

## CRECIMIENTO ECONÓMICO

**LOS BONOS COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO PARA LAS UNIDADES MUNICIPALES DE LA REPÚBLICA DEL PARAGUAY, 2013-2020****BONDS AS A FINANCING TOOL FOR MUNICIPALITIES OF PARAGUAY, 2013-2020**

[Rodrigo Jesús Lovera Verdún](#)<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Ministerio de Hacienda. Asunción, Paraguay.

Recibido: 06/01/2021

Aceptado: 20/05/2021

**RESUMEN**

Los bonos constituyen un instrumento de financiamiento con el que cuentan las corporaciones y las entidades públicas para obtener financiamiento. Como es sabido, en la mayoría de los Municipios del Paraguay, los recursos son escasos, ya sea por una asignación presupuestaria insuficiente o por su propia incapacidad de gestión que no les permite percibir los ingresos que deberían en concepto de impuestos, tasas y contribuciones. Por ello, se presentan a los bonos como una estrategia responsable que puede ser adoptada por los Municipios como una alternativa de financiamiento, que les permita solucionar sus problemas financieros y realizar inversiones públicas en sus comunidades. En este contexto, el objetivo general de la investigación es analizar las implicancias de la emisión de bonos como alternativa de financiamiento para los Municipios. El estudio ha sido llevado a cabo bajo un diseño bibliográfico-documental, los niveles empleados fueron exploratorio, descriptivo y explicativo, el enfoque del trabajo fue cualitativo y se utilizaron métodos como análisis, síntesis y deducción. Los resultados demuestran que existe un número reducido de Municipios que participan en el mercado de valores como entidades emisoras y estas unidades deberían ser capaces de recurrir al mercado de valores en un mayor número para financiarse, puesto que existen más ventajas que desventajas asociadas a la utilización de bonos y el mismo es un medio valedero autorizado en la Ley de Carta Orgánica Municipal para obtener el financiamiento necesario que les permita la realización de obras públicas de alto impacto social dentro de sus comunidades.

**PALABRAS CLAVES:** bonos, finanzas, municipalidades

## ABSTRACT

Bonds are a financing tool available to corporations and public entities to meet their financing needs. As is known, in most of the Paraguay's Municipalities, resources are limited, either due to an insufficient budget allocation or due to their own inability to manage that does not allow them to collect the income they should in taxes, fees and contributions. Therefore, bonds are presented as a responsible strategy that can be adopted by Municipalities as a financing alternative, which could allow them to solve their financial problems and make public investments in their communities. In addition, the general objective of the research is to analyze the implications of bond issuance as a financing alternative for Municipalities. Hence, the research has been carried out under a bibliographic-documentary design, the levels used were exploratory, descriptive and explanatory, the approach was qualitative and methods such as analysis, synthesis and deduction were used. The results show that there is a reduce number of Municipalities that actively participate in the securities market as bond issuers and these units should be able to step into the securities market in a greater number to finance they needs, since there are more advantages than disadvantages associated with bonds issuances and it is also authorized by the Municipal Organic Law to obtain the necessary financing that allows them the realization of public works with high social impact within their communities.

**KEY WORDS:** bonds, financing, municipalities

## RESUMO

Os bonos constituem um instrumento de financiamento com o que cuentan las corporaciones y las entidades públicas para obtener financiamiento. Como es sabido, en la mayoría de los Municipios del Paraguai, los recursos son escasos, ya mar por una asignación pressupuestaria insuficiente o por su propia incapacidad de gestión que não les permite percibir los ingresos que deberían enuco de impuestos, tasas y contrib. Por ello, se apresenta os bônus como uma estratégia responsável que pode ser adotada pelos Municípios como uma alternativa de financiamento, que permite a solução de problemas financeiros e realizar inversões públicas em suas comunidades. Neste contexto, o objetivo geral de la investigación es analizar las implicancias de la emisión de bonos como alternativa de financiamiento para los Municipios. El estudio foi vivido em um cabo bajo un diseño bibliográfico-documental, los niveles empleados fueron exploratorio, descriptivo y explicativo, el enfoque del trabajo fue cualitativo e se

utilizaron métodos como análisis, síntesis y dedición. Los resultados demuestran que existe un número reducido de Municipios que participan en el mercado de valores como entidades emisoras y estas unidades deberían ser capaces de recurrir al mercado de valores en un mayor número para financiarse, puesto que existe más ventajas que acadajas a laici desventada bonos y el mismo es un medio valedero autorizado en la Ley de Carta Orgánica Municipal para obtener el financiamiento necesario que les permiten la realización de obras públicas de alto impacto social dentro de sus comunidades.

