

2

LOS BONOS MUNICIPALES EN GOBIERNOS LOCALES ARGENTINOS: CARACTERÍSTICAS Y PROCEDIMIENTOS PARA SU IMPLEMENTACIÓN

MUNICIPAL BONDS IN ARGENTINE LOCAL GOVERNMENTS: FEATURES AND PROCEDURES FOR IMPLEMENTATION

Rocío Celeste Dopazo¹

Recibido: 04/09/2014

Aceptado: 13/11/2014

RESUMEN

Este estudio forma parte de una investigación académica que se propuso analizar la emisión de bonos municipales como instrumento alternativo de financiamiento para los gobiernos locales argentinos. Históricamente, los gobiernos locales han tenido en Argentina una baja participación sobre el gasto público total, situación agudizada por las políticas municipalizadoras de la década de 1990 que ampliaron las demandas ciudadanas y el área de intervención de las municipalidades, lo que requirió la búsqueda de nuevos recursos.

Para ello utilizamos material bibliográfico y documental así como entrevistas personales a actores claves, para dar cuenta tanto de las distintas razones que llevaron a la utilización de la emisión de bonos como forma de financiar acciones de gobierno local, como de los diversos tipos existentes. Basándonos principalmente en dos tipos y sus procedimientos: la emisión de Letras del Tesoro Municipal y el Fideicomiso Financiero Público.

1. Licenciada en Ciencias Sociales, con orientación en Políticas Públicas, por la Universidad Nacional de Quilmes, actualmente cursando la Maestría en Gobierno Local en la misma universidad. Becaria categoría 1 de la Secretaría de Investigación de la Universidad Nacional de Quilmes, con sede en la Unidad de Gobiernos Locales del Departamento de Economía y Administración. Provincia de Buenos Aires (Argentina). Correo electrónico: rociocelstedopazo@gmail.com

PALABRAS CLAVE

Bonos-municipalidad - endeudamiento - Argentina.

ABSTRACT

This study is part of an academic research aimed to analyze the issuance of municipal bonds as an alternative financing tool for Argentine local governments. Historically, local governments in Argentina have had a low share of total public spending, a situation exacerbated by the municipalization policies of the 1990s that increased citizen demands and the area of municipal intervention, requiring the search for new resources.

We use bibliographic materials and personal interviews with key stakeholders, to account both the various reasons which led to the use of the bond issue as a way to finance local government actions, as various existing types. Based mainly in two types and procedures: the issuance of Treasury Bills and Municipal Public Financial Trust.

KEY WORDS

Bonds - municipality- debt- Argentina.

1. INTRODUCCIÓN

Los “bonos” - tal su denominación usual en Argentina- o títulos de deuda son certificados financieros utilizados usualmente por empresas privadas; sin embargo, es común que se instauren como instrumentos alternativos de ingresos no tradicionales para el sector público: en nuestro particular interés, para las municipalidades o alcaldías a partir de la necesidad de incrementar sus propios recursos.

En lo que respecta a la Argentina la emisión de bonos municipales se constituye en un instrumento alternativo de ingresos no tradicionales en los gobiernos locales a partir de la necesidad surgida en estos gobiernos de incrementar los recursos, tanto para responder al aumento de demandas ciudadanas, como para incrementar la capacidad técnica y de gestión que les permitiese administrar el conjunto de nuevas funciones y competencias desconcentradas desde la década del 1990 (Cravacuore, 2007).

El campo de estudio de los bonos municipales posee pocos antecedentes en Argentina y en América Latina: sólo algunos trabajos centrados en el desarrollo de distintas tipologías, otros efectuados desde un enfoque norma-

tivo en relación a la capacidad de endeudamiento de los gobiernos locales y algunos que aportan consideraciones generales acerca de la relevancia y ventajas del instrumento desde un análisis económico. En 2001, Calderalli efectúa un estudio del desarrollo de estos mecanismos de financiamiento privado a municipalidades y otras formas de gobierno local de la República Argentina desde una perspectiva principalmente normativa y centrándose en evaluar la capacidad de endeudamiento de estos gobiernos locales; enfoque similar al utilizado en el estudio de Simonsen, Robbins y Helgeron (2001). Un año más tarde, Lucca se encargó de realizar una tipología base del instrumento, orientado al primer conocimiento de distintos instrumentos de financiamiento alternativo. El trabajo de Vélez Gómez (2006) representó una profundización en el campo de la inserción de los gobiernos locales en el mercado de capitales circunscripta al caso colombiano, aunque centrada en los aspectos económicos, históricos, y normativos, sin reparar en la forma en que este instrumento puede implementarse. Más tarde, Cravacuore efectuó un análisis general de todos los instrumentos de financiamiento alternativo en gobiernos locales argentinos ampliando y actualizando los conceptos presentados por Lucca, pero centrandolo el desarrollo de su estudio en otros instrumentos, sin profundizar en los bonos municipales (Cravacuore, 2009). En síntesis, la investigación que origina este artículo nos lleva a considerar que, dentro del área de estudio de los instrumentos alternativos de financiamiento de gobiernos locales, el campo de estudio de bonos municipales u otros instrumentos financieros similares ha sido poco explorado, no ha habido una profundización en los últimos años. Y, específicamente, en relación al modo de instrumentación en términos de procedimiento de emisión, no se encuentran trabajos, confiriéndole originalidad al presente.

El presente artículo es el resultado de una investigación académica que se propuso analizar la emisión de bonos municipales como instrumento alternativo de financiamiento para los gobiernos locales argentinos. La investigación dio como resultado la obtención de información relevante de casos de gobiernos locales emisores de bonos o títulos de deuda, permitiendo la clasificación de los casos en dos tipos principales: 1) los bonos de obligación, mediante la emisión de *Letras de Tesorería Municipal* (resultando el más común en lo que respecta a la totalidad de casos relevados- y la particularidad de la colocación de valores en el mercado de capitales); y 2) como *Bono de Ingreso Garantizado*, la conformación de un fideicomiso financiero con cotización pública - de este tipo fue la experiencia llevada adelante, por ejemplo, por la municipalidad de Río Cuarto, provincia de Córdoba-.

Este artículo en particular realiza un análisis comparativo local de la utilización de ambos instrumentos: estudia sus procedimientos de

estructuración, el desarrollo de los distintos procesos necesarios para la implementación de cada uno de ellos, con el objeto de identificar actores, u organismos involucrados, funciones, responsabilidades y alternativas. Para ello fue utilizado material bibliográfico, se realizó un trabajo de consultoría en un agente bursátil que consistió en la participación del armado de manuales de dichos procesos; y se efectuaron entrevistas personales a actores claves presentes en distintas partes del procedimiento; logrando así una mayor comprensión respecto al funcionamiento de ambos instrumentos sus características y objetivos.

