*, Ed. Government Finance Officers Association, s/fecha
23. Petersen, John E.. "Debt markets and instruments", en *Local Government Finance, Concepts and Practices*, Ed. Government Finance Officers Association, s/fecha
24. Pierce, Lawrence W. y Rust, Kenneth L., "Government Enterprises", en *Local Government Finance, Concepts and Practices*, Ed. Government Finance Officers Association, s/fecha
25. Public Securities Association, *Fundamentals of Municipal Bonds*, Ed. PSA, Nueva York, 1990
26. Ruth, James M., *Deudores y bonos municipales*, versión preliminar a publicar por Ed. Twentieth Century Fund, s/ fecha
27. Villarreal, René, *Liberalismo Social y Reforma de Estado. México en la era del capitalismo posmoderno*, Ed. Nacional Financiera-Fondo de Cultura Económica, México, 1993.