**PALAVRAS-CHAVE:** títulos, finanzas, municipios

## ÑEMOMBYKY

Umi bono ha'e peteĩ tembiporu jehepyme'ērã atyjoja ha mba'erekoaty tetãmba'éva oipurukuaáva ohupyty haġua jehepyme'ẽ. Ojekuaániko hetave umi tavao Paraguaypegua, isogue, ikatu sa'ieterei oñembosako'íva chupe ġuara, térã ha'e voi ndaikatupyrygui, ombyaty haġua mba'erepy ikatúva oġuenohẽ tetãme'ẽmbyrã, tepyme'ẽmby ha virupytyvõgui. Upévare, oñemoĩ bonos tembiporu pokaturã ikatúva Tavaokuéra oipyhy, jehepyme'ērã ikatúva oipytyvõ ñapañuái jehepyme'ẽmbýpe ha ojapo haġua viruporu tetãmba'éva hekohápe. Kóva rérape, tembikuaareka ohupytyseva ha'e ñehesa'yjijo bonos oñeme'ẽva Tavaokuérape ambue jehepyme'ērã. Ko'ã jesareko oikokuri kuatiañe'ẽ - haipy guive, umi hetepyra'ã ojepuruva'ekue ha'e tembikuaareka ypy, techaukarã ha mba'ereguáva, tembiapo oiko tekogua ha ojeporu tapereko ha'éva ñehesa'yjijo, mombyky ha ñembyapu'a oikova'ekuegui. Ko'ã jehechapyre ohechauka mbovyeterei Tavao ijáva ñemuha mbohepyrýpe avatyrekópe me'ẽharõ ha ko'ã ipeteĩrekóva ikatupyryva'erãmo'ã ija haġua hetakuére ñemuha mbohepyrýpe oreko haġua tepyme'ērã, oĩvehaguére changui changui'ygui ojuajúva bonos jeporu rehe ha ko'áva ha'e tembiporu añetete Carta Orgánica Municipal Léi omonéiva ojuhupyty haġua jehepyme'ẽ tekotevẽva ombokatúva tembiapo ojekuaapáva ikatúva oipytyvõ mbarete avaaty hekohapeguápe.

**ÑE'Ë REKOKATU:** Bonos, tepyme'ẽ, Tavaokuéra

**AUTOR CORRESPONDIENTE:** Econ. Rodrigo Lovera. Ministerio de Hacienda. Asunción, Paraguay. Email: rodrigo\_lovera@hacienda.goy.py

## INTRODUCCIÓN

La emisión de bonos constituye un instrumento de financiamiento con el que cuentan las corporaciones y las entidades públicas para obtener financiamiento. Dentro de esta operación financiera intervienen dos agentes importantes que son, por un lado, el emisor quien es el agente que necesita financiarse, y por el otro lado, el inversionista, quien adquiere ese título de deuda y con ello financia al emisor a cambio de recibir beneficios a través del cobro periódico de intereses o a través de la comercialización de esos títulos en el mercado secundario (Allen, Myers & Brealey 2010).

La importancia de este instrumento para la administración pública en general radica en que representa una fuente de financiamiento para los organismos del Estado y constituye un medio para cumplir sus objetivos primordiales: satisfacer las necesidades básicas de la población y alcanzar el bienestar general de la misma. El uso responsable de esta herramienta de financiamiento es fundamental para mantener la salud de las finanzas públicas ya que impacta directamente en el nivel de deuda pública, de manera a que no se produzcan desequilibrios fiscales y la deuda pública se mantenga dentro de los límites de sostenibilidad recomendables por la teoría económica (Báez, 2012).

Cabe destacar que el Estado paraguayo ha utilizado esta herramienta de financiamiento desde hace varias décadas atrás y ha intensificado su uso desde el año 2013, cuando incurrió en los mercados financieros internacionales para la emisión de títulos de deuda (Ministerio de Hacienda, 2020). Sin embargo, si bien el uso de la emisión de bonos es la constante para la Administración Central, no lo es para los Municipios.

En este sentido, esta investigación es realizada con la finalidad de dar a conocer a las Unidades Municipales el mecanismo de utilización de bonos como un instrumento de financiamiento a partir de lo ya realizado por algunos Municipios emisores de bonos dentro del mercado de valores local y tiene como objetivo general analizar las implicancias de la emisión de bonos como alternativa de financiamiento para estos Municipios.

