



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**EL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE LA
EMISIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES Y
LA BURSATILIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO**

ENSAYO

**PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA**

PRESENTA

GUADALUPE ARCE LINARES

Asesor: Lic. Alfredo Córdoba Kuthy



México, D.F.

ABRIL, 2005

m. 342768



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: GUADALUPE ARCE
LINDRES

FECHA: 7-ABR-2005

FIRMA: [Firma]



UNIVERSIDAD NACIONAL
AVENIDA DE
MEXICO

**ING. LEOPOLDO SILVA GUTIÉRREZ.
DIRECTOR GENERAL DE LA
ADMINISTRACIÓN ESCOLAR.
P R E S E N T E.-**

Me permito informar a Usted, que de acuerdo a los Artículos 19 y 20, Capítulo IV del Reglamento General de Exámenes, he leído en calidad de Sinodal, el ensayo que como prueba escrita presenta el (la) sustentante: **C. GUADALUPE ARCE LINARES**, bajo el siguiente título: **“EL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE LA EMISIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES Y LA BURSATILIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO”**, en tal virtud, considero que dicho trabajo reúne los requisitos para su réplica en examen profesional.

A t e n t a m e n t e


LIC. ALFREDO CÓRDOBA KUTHY.

FCC/fti



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

ING. LEOPOLDO SILVA GUTIÉRREZ.
DIRECTOR GENERAL DE LA
ADMINISTRACIÓN ESCOLAR.
P R E S E N T E.-

Me permito informar a Usted, que de acuerdo a los Artículos 19 y 20, Capítulo IV del Reglamento General de Exámenes, he leído en calidad de Sinodal, el ensayo que como prueba escrita presenta el (la) sustentante: **C. GUADALUPE ARCE LINARES**, bajo el siguiente título: **"EL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE LA EMISIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES Y LA BURSATILIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO"**, en tal virtud, considero que dicho trabajo reúne los requisitos para su réplica en examen profesional.

Atentamente

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'L. Isaiás Morales Najar', written over a faint, illegible stamp or background.

L.I.C. ISAIÁS MORALES NAJAR.

FCC/fti



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

**ING. LEOPOLDO SILVA GUTIÉRREZ.
DIRECTOR GENERAL DE LA
ADMINISTRACIÓN ESCOLAR.
P R E S E N T E.-**

Me permito informar a Usted, que de acuerdo a los Artículos 19 y 20, Capítulo IV del Reglamento General de Exámenes, he leído en calidad de Sinodal, el ensayo que como prueba escrita presenta el (la) sustentante: **C. GUADALUPE ARCE LINARES**, bajo el siguiente título: **"EL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE LA EMISIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES Y LA BURSATILIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO"**, en tal virtud, considero que dicho trabajo reúne los requisitos para su réplica en examen profesional.

Atentamente

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Alberto Velázquez García', written over a horizontal line.

MTRO. ALBERTO VELÁZQUEZ GARCÍA.

FCC/fti



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

**ING. LEOPOLDO SILVA GUTIÉRREZ.
DIRECTOR GENERAL DE LA
ADMINISTRACIÓN ESCOLAR.
P R E S E N T E.-**

Me permito informar a Usted, que de acuerdo a los Artículos 19 y 20, Capítulo IV del Reglamento General de Exámenes, he leído en calidad de Sinodal, el ensayo que como prueba escrita presenta el (la) sustentante: **C. GUADALUPE ARCE LINARES**, bajo el siguiente título: **“EL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE LA EMISIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES Y LA BURSATILIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO”**, en tal virtud, considero que dicho trabajo reúne los requisitos para su réplica en examen profesional.

Atentamente

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'S. H. A.', written over a horizontal line.

LIC. SAÚL HERRERA AGUILAR.



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

**ING. LEOPOLDO SILVA GUTIÉRREZ.
DIRECTOR GENERAL DE LA
ADMINISTRACIÓN ESCOLAR.
P R E S E N T E.-**

Me permito informar a Usted, que de acuerdo a los Artículos 19 y 20, Capítulo IV del Reglamento General de Exámenes, he leído en calidad de Sinodal, el ensayo que como prueba escrita presenta el (la) sustentante: **C. GUADALUPE ARCE LINARES**, bajo el siguiente título: **"EL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE LA EMISIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES Y LA BURSATILIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO"**, en tal virtud, considero que dicho trabajo reúne los requisitos para su réplica en examen profesional.

