

INFRAESTRUCTURA: INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO

Por María Soledad Arraigada

Resumen ejecutivo

La infraestructura es fundamental para que el desarrollo de la economía sea llevado a cabo de la forma más eficiente posible. Lamentablemente con un gobierno asfixiado por las deudas y los problemas sociales, la inversión en materia de infraestructura pasa a un segundo plano. Luego de la grave crisis que se desató a finales del 2001, es de preveer una caída abrupta de estas inversiones debido a la falta de presupuesto y al cierre de los mercados de capitales internacionales. El objetivo principal de este trabajo es el análisis de formas alternativas de financiamiento de obras de infraestructura, específicamente se plantea el uso de los fideicomisos financieros, en un contexto de crisis económica y completa exclusión del mercado de crédito internacional así como problemas en el sistema financiero local.

*“El fondo del precipicio sea tal vez
el mejor lugar para pensar
formas creativas de salir de él”
M.S.A*

1. Introducción

La **infraestructura** es fundamental para que el desarrollo de la economía sea llevado a cabo de la forma más eficiente posible. Una buena red vial asegura menores costos de transporte, disminuyendo así el precio de los productos al ser comercializados y el alcance de nuevos mercados. En un país de la extensión de la Argentina esto no es menor. El mejoramiento de la red hídrica permite una mejor utilización en el riego de cultivos así como el mejor aprovechamiento por parte de los ciudadanos, aumentando su bienestar.

Según un informe del Banco Mundial (1994) *“La infraestructura es el resultado de los esfuerzos de las personas y comunidades por modificar las características físicas de su entorno o hábitat a fin de mejorar su comodidad y productividad, protegerse de los elementos y dominar las distancias”*¹

En la última década se observaron avances importantes en este área, pero queda mucho por hacer todavía. Lamentablemente con un gobierno asfixiado por las deudas y los problemas sociales, la inversión en materia de infraestructura pasa a un segundo plano. Como se evidenció en crisis anteriores, la desinversión en infraestructura llevó a la obsolescencia de la misma, causando graves problemas para el resto de la estructura económica.

A finales de 2001 se desató en nuestro país la mayor crisis económica de la que se tenga memoria. Con niveles de desempleo y deuda astronómicos e índices de pobreza dolorosamente altos (cerca del 50%), el gobierno decretó la salida de la convertibilidad así como el no cumplimiento de sus obligaciones externas, o sea el default de la deuda en poder de inversores y organismos internacionales.

Esta decisión sacó a la Argentina de los mercados mundiales de crédito, terminando con cualquier posibilidad de acceso a nuevos flujos de dinero del exterior, por lo menos hasta que un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional así como la negociación con los tenedores externos sean llevados a cabo.

Esta situación de distress financiero y falta de liquidez, si bien afecta a todos los sectores, **principalmente afecta al sector público**, que es quien mayoritariamente lleva a cabo las obras de infraestructura en el país. Por lo tanto no es previsible que en un futuro cercano observemos que el sector público realice algún tipo de proyecto en este área debido a las presiones que soportará en su presupuesto.

Dada la actual situación, es necesario incentivar a los privados a realizar estas inversiones, para así no perder los avances logrados y a su vez realizar nuevas obras. El objetivo principal de este trabajo es el **análisis de formas alternativas de financiamiento** de obras de infraestructura, que permitan la participación de agentes privados (ya sea financiando o llevando a cabo los diferentes proyectos) tanto en la expansión como en el mantenimiento de la red de infraestructura existente en el área de redes viales y transporte.

Específicamente se plantea el uso de los **fideicomisos financieros**, en un contexto de crisis económica y completa exclusión del mercado de crédito internacional así como problemas en el sistema financiero a nivel local.

¹ En *“Argentina: infraestructura, ciclo y crecimiento”*, (1998), FIEL – Cámara Argentina de la Construcción

2. Problema a resolver: financiamiento para mejorar el estado actual de la red vial y el transporte terrestre.

Como mencionamos anteriormente, la infraestructura es fundamental en el funcionamiento de la economía. Se considera que la misma tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico, lo que se evidencia en estudios empíricos. La infraestructura de un país colabora para que aumente el bienestar de su población, pero también ayuda a los diferentes sectores productivos a realizar mejor sus tareas logrando mayores niveles de productividad y menores costos.