Como es sabido, en la mayoría de las Unidades Municipales los recursos con los que cuentan son escasos, ya sea por una asignación presupuestaria insuficiente por parte de la Administración Central o por una incapacidad de la propia gestión municipal que no les permite recaudar todos los ingresos que deberían percibir en concepto de

impuestos, de tasas y contribuciones. En este sentido, estos hechos citados provocan que la gestión municipal no sea eficiente ante la escasez de recursos a la que se enfrentan y la gran demanda de bienes públicos por parte de sus comunidades. Es por esto que, se presenta a la emisión de los bonos como una estrategia responsable que puede ser adoptada por los municipios como una alternativa de financiamiento que permitan solucionar los problemas financieros de las administraciones municipales del Paraguay.

La importancia de la realización de esta investigación radica en que el desconocimiento del funcionamiento de los bonos como herramienta de financiamiento provoca, muchas veces, que los Municipios ignoren por completo la existencia de los mismos y de esa manera pierden la oportunidad de participar dentro del mercado de valores, lo cual no les permite diversificar sus fuentes de acreedores y de financistas.

## **MATERIALES Y MÉTODOS**

La investigación siguió un diseño bibliográfico-documental, puesto que se indagó información preliminar relevante sobre la experiencia de los Municipios del Paraguay con respecto a la emisión de bonos con la finalidad de estructurar tanto el problema de investigación como el marco teórico, comprendió los niveles exploratorio, descriptivo y explicativo, ya que se examinaron los principales resultados y características existentes en literatura económica referentes al tema de investigación y se establecieron las principales características de las emisiones de bonos realizadas por los Municipios dentro del periodo de estudio.

El enfoque del trabajo fue cualitativo, debido a que se tomó en consideración las principales características del historial de operaciones de emisión de bonos realizadas por parte de las Unidades Municipales y el mismo fue suministrado por la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A. (BVPASA) y, a partir del historial mencionado, se analizaron sus estrategias de emisión de bonos, de manera a identificar las ventajas y las desventajas de la utilización de este mecanismo de financiamiento y las razones que sustentan la baja participación de los Municipios dentro del mercado de valores.

Además, se utilizaron métodos como el análisis; ya que la recolección de datos se obtuvo por medio de la indagación de los documentos y la posterior organización de las informaciones más relevantes, la síntesis; en la redacción de las conclusiones, y el de deducción.

## RESULTADOS Y DISCUSIÓN

### Emisiones de Bonos de las unidades públicas del Paraguay

En Paraguay, según la Comisión Nacional de Valores (CNV), los bonos son considerados como un instrumento de financiamiento que no solamente puede ser utilizada por el Tesoro Nacional, sino también por las Unidades Municipales del país, de manera a que puedan contar con el financiamiento necesario para sus finalidades presupuestarias, específicamente para la realización de obras públicas de alto impacto social dentro de sus comunidades (CNV, 2015).

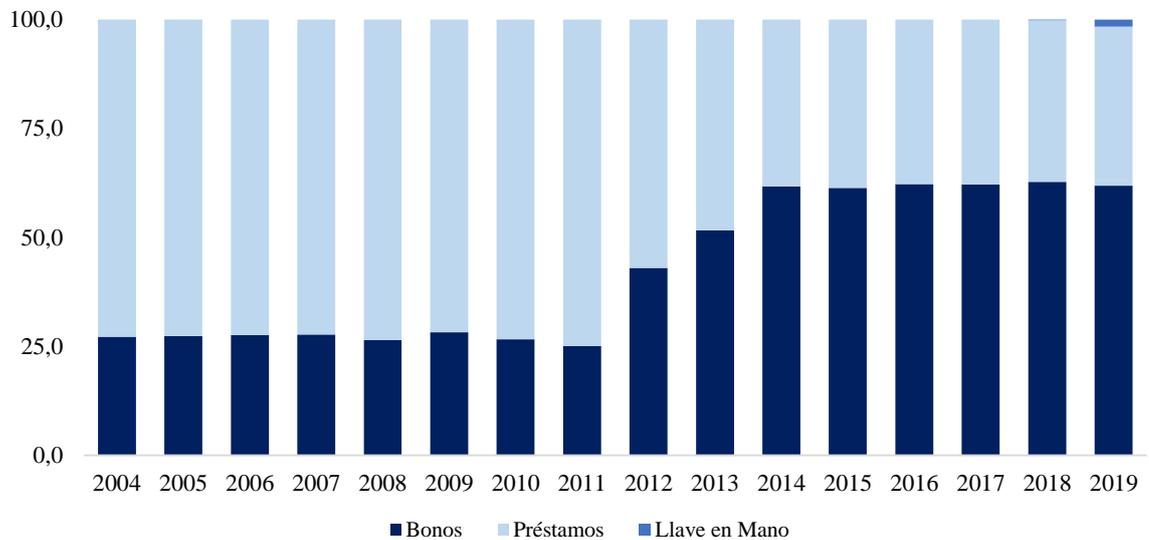
Hasta el 2020, de un total de doscientos cincuenta y cuatro municipios existentes dentro de la administración territorial del Paraguay, solamente cinco de ellos han realizado algún tipo de operación financiera que implique la obtención de financiamiento a través de la emisión de bonos. Estos municipios son: Asunción, Ciudad del Este, Fernando de la Mora, Villa Hayes y Villarrica (BVPASA, 2020).