Atentamente

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Fodel Jamit Simental', written over a horizontal line.

LIC. FODEL JAMIT SIMENTAL.

FCC/fti

*A mi mami Ana María por darme su amor y ser la luz que guía mi camino.
Gracias por ser mi mejor amiga y decirme las palabras más dulces y tiernas que pueda
escuchar. Eres la fuerza para superar los obstáculos que se me presentan.*

Gracias mami, te amo!

*A mi papi Jesús Humberto por darme su amor
y ser mi ejemplo de superación en la vida.*

Gracias papi por ser mi ángel, siempre estás en mi corazón, te amo!

*A mis hermanos Miriam, Bere y Jesús por todo su amor,
respeto y apoyo para lograr este sueño.
Gracias por todas las alegrías que hemos pasado juntos, los amo!*

*A mi familia por alentarme en mi superación!
Gracias Yolanda, Silvestre, Marcela y mi abuelita Isabel.*

*A mis amigos por todos los momentos
que hemos compartido llenos de sentimientos, secretos,
risas y lágrimas y sobre todo, amistad.
Gracias por apoyarme en esta aventura.*

*A mi amigo y profesor Alfredo Córdoba Kutfuj por su apoyo y asesoría en la elaboración de este trabajo y por realimentar mi pasión en la ciencia económica.
Mi agradecimiento hoy y siempre.*

A mi jurado por su apreciable contribución al logro de este trabajo.

A Miguel Ángel Jiménez mi más sincero reconocimiento al interés mostrado en este trabajo. Gracias por tus palabras para la culminación del mismo.

A los compañeros y amigos del Seminario de Economía Internacional, por todo su apoyo y amistad brindada. Juntos cumplimos nuestro objetivo.

En especial a Sergio Reyes Escatel † por su tenacidad, sacrificio y ejemplo a seguir para llegar a ser un economista.

A la Universidad Nacional Autónoma de México- Facultad de Economía, por modelar mi pensamiento y profundizar mi compromiso con la ciencia económica.

POR MI RAZA HABLARA EL ESPIRITU

*Para alcanzar la cima hay que pasar por muchas etapas,
en tu caso fue el estudio, la dedicación,
el entusiasmo y tu fe, hoy has llegado a la meta,
cumpliste tu sueño, ahora goza los frutos que llegarán!*

*Jessica Arce Arredondo
14 años*

Que todos los días superes los retos que la vida te impone!

*Jonathan González Arce
11 años*

*La luz más privilegiada es la sabiduría, esa que se obtiene a través
del tiempo y a través del estudio. La sabiduría es la que te da
seguridad, la que has logrado con esfuerzo, sigue adelante porque
viene la recompensa!*

*Jennifer Arce Arredondo
8 años.*

ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO	i
METODOLOGIA	iv
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1 EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO	
1.1 El Sistema Financiero Mexicano	6
1.2 El Mercado de Valores en México y su diagnóstico	12
1.3 Antecedentes de los Certificados Bursátiles	18
CAPÍTULO 2 LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES	
2.1 Definición y características generales	28
2.2 Legislación aplicable	29
2.3 Proceso de autorización de emisión de Certificados Bursátiles	31
2.4 Aspectos relevantes de los Certificados Bursátiles	32
2.5 Evolución del Certificado Bursátil	47
CAPÍTULO 3 ESQUEMAS DE BURSATILIZACIÓN VÍA CERTIFICADOS BURSÁTILES	
3.1 Definición de Bursatilización	58
3.2 Antecedentes de la Bursatilización	59
3.3 Aspectos relevantes en una Bursatilización	64
3.4 Tipos de Bursatilización	71
3.5 Diferentes esquemas de Bursatilización: Un traje hecho a la medida	72
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	96
ANEXOS: Artículos de las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores	104
GLOSARIO	124
FUENTES DE INFORMACIÓN	134

RESUMEN EJECUTIVO

Ante el contexto de globalización económica y financiera es pertinente que el mercado de valores mexicano se ajuste a los lineamientos internacionales y las necesidades de inversión.