Por lo tanto, surge de lo anterior que estas obras producen **externalidades positivas** importantes. Esto significa que una planta de aluminio por ejemplo tendrá mayor rentabilidad y menores costos si en sus cercanías se encuentra un central hidroeléctrica.

Casi un 90 % del gasto en el sector de infraestructura se financia con recursos provenientes del sector público. Esto hace que sea éste sector quien soporta la mayoría de los riesgos de la inversión, aunque claramente eso no sea lo más apropiado. Por sus características y funciones el gobierno no se encuentra capacitado para soportar algunos riesgos típicos del mercado.

Esta financiación hizo que (por lo general) los proyectos no pasaran por una exhaustiva etapa de evaluación previa, llevando a cabo muchas obras que resultaron no ser rentables o de utilidad.

La Argentina no fue la excepción. El financiamiento de los proyectos de infraestructura bajo gestión estatal proviene de recursos de rentas generales y fondos específicos, que también sostiene el repago de los fondos a organismos financieros internacionales.² Si bien en la última década el proceso de privatizaciones en algunos sectores disminuyó esta participación, el gobierno sigue teniendo una fuerte presencia en la mayor parte de los proyectos.

Pero en un contexto de escasez de flujos mundiales y desaceleración, y en particular la situación crítica del país, este tipo de financiamiento no será posible ya sea para el mantenimiento y mucho menos para realizar nuevas obras. Por lo tanto, el tema que me concierne es cómo se podrían financiar alternativamente los proyectos necesarios en el área de transportes terrestres y red vial.

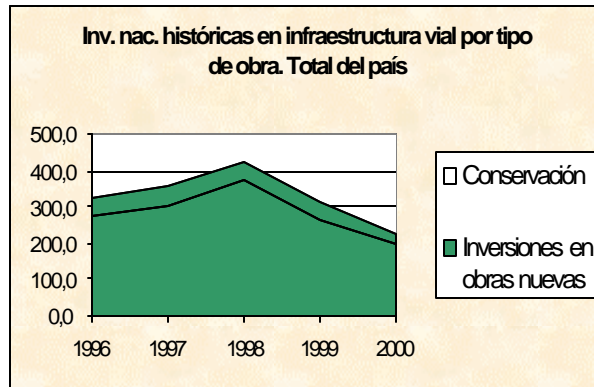
Para identificar los problemas y deficiencias del sistema es necesario tener un panorama general del mismo. De acuerdo al informe realizado por Alberto Müller (2002), el transporte interurbano está a cargo en su mayor parte del automotor, el cual entre carga y pasajeros suman el 90% del tráfico. El diagnóstico en base a desempeño es bastante bueno, mostrando mejoras en los indicadores de eficiencia operativa, no detectando cuellos de botella generalizados. Sin embargo un problema que se evidencia en la ciudad de Buenos Aires es la sobreoferta del servicio urbano de autotransporte.

Con respecto a la gestión gubernamental, la evaluación considera que fue bastante insuficiente tanto en términos de regulación como en decisiones de inversión. El desarrollo de la infraestructura vial se encuentra bajo la órbita de la **Dirección Nacional de Vialidad**, la cual no posee los recursos para cubrir las demandas de mantenimiento y reconstrucción de la red a su cargo. Según la ley de presupuesto 2002, el presupuesto para inversiones es sólo de **\$1.908.000** mientras que para el pago de deudas financieras asciende a \$ 61.495.000.

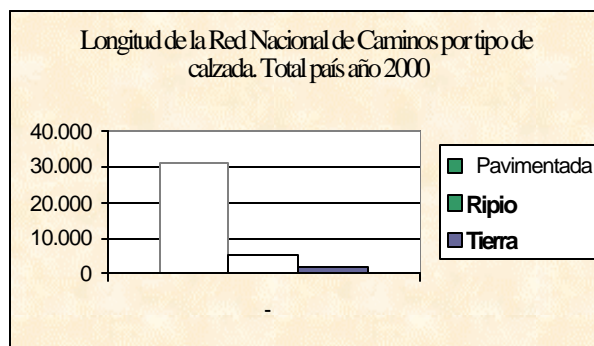
Entre las funciones del organismo se encuentra la planificación global sobre trazados, obras y operaciones en la Red Troncal Nacional así como la asignación y manejo de los recursos. También posee la propiedad y jurisdicción total sobre la red Troncal Vial Nacional. Otra función de importancia es la instrumentación del marco regulatorio.