Según el artículo N° 198 “Deuda Pública Municipal” de la Ley N° 3.966/2010 de la Carta Orgánica Municipal, se establece que el endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público se denominará “deuda pública municipal” y menciona que la emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo o mediano plazo relativos a un empréstito es, efectivamente, un mecanismo de endeudamiento para los municipios.

Pudiera parecer extraño que, existiendo este artículo establecido dentro de la Carta Orgánica Municipal hayan sido, hasta la fecha de redacción de esta investigación, solamente cinco los municipios que hayan decidido recurrir a la emisión de bonos como instrumento de financiamiento. Otro aspecto que puede generar duda es que la historia de la utilización de los bonos de estos municipios es muy reciente, es decir que la incursión de más de un Municipio a la vez dentro del mercado de valores se produce recién en el año 2013 (BVPASA, 2020).

Sin embargo, al analizar el contexto a un nivel macro, y al recabar información acerca de la experiencia de la administración central del país con la utilización de los bonos como herramienta de financiamiento, se verifica que los bonos como instrumento de financiamiento, si bien siempre han sido utilizados por el Estado, han adquirido una mayor importancia en los últimos años. Precisamente, la figura 1 muestra la evolución de la utilización de los distintos instrumentos de financiamiento durante los últimos 15 años por parte de la administración central.

**Figura 1:** Instrumentos de Financiamiento de la Administración Central de Paraguay.  
En Porcentaje %. Periodo 2004-2019.



**Fuente:** Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda, 2020.

Se verifica que el Tesoro Nacional siempre ha utilizado bonos para financiarse, mayormente estos títulos de deuda eran emitidos en el mercado local. En segundo lugar, el instrumento de financiamiento más utilizado hasta el 2012 habían sido los préstamos otorgados por las instituciones de crédito internacionales multilaterales y las agencias gubernamentales bilaterales, momento en el cual los préstamos representaban 57% y los bonos 43%. En tercer lugar, el financiamiento a través de bonos ha adquirido una mayor importancia desde el año 2013, en virtud a la emisión de bonos soberanos en los mercados internacionales. Al cierre del año 2019, 61,9% del total de la deuda pública del Paraguay estaba materializada en bonos, el 36,5% correspondía a préstamos y el 1,6% correspondía a la deuda derivada de la realización de proyectos de obras públicas en la modalidad de la Ley N° 5.074/13 “Llave en Mano” (MH, 2020).

Después de haber analizado a la utilización de bonos como instrumento de financiamiento por parte de la administración central, resulta más claro entender por qué el uso de los bonos por parte de los municipios es un hecho relativamente reciente, y esto se debe a que, si bien los bonos siempre fueron utilizados por la administración central, estos adquirieron una mayor importancia en cuanto su uso a partir del año 2012, lo cual a su vez coincide con el comienzo de la emisión de bonos por parte de más municipios en el Paraguay. Por lo tanto, puede inferirse que la experiencia de la administración central ha servido como guía en el comienzo del proceso de utilización de bonos por parte de un mayor número municipios del país.

Además, el desarrollo del mercado de valores que se ha producido en los últimos años verificado en el aumento del volumen de transacciones dentro de la BVPASA, permitió a su vez, captar el interés de un número mayor de entidades tanto públicas como privadas que han acudido a la bolsa en búsqueda del financiamiento necesario para el logro de sus cometidos (BVPASA, 2020).

En este contexto, durante el proceso de indagación sobre el tema de investigación fueron identificadas una serie de dificultades que atraviesan los municipios en cuanto a necesidades de financiamiento se refiere, en especial la escasez de recursos con los que cuentan para desempeñar sus funciones específicas. Precisamente, esta escasez de recursos dificulta el funcionamiento eficiente de estas instituciones y no les permite concretar la realización de obras públicas de gran envergadura que demanden gran cantidad de recursos y generen un impacto positivo en sus comunidades.