2. CONCEPTUALIZACIÓN DEL INSTRUMENTO

En términos generales los bonos municipales son instrumentos de deuda emitidos por un gobierno local -en forma directa o mediante agencias dependientes-, por los cuales el inversor, institucional o particular, otorga un préstamo al gobierno emisor del bono recibiendo a cambio un título, que lo habilitará a percibir regularmente los intereses generados; una vez cumplido el plazo del préstamo, el emisor devolverá el capital prestado.

Los bonos municipales pueden ser, básicamente, de dos tipos o dos esquemas básicos:

- a) *De obligación general*, cuando son emitidos contra la garantía de pago de los gobiernos locales;
- b) *De ingreso*, cuando están garantizados por el cobro de tasas de uso o por la asignación específica de determinados ingresos jurisdiccionales destinados a la cancelación de la deuda contraída (Lucca, 2002).

Un bono es de obligación general cuando la garantía para el pago de la deuda y los intereses pueden ser los ingresos tributarios (propiedad inmueble; contribución sobre industria, comercio y servicios; e impuestos sobre los automotores). *La emisión de Letras de Tesorería*, representa generalmente a este tipo de bono. En cambio, los *bonos municipales* de ingresos garantizados -ya sea por el cobro de tasas de uso o por la asignación específica de determinados ingresos jurisdiccionales destinados a la cancelación de la deuda contraída-, son los que cuentan con un respaldo de una cantidad adicional que asume la responsabilidad de pagar, en caso de cesación de pagos. Estos permiten el financiamiento sin afectar los ingresos corrientes del gobierno local provistos por las tasas o rentas municipales. La conformación de

Fideicomisos Financieros con cotización Pública representa (generalmente) a este tipo de bono. Asimismo puede existir una combinación de ambos tipos: un gobierno local puede ofrecer destinar una parte de sus ingresos locales (realizar una asignación específica), y comprometerse a respaldar (en el caso de que estos resulten insuficientes) con ingresos generales².

En lo que respecta al marco regulatorio del endeudamiento municipal, los gobiernos locales argentinos poseen capacidad de hacerlo amparados en el principio de autonomía municipal garantizado por el artículo 123° de la Constitución Nacional; sin embargo, esta capacidad de contraer deuda pública se ve, usualmente, limitada o restringida por las normativas provinciales, que incluyen procedimientos específicos sobre la autorización del endeudamiento: restricciones en cuanto al destino y uso de los fondos o limitaciones expresas sobre los montos máximos de los servicios de la deuda resultan comunes (Calderalli, 2001).

En el caso de la emisión de *Letras Tesorería* o la conformación de *Fideicomisos Financieros* con cotización pública la opción de financiamiento por instituciones del mercado de capitales implica la medición del riesgo del proyecto por parte de calificadoras de riesgo -limitaciones que están dadas por la calificación de riesgo - país y la calificación del riesgo gubernamental- y la participación de colocadores de bonos -bancos o agentes bursátiles-. Es así es como los mercados de bonos municipales permiten a los gobiernos locales acceder a recursos financieros extras y representan una inversión en el mediano o largo plazo con un nivel de riesgo moderado. Los cuales son utilizados para financiar tanto gastos de orden general como proyectos específicos (infraestructura).

2. Como otro tipo de bono municipal también podemos mencionar (aunque menos común) el que permite financiar proyectos de inversión de capital a partir del flujo de recursos que genera el proyecto mismo (FIRI). En este caso es necesaria una normativa específica que permita que el nivel de gobierno que asume los costos pueda retener los incrementos generados por el proyecto hasta que esta jurisdicción salde los costos de inversión incurridos, y este incremento se realiza con emisión de bonos. Pero esto implica que si el proyecto no genera un incremento suficiente para cancelar dicho bono, el gobierno local asume el riesgo de cubrir el pago de los bonos con fondos de gastos generales.

3. NUEVAS ESTRATEGIAS DE FINANCIAMIENTO LOCAL A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES: LAS LETRAS DEL TESORO MUNICIPAL Y EL FIDEICOMISO FINANCIERO CON COTIZACIÓN PÚBLICA

El acceso al mercado de capitales por parte de las municipalidades y otras formas de gobierno local es una elección estratégica, aún poco explorada. Los gobiernos subnacionales acuden a ella como una alternativa de financiamiento para atender las necesidades y exigencias de la gestión pública de corto, mediano y largo plazo. La elección del tipo de instrumento siempre depende de las características del gobierno local -la extensión del territorio y sus características físicas; la cercanía relativa a otras ciudades; la cantidad de población y sus características sociales y culturales; el marco jurídico nacional y local, las capacidades institucionales; la dotación de sus recursos económicos y financieros y el liderazgo de sus actores-; así como las características de la necesidad financiera de ese momento -necesidades de financiamientos temporales o de corto, mediano o largo plazo, cantidad del monto a financiar-³.

Focalizados en el corto plazo, la emisión de Letras del Tesoro Municipal se constituye como un instrumento de financiamiento alternativo que permite atender las necesidades financieras coyunturales. Como características propias de este tipo de instrumento encontramos que permite asegurar los aplazamientos de los ingresos/egresos de fondos, y ayuda a mejorar la transparencia en las cuentas y la eficiencia en la aplicación de recursos. Además por tratarse de programas de rápida implementación permiten a la municipalidad construir un historial en el mercado de capitales, para la posterior utilización de otros instrumentos de financiamiento de mediano o largo plazo, como puede ser el Fideicomiso Financiero con cotización pública. En el mediano y largo plazo este último instrumento se constituye como el de mayor estabilidad y confiabilidad dado que permite a las municipalidades incrementar las posibilidades de ejecutar de manera oportuna y eficiente la inversión comunal por un tiempo mayor, y al igual

3. En Argentina la Ley N° 26.831 del 2012 es la norma que se encarga de establecer regulaciones a los sujetos y valores negociables comprendidos dentro del mercado de capitales, sujetos a la reglamentación y control de la Comisión Nacional de Valores.

4. Dicha Información fue obtenida durante el desarrollo de las entrevistas y reuniones realizadas con el Lic., Adrián Rojze, Director del Área de Deuda Pública de "Estructuras y Mandatos S.A", empresa líder en estructuración de fideicomisos financieros y programas de emisión de Letras de Tesorería.

que el primero también mejora la transparencia y la eficiencia⁴. Tanto la conformación de Fideicomisos Financieros con cotización pública como la emisión de Letras del Tesoro Municipal se reconocen como formas de financiamiento alternativo para los Estados municipales que cuentan con las siguientes principales ventajas: menores tasas de interés -condicionado a la escala de la financiación-; incorporación a la memoria institucional municipal de saberes institucionales que contribuyen a reducir la asimetría de información con el sector financiero; la mejora de la calidad de los procesos del manejo de los recursos financieros de la municipalidad; y la optimización de los criterios de planeamiento presupuestario⁵.