Las reformas a la Ley del Mercado de Valores de 2001 y 2003 dieron lugar al surgimiento de los Certificados Bursátiles (CB's) que son títulos de crédito emitidos por el sector privado y entidades gubernamentales. Pueden ser emitidos en pesos o en Unidades de Inversión, o estar indexados al tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana. Dichas emisiones pueden ser en colocación única o mediante un programa de emisiones, pueden ser de corto, mediano o largo plazo y a tasa de interés fija o variable. Dichos instrumentos pueden contar con algún tipo de garantía o apoyo crediticio, ser amortizados al vencimiento de la emisión o con amortizaciones calendarizadas de capital e intereses y tienen la opción de emitirse bajo un acta de emisión.

Las citadas reformas han permitido explorar el financiamiento mediante la bursatilización de activos. No se debe olvidar que estas bursatilizaciones, adicionalmente, se pueden lograr mediante la emisión de Certificados de Participación Ordinarios. Sin embargo, éstos han perdido fuerza en el mercado.

Los CB's operan en el mercado bursátil mexicano desde el 9 de agosto de 2001, dicha fecha marcó la pauta en las emisiones de títulos de deuda en México, ya que desde entonces, la emisión de Certificados Bursátiles ha tenido una evolución excepcional, en comparación con los instrumentos de deuda tradicionales, tales como el Papel Comercial, Pagarés Financieros, Pagarés de Mediano Plazo, Obligaciones y Certificados de Participación Ordinarios, entre otros.

Tradicionalmente los instrumentos de deuda podían ser emitidos por empresas o por instituciones financieras, ahora, derivado de las citadas reformas, además, las entidades federativas y los municipios pueden tener acceso al mercado de deuda mexicana. Asimismo, se pueden identificar otras ventajas en la emisión de CB's, tales como el otorgamiento a sus tenedores de una seguridad jurídica —a través de un acta de emisión— como la proporcionan las emisiones de Obligaciones, sin embargo, éstas a su vez, son más complejas de emitir. Por otro lado, incluyen las ventajas de los Pagarés, ya que son de fácil emisión, así como, la versatilidad de los Certificados de Participación, al permitir realizar diferentes esquemas de bursatilización de activos. Es así, como los CB's son un instrumento que conjuga todas las ventajas de los

instrumentos de deuda que tradicionalmente se han emitido en el mercado mexicano y que por ello han tenido una adecuada aceptación.

El dinamismo de los Certificados Bursátiles ha sido impresionante si se contrastan las cifras: del año 2001 a finales del 2004, las emisiones de Pagarés de corto plazo han disminuido en un 70%, mientras que los Certificados Bursátiles de corto plazo, en el mismo periodo, se han incrementado un 181%. Por otro lado, las emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, en ese mismo periodo, han crecido un 646%. Dentro de estas emisiones, las emitidas por la iniciativa privada crecieron 369% y las Gubernamentales un 207%. Durante el 2004 no se realizó emisión alguna de Bonos, Pagarés de mediano y largo plazo, Obligaciones, Certificados de Participación y Pagarés de Indemnización Carretera. Dichas cifras se muestran a favor de los CB's, debido a las citadas reformas y probablemente a las mejores condiciones macroeconómicas en nuestro país, situaciones que favorecieron la aceptación de los CB's.

Derivado de lo anterior, es de señalar que efectivamente los CB's son una opción flexible de financiamiento para las empresas, entidades federativas e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias.