De hecho, al no contar con la solvencia económica y la liquidez necesarias, estos gobiernos municipales deberían hacer uso de ciertas herramientas que les permitan obtener el financiamiento necesario a través del endeudamiento público, como lo son los bonos, pero no lo hacen porque se enfrentan a distintos tipos de dificultades que les impiden cumplir con el proceso administrativo necesario para concretar una emisión (Britoz, 2013).

Precisamente, una dificultad identificada en esta investigación acerca de la escasa utilización de los bonos por parte de los Municipios, es la sesgada preferencia de estas administraciones públicas a financiarse periódicamente a través de préstamos comerciales otorgados por instituciones financieras y bancarias. La razón de esta sesgada preferencia resulta ser la facilidad de acceso a este tipo de financiamiento, a pesar de el mismo tenga elevadas tasas de interés y cortos períodos de repago de capital.

Por otro lado, otra dificultad identificada y que es relevante detrás de la poca utilización de esta herramienta de financiamiento por parte de los municipios, se centra en el desconocimiento del funcionamiento de estos instrumentos. Muchas veces, por desconocimiento, por temor o por no contar con un capital humano con capacidad técnica, vasta formación académica y práctica en el mundo financiero, las autoridades de los organismos públicos locales prefieren no utilizar estos instrumentos para financiarse, desaprovechando así las utilidades y ventajas de los mismos (Ponce, Mojerón, Salazar & Baque, 2019)

Adicionalmente, una tercera problemática relacionada a la poca utilización de la emisión de bonos como herramienta de financiamiento por parte de los municipios es, sin lugar a dudas, la desconfianza generalizada de la ciudadanía a lo que se conoce como “deuda pública”, a causa de las múltiples experiencias negativas de corrupción y malversaciones de fondos por parte de administraciones municipales anteriores que han estado envueltas alrededor de estas operaciones en el pasado.

### **Experiencia de emisión de Bonos de los Municipios en Paraguay**

En lo que respecta a las emisiones realizadas por los Municipios, los datos recabados de los registros de la BVPASA demostraron que el Municipio de Asunción fue el primero en incursionar en el mercado de valores, a través de la emisión de pagarés bursátiles y bonos desde el año 1997.

Ya a partir del 2012, la Municipalidad de Asunción emitió bonos dentro del sistema de negociación electrónica de la BVPASA. A partir de este año, fue necesario que el municipio cuente con un Plan de Emisión Global cada año, donde se debía indicar el monto de emisión global del año, las características de los bonos a ser emitidos dentro de ese plan de emisión global, las series, los destinos de los fondos, entre otros puntos.

Este mecanismo, le ha permitido al Municipio organizar de manera más efectiva sus necesidades financieras y presupuestarlas cada año. Hasta el 2020, el Municipio de Asunción es el que se mantiene más activo dentro del mercado de valores y esto le ha permitido acudir periódicamente al mercado de valores para emitir bonos que le permitieron financiar sus necesidades financieras de inversión.

Seguidamente, el Municipio de Fernando de la Mora fue el segundo en incursionar en el mercado de valores. En el 2013, el Municipio decidió emitir bonos por una suma de Gs. 4.000 millones en el marco del primer Plan Global de Emisiones del Municipio. Los recursos obtenidos fueron destinados a la refacción, remodelación, construcción y adecuación de los Cementerios Norte y Sur de la ciudad. Sin embargo, no fue sino hasta el 2020 que la administración de la municipalidad decidió recurrir nuevamente a la emisión de bonos para obtener financiamiento.

El segundo Plan de Emisión Global del municipio buscó emitir bonos por un total de Gs. 6.000 millones, cuyos fondos fueron destinados a proyectos de mejoramiento de infraestructura y compra de maquinarias y equipos. Asimismo, en el tercer Plan Global de Emisión del municipio, se estipuló la emisión de bonos por Gs. 12.000 millones, los cuales fueron destinados para el Financiamiento del presupuesto municipal del

ejercicio 2020 en el marco de la emergencia sanitaria por el COVID-19, exceptuando los gastos corrientes (Municipalidad de Fernando de la Mora, 2020).