La red vial muestra un retraso importante, tanto en mantenimiento y rehabilitación (salvo los caminos concesionados). Del total de la red nacional un 46% presenta un estado considerado “regular” o “malo”. Por otra parte, las concesiones por peaje han acumulado una importante deuda del Estado, en concepto de subsidios pendiente de cobro. Por último, para un conjunto de tramos de la red nacional (aproximadamente 800 km) debe evaluarse la posibilidad de expandir su capacidad. En los siguientes gráficos observamos tanto la inversión nacional vial por tipo de obra como la longitud de los caminos por tipo de calzada.

² En “Argentina: infraestructura, ciclo y crecimiento”, (1998), FIEL – Cámara Argentina de la Construcción



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

La red vial nacional es de gran importancia para el comercio, teniendo en cuenta el potencial del Mercosur. El informe sugiere la realización de ampliaciones para lograr la integración de zonas de difícil acceso en el país y de esta manera poder aumentar el comercio y disminuir los costos. Se destacan los proyectos referidos a cruces a Chile, en función del volumen de demanda y de los recursos que ellos involucran, como así también las uniones fijas sobre los ríos Paraná y Uruguay y el Puente Buenos Aires - Colonia.

También es necesario ampliar la capacidad de la red vial en los tramos de flujos elevados de tránsito (requerimiento tentativo en el orden de 800 millones de dólares, a distribuir en un plazo de 5 años). Tampoco hay que dejar de lado el problema de la recuperación y el mantenimiento de la infraestructura vial interurbana existente (necesidad de 450 millones de dólares anuales, para la red actualmente no concesionada de la Dirección Nacional de Vialidad).

3. Solución propuesta: utilización de fideicomisos financieros

Como mencionamos anteriormente la falta de crédito es una de las trabas fundamentales para que el gobierno lleve a cabo las diferentes obras que se necesitan para seguir mejorando la infraestructura en el área de transportes y caminos del país.

La solución plausible de ser llevada a cabo, es que estas obras sean realizadas por agentes privados idóneos en este terreno y su financiamiento sea mediante la emisión de un instrumento de deuda estructurado o fideicomiso financiero.

Estos instrumentos han tenido una gran aceptación en los últimos meses tanto como alternativa de inversión de los inversores institucionales con estrategias de largo plazo como son los fondos de pensión, debido a su **buena performance** a través de la crisis como así también por la buena calificación que poseen. Ahora también se observa una tendencia de los inversores individuales a tener posiciones en este instrumento, ya que desean nuevas opciones para colocar su dinero, debido a los problemas que enfrenta el sistema bancario.

Un análisis de la performance de las emisiones que actualmente se encuentran en el mercado han demostrado un excelente comportamiento incluso en medio de la crisis. La cantidad de emisiones que hicieron default son mínimas