4. LA EMISIÓN DE LETRAS DE TESORERÍA

La emisión de Letras de Tesorería es un instrumento que ha sido utilizado a lo largo de los años por una gran cantidad de gobiernos locales argentinos de distintas provincias. En la década de 1990 varios gobiernos locales acudieron a la emisión de Letras con el fin de hacer frente a la deuda que poseían⁶: ejemplo de ellos, los de Esteban Echeverría, Ezeiza, Hurlingham, Malvinas Argentinas, Ituzaingó, José Clemente Paz, Morón, San Miguel y La Plata, todos de la provincia de Buenos Aires, entre otros.

En la actualidad se identifica nuevamente una tendencia por parte de los gobiernos locales a recurrir a la emisión de títulos de deuda a corto plazo para hacer frente a los embates de la economía local y financiar los desequilibrios estacionales de caja: ejemplo de ello han sido las emisiones de las municipalidades de Neuquén (en la provincia homónima), Río Cuarto (provincia de Córdoba), La Plata y Chivilcoy (estas dos últimas en la provincia de Buenos Aires). En vista de la regularidad y magnitud de casos que optaron y aun optan por la utilización de este instrumento, se considera relevante a los fines del estudio, el análisis de su procedimiento, así como también la identificación concreta de los actores intervinientes, las tareas a desarrollar por cada uno y las alternativas de acción.

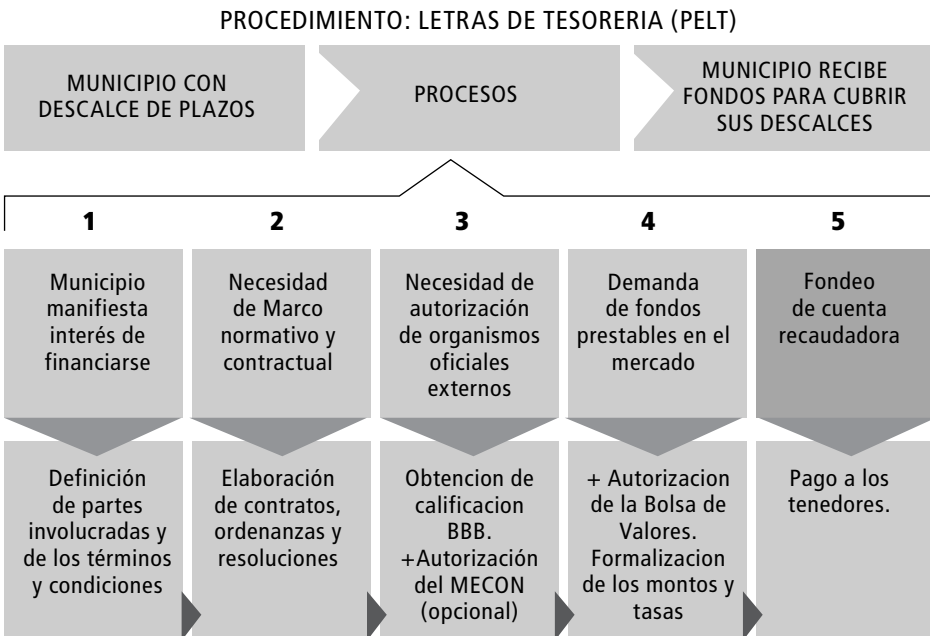
5. Las ventajas de ambos instrumentos fueron analizadas detalladamente en conjunto con los empleados de "Estructuras y Mandatos S.A, a fin de fortalecer la viabilidad de la propuesta del tipo de instrumento, frente a otras opciones de financiación local.

6. Se efectuó una identificación de los casos de municipalidades emisores de bonos o instrumentos financiero similar. Obteniéndose como resultado se obtuvo la identificación de 36 casos de gobiernos locales que apelaron a la utilización de este instrumento, varios de ellos en más de una ocasión.

4.1 EL PROCEDIMIENTO DE EMISIÓN DE LETRAS DE TESORERÍA (PELT)

Como resultado de las entrevistas se advirtió que el procedimiento de emisión de Letras de Tesorería o “PELT” es un entramado complejo que involucra a una gran cantidad de actores (públicos y privados), acciones previas y posteriores. De acuerdo al enfoque fragmentador mencionado por Magdalena: “Cada sistema posee sus propios elementos interrelacionados que son a su vez subsistema de ellos mismos.” (Magdalena 1992:33). El autor afirma que caracterizar en sistema o subsistema es relativo. En esa misma línea la división o el fraccionamiento de ambos procedimientos responden a una necesidad operativa, intelectual y arbitraria, para ordenar el sistema y poder identificar aspectos y elementos deseados (no identifica un sistema físico real). El “PELT” se encuentra compuesto por cinco procesos consecutivos e interrelacionados, integrados por distintas tareas, y actores u organismos claves involucrados en el circuito:

GRÁFICO 1:
ESQUEMA DEL DESARROLLO DEL PROCEDIMIENTO DE EMISIÓN DE LETRAS DE TESORERÍA



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA PARA ESTRUCTURAS Y MANDATOS S.A. MANUAL DE “PROCEDIMIENTOS DE ESTRUCTURACIÓN Y ADMINISTRACIÓN DE TÍTULOS EMITIDOS POR MUNICIPIOS: LETRAS DE TESORERÍA Y FIDEICOMISOS FINANCIEROS CON COTIZACIÓN PÚBLICA” (VERSIÓN PRELIMINAR)

El gráfico 1 representa un Esquema del desarrollo del Procedimiento de emisión de Letras de Tesorería. En un primer momento - o "0"- se efectuará el contacto entre el estructurador de instrumento y el municipio⁷. En esta etapa el estructurador les planteará la propuesta de financiamiento a las autoridades municipales de manera informal para una primera apreciación. En caso de estar interesadas, se enviará a la municipalidad una solicitud de información sobre la cual se realizará posteriormente una propuesta concreta dando inicio al circuito de Emisión de Letras del Tesorería.