Según la BVPASA (2020), como tercer y cuarto municipios que incursionaron en el mercado de valores, se encuentran los Municipios de Villa Hayes y de Ciudad del Este. En caso del Municipio de Villa Hayes, en enero de 2014 decidió emitir un título de deuda por Gs. 3.000 millones. Los fondos obtenidos con la emisión fueron destinados a gastos de capital, específicamente en la Construcción del Centro Cultural Municipal. Posteriormente, el Municipio de Villa Hayes había vuelto a realizar una emisión de bonos en el año 2019, por un monto de Gs. 5.000 millones

En lo que respecta al municipio de Ciudad del Este, en septiembre del año 2014, decidió emitir títulos de deuda por un total de Gs. 20.000 materializados en cuatro series de bonos. Lo más resaltante de estas emisiones es que los recursos obtenidos a través del financiamiento fueron asignados en un 80% a obras de infraestructura y el restante a actividades que la administración municipal considerase necesarios y se enfatizó que los mismos no podían ser destinados a gastos corrientes, en estricto cumplimiento del artículo N° 197 de la Ley N° 3.966/2010 de la Carta Orgánica Municipal donde se prohíbe realizar operaciones de crédito público para financiar gastos corrientes.

Por último, el quinto municipio que en utilizar a la emisión de bonos como instrumento de financiamiento fue el Municipio de Villarrica. En el año 2017, el Municipio emitió bonos por un total de Gs. 3.800 millones y los recursos obtenidos a través de esta emisión fueron destinados al financiamiento del proyecto que comprendía la construcción de la Terminal de Ómnibus de la ciudad (BVPASA, 2020).

En suma, la Tabla 1 resume las primeras emisiones realizadas por los Municipios en el Paraguay. Se destaca que el monto mayor de emisión de bonos lo ha realizado la Municipalidad de Ciudad del Este por un total de Gs. 20.000 y las mejores condiciones financieras de emisión las ha obtenido el mismo Municipio, que ha obtenido tasas de interés de entre 13,5% y 15,5%.

**Tabla 1:** Primeras emisiones de Bonos realizadas por Municipios del Paraguay

<b>Municipios</b>	<b>Primera emisión registrada</b>	<b>Monto de Emisión</b>	<b>Tasas cupones de los Bonos</b>
Municipalidad de Asunción	1997	Gs. 10.000 mill.	N/D
Municipalidad de Fernando de la Mora	2013	Gs. 4.000 mill.	18%

Municipalidad de Villa Hayes	2014	Gs. 3.000 mill.	17%
Municipalidad de Ciudad del Este	2014	Gs. 20.000 mill.	13,5% - 15,5%
Municipalidad de Villarrica	2017	Gs. 3.800 mill.	16%

Fuente: Elaboración propia con datos de la BVPASA, 2020.

### **Ventajas y Desventajas de la utilización de bonos para los Municipios en Paraguay**

Una serie de ventajas con respecto a la utilización de bonos como instrumentos de financiamientos para los Municipios fueron identificadas dentro de la literatura económica (Berk & Demarzo, 2008) y en la propia experiencia de los Municipios emisores de bonos en el Paraguay, entre las cuales se destacan:

**a. Punto intermedio entre la tasa de interés activa y pasiva del mercado:**

Cualquier entidad que decida financiarse a través del mercado de valores, se posiciona en medio de la tasa de interés activa y la tasa de interés pasiva del mercado, puesto que un bono emitido en el mercado permite aglutinar al inversionista, quien por un lado, desea una tasa de interés atractiva para realizar su inversión, y la misma debe ser superior a la tasa de interés activa de referencia del mercado financiero; y al emisor del título, quien por el otro lado, desea pagar una tasa más baja para poder endeudarse, lo cual resulta en una tasa atractiva para ambas partes. Por lo tanto, para un Municipio, emitir bonos significa endeudarse a menores tasas de interés en comparación a las tasas de interés que pagaría para acceder a créditos comerciales. Tal es así que, las tasas de interés de los bonos emitidos por los Municipios en Paraguay se ubicaban en el 15% en promedio durante el periodo de estudio, valor inferior a las tasas de interés de los préstamos bancarios.

**b. Periodo de gracia mayor y pago del capital al vencimiento de la deuda:** los bonos convencionales, que son los mayormente comercializados dentro del mercado de valores local, presentan la característica de que el pago del capital, por lo general, es realizado al vencimiento o en un periodo final cercano al vencimiento del título. Por ello, si bien se pagan intereses a lo largo de la vida del título, desde el periodo de emisión hasta la fecha de vencimiento existe un periodo de gracia que le otorga mayores facilidades a los emisores. Esto no sucede dentro del mercado financiero con los préstamos comerciales, puesto que la propia

regulación no contempla plazos de gracia muy extendidos. Esto les permite a los Municipios destinar menor cantidad de recursos al pago de servicio de la deuda cada año y de esa manera optimizar el uso de los recursos de los cuales dispone.