El financiamiento bursátil también se ha logrado a través de las Bursatilizaciones, siendo éste un mecanismo bajo el cual la empresa, Gobierno, entidad municipal y la institución financiera en su carácter de fiduciaria, pueden obtener financiamiento bursatilizando sus activos como por ejemplo: cuentas por cobrar; créditos hipotecarios, flujos futuros, préstamos para autos, participaciones federales, entre otros, los cuales por sí solos son poco líquidos pero una vez ingresados a un fideicomiso (vehículo emisor) por medio del cual se ofrece al público inversionista Certificados Bursátiles respaldados por los activos que bursatiliza, los hace activos líquidos. El pago de los Certificados Bursátiles depende, primordialmente, de las corrientes de efectivo generadas por los activos bursatilizados y otros derechos diseñados para asegurar el pago, tales como las garantías; apoyos crediticios y una administración adecuada de los activos fideicomitidos, entre otros.

Por lo anterior, se torna interesante y necesario el conocimiento de este instrumento como una alternativa más de financiamiento bursátil en directo o a través de la bursatilización, propiciando el desarrollo y consolidación de proyectos de inversión; así como, para el fortalecimiento de la estructura financiera del

emisor de los títulos a ser colocados entre inversionistas nacionales y extranjeros, con el objeto de volverse una realidad para las empresas y gobierno con visión de trascender.

METODOLOGÍA DEL TRABAJO

HIPOTESIS.- El mercado de valores y, en especial, el mercado de deuda mexicano se encontraba con ciertas limitaciones o en una situación aletargada, ante ello, una forma idónea de respuesta es procurar la incorporación de instrumentos financieros. Con la creación de los Certificados Bursátiles se ha logrado un dinamismo en el mercado de deuda mexicano, debido principalmente, a su flexibilidad de emisión y la posibilidad de realizar bursatilizaciones de activos.

OBJETIVO GENERAL.- Identificar qué son los Certificados Bursátiles y exponer los requisitos y beneficios que conlleva su utilización como una opción de financiamiento corporativo, institucional y gubernamental de acuerdo al perfil de necesidad del emisor; mostrar cómo se puede obtener financiamiento bursátil en directo y vía bursatilización de activos, lo cual resulta fundamental para el crecimiento del mercado de valores y la economía en general y con ello fomentar una cultura bursátil ante el nuevo dinamismo de los mercados internacionales.

OBJETIVOS PARTICULARES.- Mostrar la integración del Sistema Financiero Mexicano, resaltando la composición del financiamiento en México, ya que de conformidad con las estadísticas que proporciona el Banco de México, resalta que más del 50% de dicho financiamiento se obtiene del Mercado de Valores. Por lo anterior, el marco teórico del presente ensayo considera el análisis propio de dicho mercado y en específico del Mercado de Deuda, siendo el mercado en que se desarrollan los títulos que hoy se analizan.

Identificar la situación del composición del Mercado de Valores, específicamente, la **operatividad de los Certificados Bursátiles**, es de gran importancia, por varias razones, una de ellas es que la operatividad de este instrumento en el mercado de valores mexicano es relativamente novedoso, por lo que lo hace aún más atractivo, otra razón es que este trabajo intenta dar a conocer su forma de operación, lo cual nos permitirá saber los beneficios en cuanto al financiamiento y su influencia en el desarrollo del sistema financiero.

Este trabajo pretende dar un panorama en que se destaque **qué son los Certificados Bursátiles**, los **requisitos de emisión**, sus **participantes**, **cómo funcionan** y **qué beneficios** otorga a los agentes productivos de nuestra economía, específicamente, las empresas industriales, comerciales y de servicios,

entidades federativas, municipios e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias. Al respecto, se integran al presente trabajo ciertas estadísticas, en las cuales se identifica la situación en la que se encuentran las emisiones de dichos títulos versus otros títulos de deuda, llegando a mostrar que durante 2004 se realizaron emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo por un monto emitido de \$153,051.0 millones de pesos y que en ese mismo año, no se realizó emisión alguna de los otros títulos de deuda existentes en el mercado de valores.

Bajo esta línea, otro objetivo del presente trabajo es mostrar la **importancia de la Bursatilización** de activos, como herramienta de financiamiento, es decir, este esquema estructurado permite el financiamiento de proyectos productivos dando valor presente a los ingresos futuros de los mismos.

Una vez entendido la operatividad de los Certificados Bursátiles e identificar las ventajas que ofrecen como alternativa de financiamiento, se pretende analizar **cómo estos instrumentos pueden ser *trajes a la medida*** para los emisores de dichos títulos, ya sea en emisiones en directo o vía bursatilización.