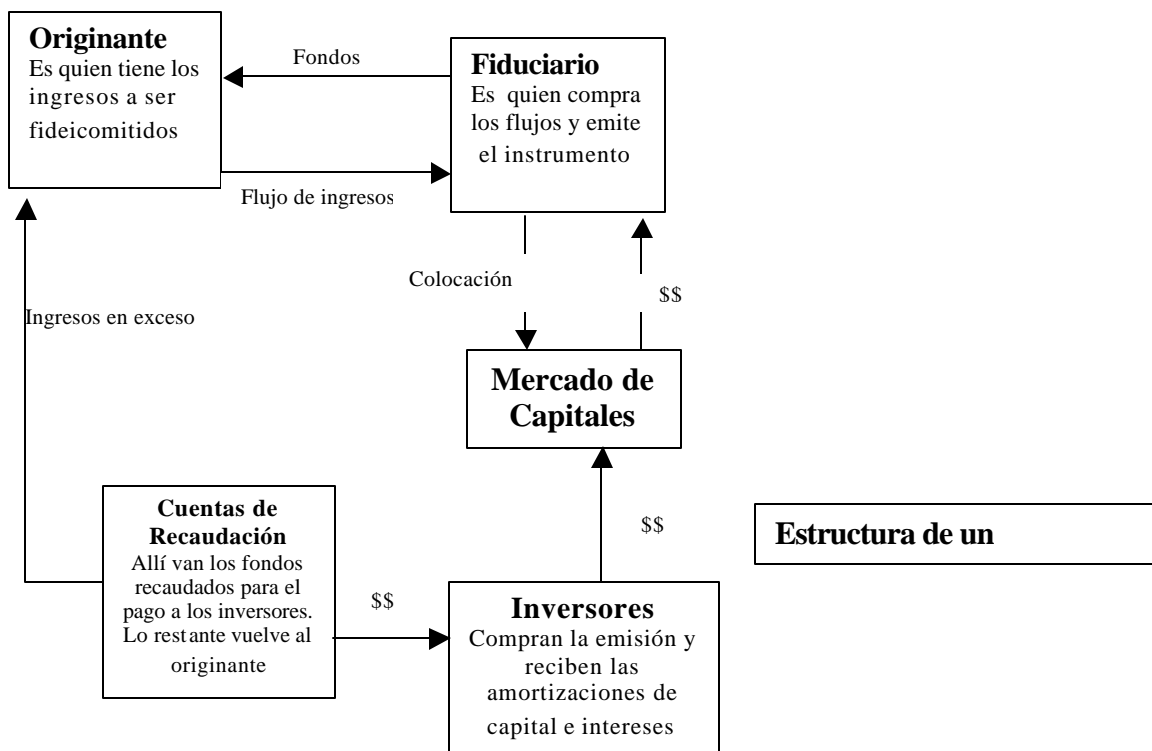
(sólo el 3%) y en la mayoría de los casos se encuentran relacionadas con emisiones realizadas en dólares y que se pagaron en pesos debido a la salida de la convertibilidad.

3.1. Características generales

Los fideicomisos o instrumentos de deuda estructurada consisten, en rasgos generales, en una obligación respaldada por un flujo de fondos de un determinado activo. La operación consiste en vender el flujo de ingresos de una entidad (pagos de tarjetas de crédito, las tasas pagadas a las empresas telefónicas por el uso de sus redes locales, pasajes de aviones, impuestos, etc.) ya sean futuros o existentes, a un Fideicomiso, el cual los “empaqueta y vende” mediante la emisión de un instrumento de deuda particular, cuyo flujo se asemeja a la de un bono.

Los agentes que participan en estas operaciones son:

- **El originante (o fiduciante):** es el dueño de los flujos que luego serán vendidos bajo la forma de un instrumento de deuda.
- **El vehículo de propósito especial (o fiduciario):** es quien adquiere el flujo de fondos y emite los instrumentos de deuda
- **Los inversores:** son quienes adquieren la emisión y a quienes se les abonan las amortizaciones de capital e intereses
- **Otros agentes:** los otros agentes se encargan del cobro de los ingresos (aunque a veces se mantiene al originante para no ocasionarles a los generadores de los ingresos dilemas con respecto a quien cobra sus pagos), pago a los inversores y administración del fideicomiso.



El atractivo que tienen estos instrumentos es que al convertir al flujo de fondos en una entidad diferente a la de su originante, se logra la **separación** entre uno y otro. Esto tiene dos consecuencias importantes: por un lado la emisión puede obtener una mejor calificación que su originante y por otra se desliga a los flujos de los diferentes sucesos que le puedan ocurrir al originante, como la quiebra por ejemplo. Este es un punto delicado ya que lograr la separación es fundamental para poder emitir los instrumentos exitosamente.