-Proceso N° 1 "Contacto, solicitud y primera propuesta" (Municipalidad-Estructurador-Organizador de la emisión): una vez recibida la información de parte de la municipalidad, el estructurador analiza si es procedente o no la puesta en marcha de un Programa de Letras⁸; luego se informara a la municipalidad si se puede proceder o no con la implementación del instrumento. En el caso positivo el estructurador debe seleccionar el organizador de la emisión; y debe firmarse un convenio entre el estructurador y el organizador para establecer los roles que cada parte cumplirá dentro de cada uno de los productos sobre los cuáles se defina avanzar. Una vez firmado el convenio se envía a la municipalidad la propuesta, donde las autoridades municipales -en caso de manifestar interés- solicitarán los términos y condiciones que lo vincularan formalmente al organizador. Si la municipalidad los acepta, el organizador de la emisión, redactara el convenio específico de Programa de Letras, y luego se procederá a la firma del convenio entre ambos.

- Proceso N° 2 "Preparación de documentación y marco normativo (Municipalidad-Estructurador-Organizador de la emisión): una vez contratados los prestadores de servicios (asesor legal y estructurador) y habiendo definido los roles (Organizador, Agente de Garantía y Pago, Estructurador y Asesor Legal), la municipalidad efectúa la apertura de cuentas e informa la próxima emisión. Se profundiza el estudio de las necesidades/disponibilidades financieras de la municipalidad a efectos de definir los montos y plazos del programa. El programa de emisión y las garantías a aplicar deben estar incluidos en la ordenanza de presupuesto -se supone para este proceso que la ordenanza de presupuesto contempla la emisión de letras y las garantías correspondientes-.

7. Es importante aclarar que la propuesta puede tener origen tanto desde la solicitud de la municipalidad que necesita financiamiento, como desde una propuesta del estructurador hacia la municipalidad.

8. Aun cuando se prevea una sola emisión de Letras es conveniente la instrumentación de la autorización de un Programa que involucre más series por si en algún momento se decide utilizar este instrumento en forma no prevista.

La ordenanza que aprueba la emisión de letras debe delegar en el Departamento Ejecutivo Municipal (en adelante DEM) la determinación de los términos y condiciones. El decreto de los términos y condiciones de emisión de las letras debe incluir la autorización a funcionario competente respecto de la negociación y suscripción de los contratos de agente de garantía y pago⁹. Asimismo se firman los contratos con los agentes intervinientes.

A efectos de simplificar la instrumentación, es indispensable que el activo a ceder esté bien definido. En caso que esto no suceda se activan en la ordenanza de autorización, las correcciones del activo necesarias para su mejor definición.

- *Proceso N° 3 “Autorizaciones y Calificación” (Municipalidad-Organizador de la emisión-Organizador de la emisión-Calificadora de riesgo):* posteriormente se comienza a preparar la documentación derivada de los procedimientos anteriores. El “PELT” se lleva adelante mediante el cumplimiento de etapas y desarrollo de información en la que confluyen actos y documentación que deben ser preparados por la municipalidad con la colaboración de los co-organizadores. Esta documentación se presentará a la Calificadora de Riesgo contratada para la evaluación económica y financiera de la contabilidad municipal, a la Comisión Nacional de Valores y a las Bolsas de Comercio donde se defina que las Letras de Tesoro coticen. En el marco de la Ley de Responsabilidad Fiscal, para todo endeudamiento que supere el ejercicio fiscal, debe requerirse autorización del Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación; en dicho organismo, la Secretaría de Financiamiento debe autorizar al municipio a emitir deuda superior al ejercicio fiscal¹⁰.

Habiendo remitido la información solicitada por la calificadora de riesgo, el municipio obtiene su calificación, que debe ser como mínimo “BBB” para acceder a los fondos institucionales.

El análisis de prefactibilidad realizado debe sugerir si la municipalidad obtendrá o no una calificación suficiente. Para dar comienzo a la estructuración concreta deben:

9. La capacidad de pago es fundamental, el activo cedido como garantía debe permitir cubrir los pagos que deriven del instrumento sin comprometer demás erogaciones básicas.

10. En caso de no exceder el ejercicio fiscal, no es necesaria la autorización, y en algunos casos -cuando los pagos caen en los primeros meses del año- puede omitirse la autorización del Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación.

1. Definirse los montos y plazos;
2. Redactarse el decreto y dictamen legal, utilizando como antecedentes de la ordenanza que crea el programa y la garantía contemplada en la misma;
3. Comenzarse con la selección de los colocadores teniendo en cuenta el público objetivo y el desempeño en emisiones anteriores, si las hubiese;
4. Abrir las cuentas recaudadora -que contiene el activo cedido- y especial que se crean con el objeto de operativizar la garantía y notificarse a los bancos donde estén situadas las cuentas, respecto de los movimientos que se aplicaran sobre ellas. Asimismo se deben redactar y firmar los contratos de colocación que formalizan la participación de los colocadores en el instrumento.

- *Proceso N° 4 "Emisión y Colocación" (Municipalidad-Estructurador - Organizador de la emisión-Organizador de la colocación-Sistema bursátil - inversores):* habiendo cumplimentado las formalidades antecedentes, se comienza con el proceso de consecución de fondos en el mercado de capitales. En principio, se busca autorización para cotizar en las distintas bolsas de comercio, luego se realizan road shows - reuniones en las que se muestran las potencialidades de la colocación financiera- y se publica la emisión en los periódicos para interiorizar a los potenciales inversores respecto de las novedades del instrumento/emisor. Luego comienza el periodo de colocación en el cual se reciben las ofertas y, según el método de suscripción, se determinan los montos y las tasas de corte¹¹.

Por su parte, la municipalidad debe informar a las bolsa de comercio y al agente de garantía y pago las condiciones de emisión definitivas de las Letras y los montos a pagar en cada Fecha de Pago de Servicios. La autorización de cotización es preliminar, ya que esta efectivamente ocurre luego de la colocación al determinarse la tasa de corte y la posterior firma de Certificado de Emisión Global (CEGLO).

11. Este proceso, por ser un emisor público, no tiene limitaciones respecto del plazo. Es decir, el periodo de colocación puede durar desde un día, hasta lo que se considere necesario. Se debe gestionar también la publicación del aviso de colocación en un diario financiero, para ello, la municipalidad debe también autorizar el presupuesto del aviso.

- *Proceso N° 5 "Cobros y Pagos" (Municipalidad-Organizador de la emisión-Organizador de la colocación-Sistema bursátil-Inversores):* finalmente luego de cumplimentar con todo lo anterior se inicia el último circuito de cobros y pagos. La firma del CEGLO habilita a los colocadores a transferir el producido de la colocación a la cuenta comitente de la municipalidad en la Caja de Valores S.A.¹². Posteriormente, la caja acredita los títulos en las cuentas de los colocadores¹³. Además del CEGLO, se firma el resultado de la colocación y se envía a las bolsas. El Agente de Administración de la Garantía y el Pago debe realizar goteos diarios, verificaciones y demás controles a efectos de garantizar el pago de las letras a sus tenedores. Antes del pago, debe notificarse a la caja de valores y al banco depositario de la cuenta especial el importe exacto del pago.