- c. Los bonos permiten el “rollover” del capital:** es decir que, al vencimiento del bono, el emisor puede optar por repagar el valor nominal del bono o bien puede emitir otro bono con idénticas condiciones y estructuración, de manera a realizar una operación de *rollover* y así trasladar el vencimiento del bono a futuro. Tal como sucede en el punto anterior, la regulación del sistema financiero muchas veces no permite realizar este tipo de operaciones por el monto total del capital, por lo cual es una facilidad de los bonos. A través de la emisión de bonos, los Municipios pueden refinanciar sus bonos, a través de las emisiones de otros bonos, y estas operaciones de administración de pasivos les permiten contar con previsibilidad presupuestaria.
- d. Disciplina administrativa y financiera en la gestión municipal:** acceder a los mercados de valores les genera una disciplina distinta a los emisores de bonos. Es decir que, para poder participar del mercado de valores, existe una serie de condiciones que diferentes a las que se deben cumplir para tomar un crédito comercial. La más importante, sin lugar a dudas, es la calificación crediticia que debe obtener la entidad emisora. La misma constituye una señal para los inversionistas y los Municipios deben hacer todo lo que esté a su alcance por obtener a lo largo del tiempo mejores calificaciones crediticias. Los Municipios tienen el incentivo para realizar su gestión administrativa de la manera más eficiente para que los inversionistas conciban como menos riesgosa su inversión en sus títulos de deuda y obtengan así menores costos de financiamiento.

En lo que respecta a las desventajas asociadas a los bonos como instrumento de financiamiento para los Municipios del Paraguay se resumen principalmente en los siguientes puntos, relacionados a los costos de acceso al mercado de valores:

- a. Servicios profesionales:** en primer lugar, si el Municipio no cuenta con un equipo técnico con conocimiento profundo en materia de finanzas, la cual es la realidad en la mayoría de las instituciones, se debe contratar los servicios profesionales de expertos en la materia, quienes se encarguen del asesoramiento, del diseño y de la estructuración de la operación financiera.
- b. La Calificación Crediticia:** se debe contar con una calificación crediticia, y para poder hacerlo, se procede a la contratación de los servicios de una agencia

calificadora para que esta evalúe los aspectos cualitativos y cuantitativos de la institución y brinde así una opinión que se ve reflejada en el rating crediticio.

- c. **Servicios de un intermediario financiero:** el municipio también debe contratar los servicios de un intermediario que lidere la transacción en el mercado de valores y estos servicios son prestados por una Casa de Bolsa, por lo que, esto además representa otro costo.
- d. **Confianza de los inversionistas:** el municipio debe transitar un largo trecho para ganar la confianza de los inversionistas. Este trabajo puede llegar a ser arduo y demanda mucho esfuerzo de todas las instancias que componen la institución. Precisamente, los inversionistas confiarán en el Municipio si este: cumple a tiempo y en forma con el pago de sus deudas, mantiene una estabilidad financiera y unos ratios financieros que demuestren su liquidez y solvencia, logra mejorar su capacidad institucional y tiene una participación activa dentro del mercado.

Por lo tanto, se afirma que acceder al mercado de valores para poder financiarse a través de la emisión de bonos, representa un costo importante, si es que se lo compara los gastos administrativos que son cobrados dentro del proceso de contratación de un préstamo comercial.

## CONCLUSIONES

En el trabajo se abordó la utilización de los bonos como instrumento de financiamiento para las Unidades Municipales del Paraguay durante el periodo 2013-2020.

En primer lugar, se constató que de un total de doscientas cincuenta y cuatro Unidades Municipales con las que cuenta el Paraguay, solamente cinco fueron las que recurrieron al mercado de valores para obtener financiamiento, lo cual representa un número relativamente bajo respecto al total.

En segundo lugar, se identificaron las razones por las cuales los municipios no utilizan bonos para poder financiarse, entre las que se encuentran: la sesgada preferencia de estas administraciones públicas a financiarse periódicamente a través de préstamos comerciales otorgados por instituciones financieras y bancarias; el desconocimiento del funcionamiento de estos instrumentos y la desconfianza generalizada de la ciudadanía a lo que se conoce como “deuda pública”, a causa de las múltiples experiencias negativas de corrupción y malversaciones de fondos por parte de administraciones municipales en el pasado..