3.2. Calificaciones

Como mencionamos previamente se debe prestar atención a la calificación con la que va a contar la emisión. Una calificación crediticia muestra el **riesgo de default** del emisor. Es una forma simple para aquellos inversores no

sofisticados de identificar la capacidad que tiene el emisor de cumplir con las amortizaciones de capital e intereses. Estas calificaciones van desde AAA (grado de inversión, no existe riesgo de incumplimiento) hasta D (default). Debido a la condición de nuestra deuda (D) es difícil que las emisiones de las empresas superen la calificación soberana, pero en estos meses se observaron emisiones con calificación raA, o sea bastante superior a la Argentina. La importancia de la calificación radica en el hecho de que **a mayor calificación menor riesgo implícito** y por lo tanto mayor incentivo de los inversores más aversos a adquirir la emisión. También es bueno para inversores institucionales (como las AFJP) las cuales pueden invertir un bajo porcentaje de su cartera en inversiones de alto riesgo.

3.3. **Costo del fondeo**

Las inversiones en infraestructura son generalmente a largo plazo y el costo de los fondos depende de la tasa de interés que tienen los estos fondos.

Como es sabido en finanzas, a menor riesgo, menor retorno. Debido a las características de este instrumento por lo general se los considera de bajo riesgo. Esto hace que **la tasa de fondeo de estos flujos sea mucho más baja** que un crédito bancario por ejemplo.

Más aún, teniendo en cuenta el caso particular de Argentina, donde el crédito se encuentra congelado (y más para proyectos de largo plazo) esto es un punto fundamental. Con un riesgo país que se ubica entre los 6900 y 7100 puntos básicos, esto significa una **tasa mínima de retorno requerida de 76%** más un premium que se le suma por riesgo proyecto. A estos valores no existe ningún proyecto que pueda resultar económicamente rentable.

3.4. **Riesgos**

Lamentablemente estos instrumentos no son libres de riesgo. Es fundamental lograr **identificar los riesgos específicos** de cada emisión para tratar de mitigarlos a través de la estructura del programa.

El primer riesgo que podemos notar es el **riesgo soberano y el devaluatorio**. Con respecto al soberano no es mucho lo que puede llevarse a cabo, ya que el “soberano” por sus características tiene el poder de cambiar las regulaciones o afectar el flujo de fondos asociado al proyecto. Debido a esto es que se necesitan órganos regulatorios idóneos así como tratar de llenar vacíos legales en lo que hace a este tipo de contratos de deuda.

Con respecto al riesgo devaluatorio lo más adecuado sería realizar la emisión en pesos para eliminar este riesgo. Además de esta forma se calzan ingresos recibidos en pesos con deudas también emitidas en pesos.

Luego deberán analizarse los riesgos que surjan de cada proyecto en particular, según el área a la que pertenezca el mismo.

3.5. **Costos**

Un aspecto que limita el uso de este instrumento son los **altos costos fijos** que implica su instrumentación. Debido a que es necesaria la intervención de profesionales calificados y habituados a este tipo de operaciones, son varias las especialidades que intervienen.

Uno de los principales gastos es el asesoramiento legal, ya que es necesaria la redacción de los contratos, que deben estar lo suficientemente detallados como para evitar vacíos que puedan implicar problemas futuros. Por otro lado los fees que cobran las agencias calificadoras así como los profesionales del mercado de capitales que intervienen, también son altos. Por lo tanto para que la emisión se justifique debe ser de un tamaño tal que cubra estos altos costos fijos.

Una propuesta para salvar este obstáculo es la emisión de un **“Programa Madre”** o sea un programa que contenga el total del gasto necesario. Este tipo de programa ayuda a lograr la masa crítica necesaria en términos de montos de emisión. Dentro de este programa global de financiamiento, se realizarían las diferentes emisiones según el área como por ejemplo ampliación de rutas concesionadas, construcción de nuevas rutas, mejoras en el servicio de transporte automotor, etc; mediante un orden de prioridad. Para aumentar los incentivos a la inversión, el gobierno podría hacerse cargo de los gastos fijos del programa global mientras que los privados soportarían sólo los gastos de las emisiones individuales, que son bastante menores. Esto tiene el beneficio de que es un gasto de una vez y se aseguraría de esta forma la cobertura de las diferentes áreas de infraestructura que necesita

3.6. **Garantía**

Es muy importante la garantía (o collateral) con la que cuenten estas emisiones. La calidad de la garantía va a influir en parte en la calificación de la emisión por lo que es necesario buscar activos lo suficientemente atractivos para que cumplan esta función.