5. EL FIDEICOMISO FINANCIERO CON COTIZACIÓN PÚBLICA

La conformación de fideicomiso financiero con cotización pública, a diferencia de la emisión de Letras de Tesorería, no resulta todavía un instrumento de uso regular en los gobiernos locales argentinos. Aun así puede observarse que la década del 2000 estuvo marcada principalmente por una tendencia de los gobiernos locales de utilizar instrumentos más vinculados al financiamiento de proyectos de infraestructura: podemos mencionar, entre los más sobresalientes, el Fondo Fiduciario para el Desarrollo del Plan Municipal de Infraestructura de la ciudad de Río Cuarto, en la provincia de Córdoba, y el fideicomiso público estructurado por la Municipalidad de Marcos Juárez, en la misma provincia, ambos del año 2006¹⁴.

El fideicomiso financiero con cotización pública es un instrumento que permite reemplazar el crédito bancario, concurriendo directamente a los mercados de capitales locales e internacionales, captando ahorro ofertado

12. Es la única depositaria del país que bajo la figura del depósito colectivo efectúa la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, facilitando las transacciones de los mismos en el marco de seguridad y privacidad exigido por la ley 20.643 y normas complementarias, bajo el contralor de la Comisión Nacional de Valores.

13. Es fundamental la celeridad en el proceso de firma del CEGLO ante escribano público el mismo día de la integración, caso contrario, no se podrá efectuar el depósito del producido de la colocación.

14. En estos caso no se trata de un bono de ingreso garantizado.

a plazos mayores y menores tasas. Es un contrato por el cual una persona, llamada fiduciario¹⁵ recibe de otra, el fiduciante¹⁶, un encargo respecto de un bien determinado cuya propiedad se le transfiere a título de confianza, para que, en cumplimiento de un plazo o condición, le dé el destino convenido a beneficio de quienes sean designados en el dicho contrato como beneficiario o inversores tomadores de los valores representativos de deuda (o VDR) -estos son los titulares de los certificados de participación-. La ventaja de utilizar dicho instrumento jurídico -a diferencia de otros, como una emisión de título de deuda pública- reside por una parte en que el patrimonio fideicomitado está aislado del patrimonio local y de los riesgos del fiduciante, del fiduciario y de sus acreedores. Ni fiduciante ni el fiduciario responden con sus bienes por obligaciones del fideicomiso¹⁷: *“... su implementación se encuentra estipulada por determinados requerimientos - Ley 24.441 y sus modificatorias; normas de la CNV y de las bolsas y mercados en los que coticen y negocien los valores fiduciarios, Normas del BCRA en cuanto el fiduciario fuere una entidad financiera o cuando los activos fideicomisos fueren créditos originados por entidades financieras, aunque el fiduciario financiero no sea una entidad financiera, Leyes y disposiciones que conformen el régimen tributario aplicable a fideicomisos financieros, Disposiciones técnico-registrables, Contrato de fideicomiso (convención particular entre las partes -conf. Artículo 1197 del Código Civil: “las convenciones hechas en los contratos forman para las partes una regla a la cual deben someterse como a la ley misma”-). Código Civil, Comercial, Laboral (derecho de fondo), que otorgan mayor transparencia a la utilización de esta herramienta”*. (Dopazo, 2013: 8)

En vista de las características particulares del instrumento, su complejidad y objetivos, se considera relevante a los fines de este artículo, el análisis de su procedimiento así como también la identificación concreta y total de los actores intervinientes, las tareas a desarrollar por cada uno, las alternativas de acción.

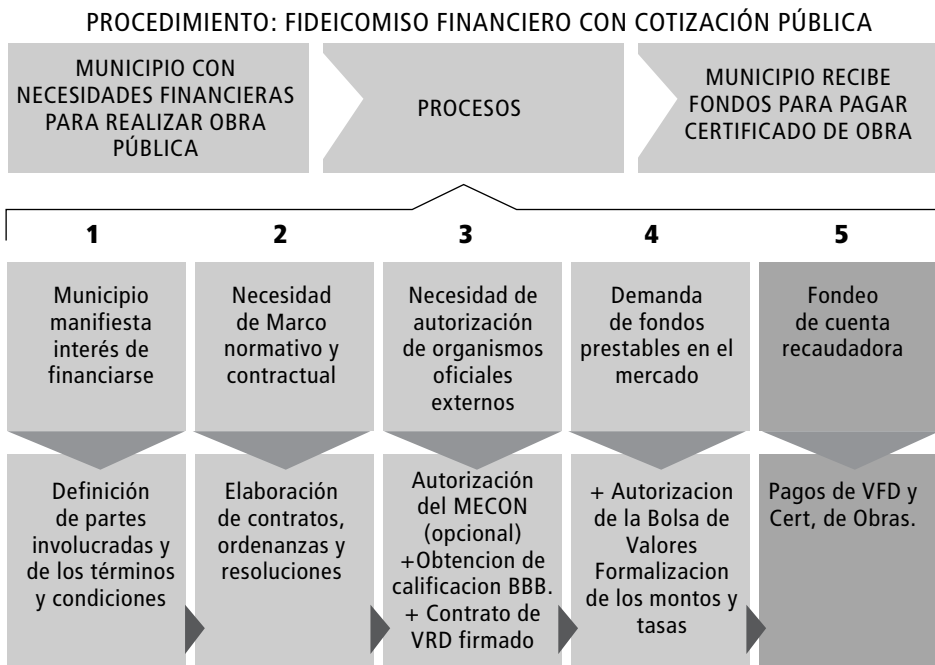
15. Es la entidad financiera que recibe los bienes en propiedad fiduciaria ; y solo podrán ofrecerse al público para actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a las disposiciones de la Ley N° 21.526 Ley de Entidades Financieras o una sociedad inscrita en el Registro de Fiduciarios Financieros de la Comisión Nacional de Valores.

16. Es quien trasmite al fiduciario los bienes que conforman el patrimonio del Fideicomiso. Podrá ser toda persona física o jurídica que autorice la Comisión Nacional de Valores quien establecerá los requisitos que deban cumplir
17. Ley N° 24.441, Financiamiento de la vivienda y la construcción; Título I: del Fideicomiso, 1995, Art 15 y 16.