En tercer lugar, se verificó que las principales ventajas de la utilización de bonos se centran en: las bondades propias del mercado de valores que garantizan una nueva

fuelle de financiamiento para el Municipio; la flexibilidad de la estructuración financiera de un bono en términos de las condiciones financieras con menores tasas de interés, mayor periodo de gracia y mayor periodo de repago del capital, los cuales resultan mucho más convenientes para los Municipios en comparación a otras herramientas de financiamiento como los préstamos comerciales obtenidos en el mercado financiero; y las facilidades para poder refinanciar las deudas generadas por la utilización de los bonos. Por lo tanto, las ventajas para los Municipios se resumen en que los Bonos son instrumentos de financiamiento mucho más económicos.

En cuarto lugar, en lo que respecta a las desventajas asociadas a la utilización de los bonos como herramienta de financiamiento, se verificó que las mismas se concentran principalmente en los costos que implican poder acceder al mercado de valores como una institución emisora, por ejemplo, los costos asociados a: la contratación de los servicios de profesionales que estructuren la operación de emisión de bonos; la contratación de una agencia calificadora que otorgue una calificación crediticia al Municipio y la contratación de una casa de bolsa que actúe como agente intermediario de colocación ante la bolsa de valores. Todos estos costos son nulos cuando el Municipio se financia a través de un préstamo comercial en el mercado financiero.

En suma, los Municipios deberían ser capaces de recurrir al mercado de valores para financiarse, puesto que existen más ventajas que desventajas asociadas a la utilización de este instrumento y es un medio valedero autorizado en la propia Ley de la Carta Orgánica Municipal para obtener el financiamiento necesario para la realización obras públicas de alto impacto social dentro de sus comunidades.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allen, F., Myers, S., & Brealey, R. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. Ciudad de México, México D.F., McGraw Hill.
- Báez, J. (2012). Análisis de la Sostenibilidad de la Deuda Pública del Paraguay. Periodo 2011-2016. Recuperado el 02 de octubre de 2018, de Facultad de Ciencias Económicas:  
[https://www.eco.una.py/eco/die/2016/augm\\_articulo\\_JoseBaez\\_v\\_final.pdf](https://www.eco.una.py/eco/die/2016/augm_articulo_JoseBaez_v_final.pdf)
- Berk, J. & Demarzo, P. (2008). *Finanzas Corporativas*. Ciudad de México, México D.F., Pearson Education.
- Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A. (BVPASA). (2020). *Agenda de Emisores registrados*. Asunción, Paraguay: BVPASA. Obtenido de <https://www.bvpasa.com.py/emisores.php>

- Bolsa de Valores y Productos del Paraguay S.A. (BVPASA). (2020). *Mercados e Instrumentos Financieros - Análisis de Riesgo y Portafolios de Inversión*. Asunción. Obtenido de <https://www.bvpasa.com.py/page.php?page=1171&titulo=>
- Britoz, J. (2013). *Financiamiento a través del Mercado de Valores*. Asunción: Comisión Nacional de Valores (CNV). Obtenido de [http://www.cnv.gov.py/publicaciones/folletos/05\\_presentacion\\_UPE.pdf](http://www.cnv.gov.py/publicaciones/folletos/05_presentacion_UPE.pdf)
- Comisión Nacional de Valores (CNV). (2012). *Glosario Financiero*. Asunción, Paraguay. Obtenido de [http://www.cnv.gov.py/publicaciones/glosario/glosario\\_financiero.pdf](http://www.cnv.gov.py/publicaciones/glosario/glosario_financiero.pdf)
- Comisión Nacional de Valores (CNV). (2015). *El mercado de valores paraguayo*. Asunción: CNV. Obtenido de [http://www.cnv.gov.py/publicaciones/folletos/mercado\\_valores.pdf](http://www.cnv.gov.py/publicaciones/folletos/mercado_valores.pdf)
- Ministerio de Hacienda (MH). (2020). *Offering Memorandum Bonds Issuance 2031*. Asunción, Paraguay. Obtenido de <https://economia.gov.py/index.php/dependencias/direccion-de-politica-de-endeudamiento/bonos/bonos-externos/offering-memorandum>
- Municipalidad de Fernando de la Mora. (2020). *Rendición de Cuentas y Transparencia: Resumen Financiero al 2019*. Obtenido de Municipalidad de Fernando de la Mora: <https://www.fdm.gov.py/rendicion-de-cuentas-2020/>
- Myers, B.; Myers C. & Allen, F. (2007). *Principios de Finanzas Corporativas*. Ciudad de México, D.F.: McGraw-Hill.
- Ponce, O.; Morejón, M.; Salazar, G.; Baque, E. (2019). *Introducción a las Finanzas*. Alicante, España: Editorial Área de Innovación y Desarrollo. S.L.