3.7. **Implementación**

El mecanismo de implementación sería de la siguiente forma. El gobierno en primer lugar debería preparar el programa global de proyectos de infraestructura que se necesitan. Dentro de este marco se deberían otorgar mediante licitaciones

las diferentes obras que deben ser llevadas a cabo. Los **mecanismos de licitación** deben ser lo más competitivos y transparentes posibles, para que los ganadores sean los mejores de cada oferta.

Es fundamental para este tipo de instrumento que se **genere un flujo de fondos**, por lo tanto no todas las obras pueden ser incluidas en el programa. Este es una de las causas por las que me centro en las obras viales y en el servicio de transporte automotor, ya que en las primeras puede cobrarse peaje y en los segundos se cobra un pasaje.

Una vez otorgada la obra, la empresa debería proceder a armar una emisión dentro del fideicomiso madre, fideicomitiendo los ingresos que recibirá y de esa forma obtener los fondos necesarios. Debido al problema cambiario la emisión debería realizarse en moneda local, para evitar futuros problemas devaluatorios y de descalce entre ingresos y pagos. Esto también contribuiría a la calificación ya que disminuye el riesgo de que la concesionaria no pueda cumplir con los pagos.

Una vez concluido el proceso de preparación de la emisión, se lanzaría al mercado de capitales para obtener los fondos. Obtenidos éstos, se procedería a realizar las obras.

Una ventaja de obtener financiamiento de esta manera es que, al ser títulos operados en el mercado y monitoreados durante toda su vida por las calificadoras, se obtiene una forma **de seguimiento y presión** a llevar en tiempo y forma los proyectos evitando los problemas de la no ejecución que muchas veces surge en los proyectos públicos.

4. Qué debe hacer el legislativo, las provincias y el ejecutivo

Si bien la propuesta es que las obras sean llevadas adelante por agentes privados el estado tiene todavía una participación importante.

Como mencionamos anteriormente el gobierno central debería en primer lugar definir el programa de inversiones a ser realizados. Esto debe hacerse estableciendo un orden de prioridad de acuerdo a las necesidades del sector.

Una vez que se identifican las obras debe procederse a la licitación. La década pasada dejó varias enseñanzas con respecto a los procesos licitatorios, en particular a la transparencia del proceso como así también a la redacción de los pliegos. Lo ideal es que se busque la forma más competitiva de llevar a cabo estos procesos para que el ganador realmente sea el más eficiente y adecuado para llevar a cabo la obra. Los proyectos también deberán ser evaluados de la forma más completa y detallada para así evitar problemas del pasado.

Una vez otorgada la concesión debería haber un trabajo conjunto entre privados y el estado, para que los conocimientos de ambos sirvan para mejorar el resultado del proyecto.

Debido a que los técnicos estatales no se encuentran familiarizados con instrumentos complejos como son los fideicomisos, para el armado del programa global debería haber interrelaciones también entre los profesionales del mercado de capitales y el estado. En esta etapa sería fundamental para determinar los derechos y obligaciones de cada parte, qué riesgos afrontará cada sector así como las garantías a ser otorgadas.

La participación del estado es fundamental en lo que hace a la regulación que regirá a los nuevos concesionarios y en los contratos licitatorios como ya mencioné. Estos deberán ser realizados de tal manera que le faciliten a los agentes fideicomitir sus ingresos y a su vez que la realización de las mismas no le impliquen al estado una carga en la forma de subsidios que no pueda abonar, como ocurre actualmente. También deberían permitir el establecimiento de tarifas que logren cubrir los costos sin perjuicio de los consumidores de los servicios.

La Comisión Nacional de Vialidad como órgano a cargo de la red vial, debería acotar sus funciones a temas regulatorios y de identificación de posibles oportunidades de inversión, dejando de lado su rol de ejecutor de las obras. Para esto es necesario que cuente con profesionales especializados en esas áreas y técnicos altamente calificados, para lograr mejores resultados en su gestión.

5. Experiencias internacionales.

Las experiencias internacionales que hay en el uso de este tipo de instrumento es variada y muchas emisiones fueron realizadas en Latinoamérica así como en otros países emergentes.

La primera securitización la realizó la empresa mexicana de teléfonos, Telmex, en 1987. El flujo fideicomitado consistió en los pagos futuros de tarifas telefónicas. A partir de ese momento se realizaron más de 200 operaciones por un monto total de 47.3 billones de dólares.