Esta última idea nos lleva a la exposición de diferentes esquemas estructurados que hasta hoy se han dado en el mercado mexicano, los cuales se muestran desde el objetivo que pretenden los emisores con la operación de bursatilización; los participantes; la estructura misma de la operación; factores de riesgo que conlleva; calificación de la emisión y el destino de los fondos obtenidos en la operación.

Todo lo anterior, nos lleva necesariamente al estudio del **papel que juegan las entidades reguladoras** del sector financiero, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México, entre otras, resaltando su importancia en el mercado bursátil y su adecuado papel en dos escenarios: contexto interno y externo, en el primero con el fin de supervisar las prácticas financieras y prever situaciones de riesgo, y en el segundo escenario supervisar y evaluar la desregulación e internacionalización del sistema financiero mexicano ante el contexto de integración de bloques económicos.

Por último, en todo momento el presente trabajo pretende ser *una semilla de la educación financiera en México*, tan necesaria para la economía y exigible a nivel internacional, con la cual se espera una competitividad financiera acorde a los lineamientos financieros internacionales.

Fomentar una cultura financiera en un país que está inmerso en una tendencia a la globalización o integración económica financiera internacional, es de gran importancia, ya que proporciona al inversionista, empresario o especulador estrategias de inversión acordes a la estructura económica mexicana, ello les permitirá desarrollarse con la elección del instrumento financiero adecuado a sus perspectivas financieras y económicas.

IMPORTANCIA DEL TEMA.- Conocer la importancia y trascendencia que ofrece la utilización de los Certificados Bursátiles como forma de financiamiento de los inversionistas y empresarios que apuntan a un desarrollo dentro del esquema financiero internacional.

JUSTIFICACIÓN.- El análisis del sistema financiero es un tema basto, el cual, en este trabajo, se delimitará al estudio de los Certificados Bursátiles. Las seis interrogantes que girarán en torno al presente trabajo, serán:

1. ¿Qué son los Certificados Bursátiles?
2. ¿Para qué sirven y cuáles son los aspectos relevantes que deben considerarse para su emisión?
3. ¿Cuáles son los requisitos para la emisión de los Certificados Bursátiles en México?
4. ¿Qué es la Bursatilización?
5. ¿Cuáles son los aspectos relevantes que deben considerarse para una emisión de Certificados Bursátiles vía Bursatilización?
6. ¿Qué tipos de esquemas de Bursatilización se han dado en el mercado mexicano?

Este estudio, hoy por hoy, es de gran importancia y trascendencia, ya que permite dilucidar qué opciones de financiamiento ofrece el mercado mexicano a los agentes productivos que apuntan a un desarrollo dentro del esquema financiero internacional, que aunados a las nuevas perspectivas tecnológicas en la red de intercomunicación, les permite tener un mayor conocimiento en financiamientos, por un lado; y por otro, la opción de un esquema de Bursatilización que se adecue a sus perspectivas y necesidades económicas, en función de la apertura económica.

Es en esta idea donde recae la importancia del tema elegido, porque al tratar de ofrecer en México un nuevo mecanismo financiero eficiente como es el caso de los Certificados Bursátiles, le da al inversionista, empresario, organismo o especulador, una alternativa de financiamiento, así como, una

posibilidad para hacerle frente a sus compromisos financieros de corto, mediano y largo plazo, al mismo tiempo que da liquidez al mercado de deuda.

Es así, como el 9 de agosto de 2001 fue un “parteaguas” en la historia financiera, fecha en que nace el Certificado Bursátil en México, dado que los agentes productivos tienen la opción de un nuevo instrumento de financiamiento que se adapta a sus necesidades, tomando en cuenta los bajos costos, maximizando sus rendimientos o reestructurando sus deudas.

Por otro lado, los importantes cambios sociopolíticos y sus efectos económicos se manifiestan en un ámbito de notable incertidumbre, amplia volatilidad de tasas de interés, mayores riesgos cambiarios, y falta de mecanismos de financiamiento hechos a la medida, es aquí donde los Certificados Bursátiles juegan un papel fundamental en el sano y acelerado desarrollo de los agentes económicos.