5.1. EL PROCEDIMIENTO DE CONFORMACIÓN DE FIDEICOMISO FINANCIERO CON COTIZACIÓN PÚBLICA (PFFCP)

Al igual que lo que sucede con la emisión de Letras del Tesorería, el procedimiento para la conformación de un “Fideicomiso Financiero Municipal con cotización pública” las primeras entrevistas demostró que el “PFFCP” es un proceso complejo que involucra a una gran cantidad de distintos actores tanto públicos como privados. Por otro lado y relacionado tanto a la naturaleza como al objetivo del instrumento su implementación resultan aún más compleja que el primero, debido a la multiplicidad de controles y organismos intervinientes : Departamento Ejecutivo Municipal, Concejo Deliberante, órganos de control municipal y provincial, Ministerio de Economía Provincial, Subsecretaría de Relaciones con las Provincias, Banco Central, administrador fiduciario, calificador de riesgo, asesor legal, auditores impositivos y ámbitos de negociación del mercado de capitales, entre otros).

GRÁFICO 2
 ESQUEMA DEL DESARROLLO DEL PROCEDIMIENTO DE FIDEICOMISO FINANCIERO CON COTIZACIÓN PÚBLICA



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA PARA ESTRUCTURAS Y MANDATOS S.A. MANUAL DE “PROCEDIMIENTOS DE ESTRUCTURACIÓN Y ADMINISTRACIÓN DE TÍTULOS EMITIDOS POR MUNICIPIOS: LETRAS DE TESORERÍA Y FIDEICOMISOS FINANCIEROS CON COTIZACIÓN PÚBLICA” (VERSIÓN PRELIMINAR)

Utilizando la misma metodología advertimos que el “PFFCP” consta de cinco procesos, integrados por distintas tareas, actores u organismos claves involucrados en el circuito:

El gráfico 02 representa un esquema del desarrollo del procedimiento de conformación de fideicomiso financiero con cotización pública. Al igual que en el desarrollo del procedimiento del primer instrumento en un primer momento -o momento 0- se efectuara el contacto entre el estructurador de instrumento y la municipalidad- es importante aclarar que la propuesta puede tener origen tanto desde la solicitud del gobierno local que necesita financiamiento como desde una propuesta del estructurador. En esta etapa el estructurado les planteara la propuesta de financiamiento a las autoridades municipales de manera informal para una primera apreciación. En caso de estar interesado, se envía a la municipalidad una solicitud de información sobre la cual se realizará posteriormente una propuesta concreta dando inicio al circuito de Conformación de Fideicomiso Financiero Público.

- *Proceso N° 1 “Contacto, solicitud y primera propuesta” (Municipalidad - Estructurador - Fiduciario):* luego de recibida la información se analiza si es procedente o no la creación de un fideicomiso financiero. El análisis se centra en dos aspectos clave: la capacidad financiera potencial de repago del instrumento y la capacidad institucional de ejecución del instrumento propuesto. En caso afirmativo, el primer paso es contar con un fiduciario que administre el fideicomiso. Si el fiduciario ya está seleccionado, la propuesta se presenta conjuntamente (estructurador y fiduciario) y se formalizan los acuerdos entre la municipalidad y el fiduciario y entre este último y el estructurador. En caso de no haber fiduciario, debe seleccionarse el más apropiado redactando una carta de intención en la cual se describe la propuesta de administración del fideicomiso. Una vez seleccionado el fiduciario que administrará el fideicomiso se efectúa la firma del memo de entendimiento entre el municipio y el fiduciario sobre la base de las condiciones demandadas por el municipio y la consecuente oferta de servicios del fiduciario surgido del intercambio entre ambos. Una vez firmado este memo, donde se describen las condiciones institucionales y económicas bajo las cuales se desarrollará el procedimiento, se inicia el proceso formal de redacción de las ordenanzas y contratos que servirán de base al fideicomiso.

- *Proceso N° 2 “Preparación de documentación y marco normativo” (Municipalidad-Estructurador-Fiduciario):* habiendo aceptado cada

uno sus roles de fiduciario, fiduciante y estructurador; se profundiza el estudio de las necesidades y posibilidades financieras del municipio. El análisis de prefactibilidad económica, jurídica y política, producto de este proceso, tiene como objetivo definir con exactitud la manera más adecuada de estructurar el fideicomiso financiero. La definición de los términos y condiciones esbozadas en el memo de entendimiento sirven como antecedentes para los siguientes instrumentos: la ordenanza de creación del activo a ceder, en caso de que el Departamento Ejecutivo Municipal tome la decisión de conformar un activo ad hoc para el fideicomiso; la posterior ordenanza de cesión del mismo; el borrador del contrato de fideicomiso; y la ordenanza que aprueba los términos y condiciones globales del fideicomiso -o si el régimen municipal lo exige un borrador de contrato de fideicomiso- y autoriza al intendente a los trámites necesarios para su constitución y a la firma del mismo¹⁸.

Para la redacción del contrato de fideicomiso se incorpora a la estructuración un nuevo actor, el asesor legal de la transacción. Al contar tanto con el borrador del contrato del fideicomiso financiero como con las ordenanzas pertinentes, se sientan las bases para realizar presentaciones ante los organismos intervinientes.

- *Proceso N° 3 “Autorizaciones y Calificación” (Municipalidad-Estructurador-Fiduciario- Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación):* el procedimiento de autorización comienza con el ordenamiento de la documentación ya preparada y la tramitación de la información faltante de acuerdo a los requisitos preestablecidos por cada organismo. En primer lugar, se remite todo lo actuado a la Subsecretaría de Relaciones con las Provincias dependiente de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación; este organismo, en tanta autoridad de aplicación de la ley de Responsabilidad Fiscal N° 25.917, debe autorizar el instrumento, las cesiones y la emisión de deuda municipal de plazo superior al año presupuestario. En caso de no estar la municipalidad adherida a dicha norma, de todas maneras debe solicitarse autorización. La adhesión provincial a la ley regula la modalidad de presentación de cada municipio. A partir de esta autorización, el Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación gira la documentación al Ban-

18. Este trámite puede dividirse en dos partes, una anterior de autorizaciones y otra de firmas de acuerdo a la Carta Orgánica de cada Municipio o bien la ley de Municipios de cada Provincia.

co Central de la República Argentina cuyo visto bueno posibilita a las entidades bancarias a invertir en el fideicomiso financiero. Una vez aprobadas estas instancias, se remite el contrato definitivo -observado y modificado por el organismo autorizante- para la firma del intendente municipal y la posterior aprobación de todo lo actuado por parte del Honorable Concejo Deliberante. Paralelamente a este procedimiento y luego de la aprobación de todo lo actuado por parte del órgano legislativo local, se procede a la inscripción del fideicomiso financiero en la Inspección General de Justicia¹⁹ y ante la Administración Federal de Ingresos Públicos²⁰. Esto formaliza la figura jurídica y permite comenzar con la contratación de los prestadores de servicios -asesores, auditores, colocador y calificadora-. Se procede también a la apertura de cuentas y a la cesión de los bienes fideicomitidos a la órbita del fideicomiso financiero. A continuación, se transmite la documentación a la calificadora de riesgo, una condición necesaria para realizar oferta pública es tener como calificación una nota BBB como mínimo. De confirmarse esta nota, se pasa a la siguiente etapa que es la redacción y aprobación por los diferentes actores involucrados del prospecto de emisión que servirá de base a la emisión y colocación de los VRD del fideicomiso financiero..