En 1997 la empresa de telecomunicaciones de Pakistán emitió US\$ 250 millones fideicomitiendo sus pagos futuros a ser recibidos de AT&T, MCI, Sprint, British Telecom, Mercury Telecommunications y Deutsche Telekom.

Aunque esta empresa tiene una participación estatal del 88%, la emisión contó con una calificación cuatro escalones por encima de la nota soberana en ese entonces B+.

Debido a los problemas surgidos en el país durante el año 1998, la economía pakistaní sufrió un duro golpe así como la confianza en la misma. Los inversores temían que el gobierno tuviera el mismo tratamiento para con toda la deuda pública y no honrara los pagos de amortizaciones e intereses de la empresa.

Aunque el estado reestructuró su deuda en 1999 luego de varios acuerdos previos, los flujos de la emisión nunca fueron afectados, a pesar de la baja en la calificación en varias oportunidades.

Los motivos que se argumentaron para que el estado cumpliera con los pagos es que por un lado el monto de los ingresos totales comprometidos eran solo el 30%, pero más importante todavía era que el gobierno no quería arriesgar la operatoria de la telefónica dentro del país, así como las comunicaciones con el resto del mundo.

En agosto de este año el Municipio de Monterrey (México), anunció la emisión de certificados bursátiles por un monto de hasta 168 millones pesos mexicanos para ser utilizado en la realización de obras públicas productivas. Este municipio es un centro industrial con una sólida base económica. El municipio es sede de importantes compañías dentro de las cuales destacan diversos ramos industriales tales como acero, bebidas, químicos y autopartes.

Standard & Poor's tuvo a su cargo la calificación de la emisión (mxAAA) la cual señala la probabilidad de pago en tiempo y forma de los intereses a los inversionistas, y del repago del capital en el vencimiento estimado.

La emisión se hará a través de un **fideicomiso maestro** el cual servirá como fuente de pago de interés y repago de capital de los Certificados. De tal manera que el fideicomiso maestro también servirá como fuente de emisiones o contratos de deuda que el Municipio realice en el futuro y que queden registrados en el fideicomiso. Los ingresos que se aportan son el 50% de las participaciones que le corresponden al Municipio provenientes del Fondo General de Participaciones y del Fondo de Fomento Municipal. Las participaciones fideicomitadas representan alrededor de un 19.5% de los ingresos del municipio de Monterrey.

El fideicomiso maestro establecerá una cuenta concentradora en donde recibirá en forma mensual los flujos de las participaciones fideicomitadas. De la misma manera, se crearán dentro del fideicomiso diversas cuentas correspondientes a un Fondo de Pago de Intereses, Fondo de Pago de Capital y al Fondo de Reserva. En los Fondos de Intereses y de Principal se irán acumulando mensualmente los montos necesarios para cubrir los pagos de intereses de manera semestral y cubrir el pago de principal en cinco pagos consecutivos a partir de la sexta fecha de pago de intereses de la emisión.

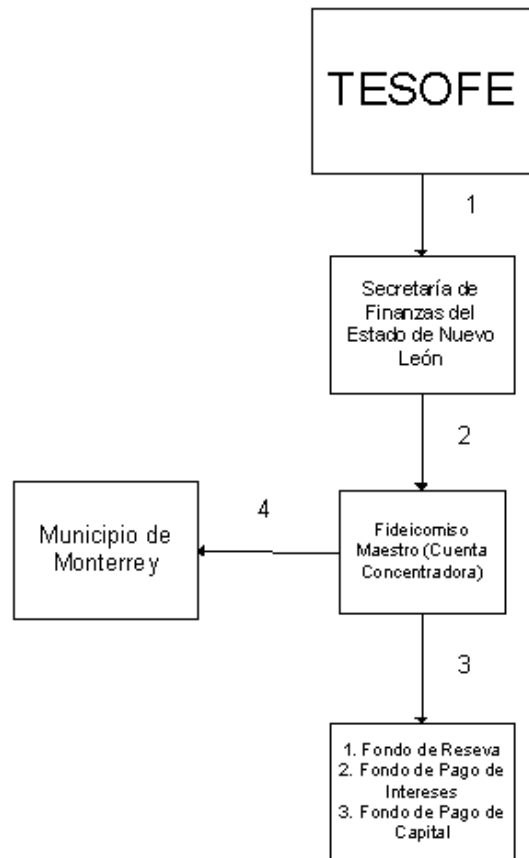
Los intereses tendrán amortización semestral, mientras que el principal se amortizará en cinco pagos consecutivos a partir de la sexta fecha de pago de intereses de la emisión. La tasa de interés de los es variable y se ajustará cada 189 días. La colocación será dentro de la República Mexicana.

Puede darse un **rescate anticipado** de los títulos. Un evento de aceleración se dará cuando el Municipio de Monterrey incumpla alguna de las obligaciones y limitaciones a las que se sometió bajo los Certificados. Algunos causales de la aceleración son: una baja de cuatro niveles en la calificación inicial del Municipio de Monterrey o de los Certificados, que el municipio supere una relación de servicio de toda su deuda mayor a 19.5% de las participaciones recibidas anualmente o que la relación de toda su deuda financiera supere el 50% de las participaciones recibidas anualmente.

Dentro de los **riesgos asociados** a la emisión se encuentran: retrasos en la entrega del flujo de participaciones por la Tesorería del Estado de Nuevo León (este riesgo está mitigado por los Fondos de Reserva, de Pago de Capital y de Pago de Intereses), riesgo de interferencia en la entrega de participaciones por parte de la Secretaría de Finanzas del Estado de Nuevo León. También, debido a que el flujo de participaciones pasa por una cuenta del Estado antes de distribuirse entre los municipios, bajo un escenario de incumplimiento del Estado, hay una baja probabilidad de que el Estado interfiera con el flujo de participaciones. El otro riesgo que se evidencia es respecto al seniority de los títulos. Los contratos de deuda garantizados con participaciones federales establecidos con anterioridad a la constitución del fideicomiso maestro tienen prioridad sobre los Certificados. Dichos contratos cuentan además con el sistema de mandato que le permite al acreedor en el caso de un incumplimiento de pago sobre el contrato solicitar a la Federación que descuenta al gobierno del estado directamente de su flujo de participaciones lo correspondiente al pago de la deuda que no fue cubierto en su momento.

Los montos en los diversos fondos se invertirán en **valores gubernamentales en moneda nacional**. Los vencimientos de dichas inversiones deberán de respetar las fechas de pago de los Certificados. Los rendimientos obtenidos por estas inversiones se mantendrán dentro de los distintos Fondos.

Estructura de los Certificados Bursátiles del Municipio de Monterrey



1. La Tesorería transfiere las participaciones a la Secretaría de Finanzas del Estado de Nuevo León
2. La Secretaría de Finanzas del Estado de Nuevo León por instrucción del Municipio transfiere el 100% de las participaciones federales fideicomitadas al Fideicomiso Maestro
3. Abono a las cuentas de los diferentes fondos
4. Entrega del remanente al Municipio

María Soledad Arraigada es Licenciada en Economía. Este trabajo recibió una mención en el tema Infraestructura del Concurso “Soluciones de Políticas Públicas” que organizó la Fundación Atlas para una Sociedad Libre.

Bibliografía

- Standard & Poor's, “*Global Rating Criteria Latin America*”, 2002, Second Edition
- Standard & Poor's, “*Calificaciones y Fundamentos*”, Junio 2001, Argentina
- Fabozzi, Frank J., “*Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program*”, 2000, Frank J. Fabozzi Associates Ed.
- Ketkar, S – Ratha, D, “*Development Financing During a Crisis: Securitization of Future Receivables*”, Economic Policy and Prospects Group, World Bank, 2001
- Lopez Murphy, Ricardo; Conte Gerard, Mariana; Auguste, Sebastián; Cristini, Marcelo; Salinardik, Mario, “*Argentina: infraestructura, ciclo y crecimiento*”, 1998, FIEL – Cámara Argentina de la Construcción.

- Müller, Alberto, “*Diagnóstico y políticas para el sector transporte*”, 2002, Hacia el Plan Fénix.
- www.mecon.gov.ar
- www.indec.gov.ar