- *Proceso N°4 "Emisión y colocación" (Municipalidad-Fiduciario-Calificadora-Sistema Bursátil)*: habiendo cumplimentado los pasos anteriores se comienza formalmente con el proceso de consecución de fondos en el mercado de capitales. El primer paso de este proceso es la autorización para cotizar en las distintas bolsas de comercio del país donde se deseen ofrecer los Valores Representativos de Deuda del Fideicomiso citado. En este paso y con la contribución de los autorizantes se realiza el prospecto de emisión definitivo, y se fija fecha de colocación. Una vez obtenida la autorización de cotización por parte de los mercados se realizan los Road Shows para ofertar el producto e interiorizar a los potenciales inversores,

19. La Inspección General de Justicia, organismo dependiente del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos de la Nación, tiene la función de registrar y fiscalizar a las sociedades comerciales, sociedades extranjeras, asociaciones civiles y fundaciones que se constituyen en el ámbito de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. A su vez, es la encargada de la inscripción en el Registro Público de Comercio de las sociedades comerciales nacionales y extranjeras, las matrículas de los comerciantes, y de los auxiliares de comercio; ejercer el control federal de las sociedades de ahorro e implementar el Registro Nacional de Sociedades (Art. 3 Ley 22.315, Art. 2 Ley 26.047).

20. La Administración Federal de Ingresos Públicos es el ente encargado de ejecutar las políticas impulsadas por el Poder Ejecutivo Nacional en materia tributaria, aduanera y de recaudación de los recursos de la seguridad social. Este organismo está integrado por la Dirección General de Aduanas, la Dirección General Impositiva y la Dirección General de los Recursos de la Seguridad Social.

De manera subsiguiente, comienza el periodo de colocación en el cual se receptionan las ofertas y, según el método de suscripción, se determinan los montos y las tasas de los VRD. Se procede finalmente a la integración de las ofertas, a la emisión de los certificados globales que representan los títulos del fideicomiso, para luego dar comienzo a las transferencias de fondos y activos correspondientes.

- *Proceso N° 5 “Cobros y Pagos” (Municipalidad-Fiduciario-Sistema Bursátil -Inversores)*: finalmente los inversores transfieren los montos comprometidos a las cuentas del fideicomiso y reciben los correspondientes certificados globales de VRD depositados en la Caja de Valores S.A. Con el producido de la colocación se pagan los honorarios del procedimiento y luego se depositan los fondos remanentes bajo dos modalidades: en las cuentas municipales en el caso que la municipalidad sea agente administrador del pago de la obra pública municipal; o en una cuenta de desembolsos explícitamente incluida en el contrato de fideicomiso en el caso que el fiduciario cumpla la función de pago de los certificados de obra.

Los fondos cedidos se utilizan para el pago de los servicios de los VRD, los honorarios del administrador fiduciario y sus agentes, y finalmente la constitución del fondo de reservas estipulado en el contrato. El remanente de ellos se devuelve a la municipalidad en el caso de la modalidad 1 del párrafo anterior o, en su defecto, se deposita en la cuenta de desembolsos. El análisis del PFFCP nos muestra que este instrumento posee un fuerte marco normativo e instancias de distintas a las del primer instrumento (verificación a nivel de ministerios nacionales y organismos estatales). A su vez dada las características económicas y políticas propias del ámbito de aplicación del instrumento, no es posible la estipulación la duración del procedimiento

6. ANÁLISIS DE LOS INSTRUMENTOS Y SUS RESPECTIVOS PROCEDIMIENTOS

Como podemos observar el PELT, es un procedimiento complejo, dado que involucra a una gran cantidad de actores -tanto públicos como privados- así como acciones previas y posteriores. Las letras de Tesorería son desde hace varios años utilizados asiduamente por los gobiernos locales de distintas características y realidades. Desde hace dos décadas algunos gobiernos locales eligen utilizar esta herramienta para obtener recursos financieros²¹ con vencimiento a corto plazo. Se trata de un instrumento con un fuerte encuadre normativo, lo cual lo hace poco flexible.

A diferencia de este, el fideicomiso financiero con cotización pública es un instrumento de financiamiento de mediano o largo plazo que requiere para su conformación de un sinnúmero de permisos autorizaciones, tramitaciones, documentos y requerimientos normativos que complejizan su implementación, siendo aún menos flexible que el primero. Sin embargo si es implementado de manera correcta se puede constituir como una alternativa financiera que permite a las municipalidades incrementar las posibilidades de ejecutar de manera oportuna y eficiente la inversión municipal de largo plazo y mejorando también la transparencia. Las instancias identificadas de control por partes de organismos públicos como privados, le otorgan mayor confianza y estabilidad al instrumento- aunque también vimos que es necesario analizar la viabilidad del mismo en cada caso, y no es de uso cotidiano.

Por otro lado, tanto en uno como en otro, se observan dos instancias de control de alternativas importantes que pueden impedir o permitir la continuidad del circuito: la instancia de análisis de la información remitida por la municipalidad -en el proceso n°1- y la necesidad de la obtención de una calificación de riesgo superior o inferior emisión de la calificación de riesgo -en el proceso n° 3-. Esta última mencionada resulta sumamente relevante para el correcto desarrollo del proceso, debido a su lugar avanzado del circuito y por sobre todo porque las calificadoras de riesgo constituyen: *“...una restricción crítica para la emisión de deuda... evalúan la futura capacidad y disposición de un emisor para pagar a tiempo y por completo a los inversionistas que compran los bonos.... indican el nivel de riesgo de incumplimiento (Vélez Gómez, 2006: 142)*

Por tanto si las calificaciones de riesgo son altas (“BBB” o superior), significa que el riesgo de incumplimiento del pago es bajo, y por lo tanto el

costo del endeudamiento disminuye. En cambio, si las calificaciones emitidas son bajas (menor a “BBB”), el riesgo de incumplimiento aumenta y eso puede ocasionar la interrupción y fin del proceso en curso.

Al analizar el PFFCP se identifican la existencia de alternativas y posibles desvíos del circuito -algunas capaces de poner fin al procedimiento estando este inconcluso-, también y dentro de las posibilidades del encuadre normativo se considera que algunos mínimos cambios²², puede ayudar a evitar atrasos en todo el circuito. Es de suma importancia que haya instancias de control de alternativas que verifiquen que el municipio en cuestión haya enviado todos los informes, actuaciones y documentación requerida previo envío al Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación para su aprobación²³. De no existir esta instancia de chequeo y de enviar las municipalidades las actuaciones sin revisión puede que el organismo rechace la propuesta por alguna falencia en la información presentada, lo que ocasionaría una demora enorme en el proceso -los tiempos para que este tipo de organismo se expida suelen ser muy largos-; o hasta deseché definitivamente impidiendo la continuación del proceso.

Por su parte en el análisis del PELT,-a pesar de requerir una gran cantidad de tareas o funciones- no se observan grandes impedimentos para su desarrollo -exceptuando los ya mencionados-, dado que menos circuitos alternativos posibles, implica menor incertidumbre. Asimismo recordamos que estos programas de rápida implementación a corto plazo permiten a la municipalidad construir un historial en el mercado de capitales, que les servirán para luego implementar otras acciones o instrumentos de mediano o largo plazo.

Las modificaciones que apunten a la mejoras de cualquiera de los dos procedimientos (en el caso de ser necesarias) serán más factibles si afectan las instancias o funciones de intervención realizadas por el estructurador, y menos en lo que respecta a las normativas vigentes (autorizaciones, trámites, contratos, decretos, ordenanzas, etc.).

22. El agregado de tareas de control interna de documentación por parte de los organismos (ej. el estructurador). privados en instancias claves del procedimientos.

23. Si la documentación está completa el circuito continúa (la alternativa es positiva). En cambio, de faltar algún documento o información, el estructurador se lo solicitara nuevamente al municipio (la alternativa es negativa pero salvable)

7. CONCLUSIONES

La emisión de bonos municipales se constituye como un instrumento alternativo de ingresos no tradicionales en los gobiernos locales argentinos a partir de la necesidad surgida en los gobiernos locales de incrementar los recursos financieros -tanto para responder al aumento de demandas ciudadanas, como para incrementar la capacidad técnica y de gestión que les permitiese administrar el conjunto de nuevas funciones y competencias descentralizadas desde la década del noventa-

En términos generales, observamos la existencia de dos tipos preponderantes de bonos municipales: por un lado de obligación general mediante la Emisión de Letras de Tesorería, por el otro de ingreso garantizados, a través de la de la constitución de un Fideicomiso financiero con cotización pública garantizado por el cobro de tasas de uso o por la asignación específica de determinados ingresos jurisdiccionales destinados a la cancelación de la deuda contraída.

Asimismo advertimos que el proceso de emisión de bonos municipales en Argentina posee algunas particularidades: distintos ciclos y objetos de la emisión (en la década de 1990, más asociados a la renegociación de deudas; en la década de 2000, más vinculados al financiamiento de proyectos de infraestructura; y los recientes, nuevamente orientados a la readecuación fiscal). Esto estos se observa en gobiernos locales de distintas provincias (lo que implica responder a normativas diversas, de tamaño poblacional variable y de características socio-territoriales diferenciales).

Tanto la emisión de Letras de Tesorería como la conformación de Fideicomisos Financieros con cotización pública se constituyen como dos instrumentos o estrategias (aun poco exploradas) que tienen los gobiernos locales para acceder a los financiamientos a través del mercado de capitales. La descripción y posterior análisis del procedimiento facilitó a su vez la comparación entre ellos; observamos que a pesar de compartir instancias o identificar procedimientos similares entre uno y otro poseen fines, marcos normativos y destinatarios distintos. Mientras uno sirve para obtener recursos financiados a corto plazo, y puede ser utilizado por varios gobiernos locales en varias oportunidades; el otro en cambio se utiliza cuando se necesita un mayor financiamiento que el primero, solo puede ser utilizado en determinadas circunstancias y condiciones, implica una inversión a mediano o largo plazo, y no puede ser utilizado por cualquier tipo de gobierno local. El segundo bien desarrollado otorga mayor estabilidad al financiamiento, pero a su vez (en lo que respecta al proceso) se identificó

una mayor cantidad de instancias de control de alternativas que en el primero (un error, omisión o descuido en alguna parte del “PFFCP” puede echar por tierra el esfuerzo y el tiempo invertido, siendo esto menos probable en el “PELT”). Asimismo identificamos que en ambos procesos resulta fundamental la instancia en las que intervienen las calificadoras de riesgo las cuales actúan como facilitadoras o obstructoras del procedimiento.

Consideramos que tanto la sistematización como el análisis de los procedimientos colaboran con la accesibilidad al conocimiento del instrumento por parte de los gobiernos locales y por tanto apunta a mejorar (dentro de lo posible) tanto la eficiencia y la eficacia, como la calidad del uso de estos instrumentos para futuras experiencias.

8. BIBLIOGRAFÍA

Caldarelli, A. (2001), “Inserción de los Municipios Argentinos en el mercado de capitales”. Desarrollo de mecanismos de financiamiento privado a Municipios y Comunas de la República Argentina, Consejo Federal de Inversiones (Argentina).

Cravacuore, D. (2007), “*Los municipios argentinos (1990-2005)*”, en: Cravacuore, D. e Israel, R. (comp.), Procesos políticos municipales comparados en Argentina y Chile (1990- 2005). Editorial de la Universidad Nacional de Quilmes- Universidad Autónoma de Chile. Buenos Aires (Argentina), pp. 25-49.

Cravacuore, D. (2009), “Perspectiva de los gobiernos locales en Argentina” En: Molina, G. (coord.) Territorio y Gestión Municipal. Pautas de Gestión Territorial Hacia Un Municipio Innovador. Instituto de Ciencias Humanas Sociales y Ambientales (INCIHUSA) del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET). Mendoza (Argentina), pp. 149 - 170.

Dopazo, Rocío (2013), “*La inversión financiera para un fin social: El Fideicomiso de la Municipalidad de Río Cuarto, como instrumento alternativo de financiamiento local*”, Ponencia presentada en el XI Congreso Nacional de Ciencia Política, 17 al 20 de junio, Paraná, Entre Ríos, Argentina.

Lucca, C. (2002), “Mecanismos no tradicionales de financiamiento de proyectos urbanos”, en Díaz, C., Grandinetti, R y Nari, P. (comp.) Tecnologías y Gestión Local en Argentina: Experiencias y perspectivas. Homo Sapiens Ediciones. Rosario (Argentina), pp. 71-93.

Magdalena, Fernando (1992), “Sistemas Administrativos” Macchi, Bs. As, Argentina.

Simonsen, B., Robbins, M. y Helgerson, L. (2001); “*The Influence of Jurisdiction Size and Sale Type on Municipal Bond Interest Rates: An Empirical Analysis*”, Public Administration Review, Vol. 61, N° 6, pp. 709-717.