En un contexto macroeconómico el presente tema es de gran relevancia, ya que los agentes productivos al tener una opción más de financiamiento y tan flexible como es el Certificado Bursátil, llámese de corto, mediano o largo plazo, es fundamental para el crecimiento del mercado de deuda y la economía en general. Sin embargo, es de comentarse, que el financiamiento a través del mercado de deuda sigue siendo escaso, por lo que será necesario dar impulso al mercado secundario de instrumentos de deuda, ya que un mercado líquido permite la entrada y salida de los inversionistas de acuerdo a sus necesidades y las referencias sobre el costo de financiamiento, o de oportunidad de los recursos.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DE ESTE TRABAJO?- El presente trabajo pretende realizar un análisis general de los denominados Certificados Bursátiles en cuanto a su operatividad, requisitos, factores de riesgo, participantes, entre otros. Así como, el análisis de la Bursatilización de activos que se pueden lograr vía emisión de Certificados Bursátiles y que hasta hoy día se han realizado en el mercado mexicano. De igual forma, con este trabajo se pretende dar a conocer el mecanismo o las condiciones mínimas bajo las cuales se puede lograr la emisión de estos títulos, aún tan desconocido por las empresas y gobiernos, por lo cual, se pretende mostrar las ventajas que se obtienen con la emisión de los Certificados Bursátiles. Asimismo, se propone la necesidad de fomentar nuestro mercado de deuda, dándole liquidez al mismo.

Por último, se torna necesario enfatizar que el presente trabajo abarca un periodo de análisis del año 2001 a la fecha, ya que es en ese año cuando inicia la operatividad de los Certificados Bursátiles en México.

¿QUÉ NO SE PUEDE ESPERAR DE ESTE TRABAJO?- Este trabajo no pretende exponer a los Certificados Bursátiles como la única opción de financiamiento en el mercado de valores mexicano, sino, como una opción más que el emisor tiene con mayores facilidades de emisión. Por otro lado, no se pretende exponer una cátedra sobre financiamiento bursátil y, por lo tanto, no se pretende exponer otras fuentes de financiamiento, excepto por el indicado y mediante el título de crédito en cuestión. Por último, el presente ensayo no pretende realizar un análisis general del mercado de valores en general; es decir, no se analizará el mercado de capitales y el mercado de derivados que operan en México, ya que no son objeto de estudio. De igual forma, no se puede esperar, en este trabajo, un período de análisis anterior al año 2001, debido a que se torna innecesario por una cuestión a saber: Antes de este año no existían los Certificados Bursátiles y si el objetivo es resaltar la importancia de estos títulos versus otros títulos de deuda, se torna innecesario realizar un análisis de los títulos de deuda existentes antes de este año.

INTRODUCCIÓN

La economía mexicana forma parte de la globalización económica, que en los aspectos monetarios y financieros es más acentuado, situación que intensifica la volatilidad de los mercados, ya que los movimientos en tasas de interés, tipo de cambio y la tasa inflacionaria principalmente, afectan a cualquier economía y sus transacciones financieras.

En este contexto de globalización o integración financiera, México debe buscar las formas o mecanismos más adecuados para hacer frente a las necesidades de financiamiento. Dicho tema ha sido uno de los más preocupantes del sistema económico nacional e internacional. Lo anterior, pone el acento sobre el verdadero papel que juega el financiamiento bancario y el no bancario –llámese a este último, el otorgado por instituciones de seguros, sociedades financieras de objeto limitado, arrendadoras, uniones de crédito, empresas de factoraje y sobre todo el otorgado por las emisiones en el mercado de valores– para detonar inversiones que generen el tan ansiado y prometido progreso que se traduce en el bienestar económico de los mexicanos y la posibilidad de integración financiera internacional. Según cifras del Banco de México, al cierre de 2004, el financiamiento no bancario representó el 64%, mientras que el bancario representó el restante 36% y dentro de ese 64% de financiamiento no bancario, el 68% es financiamiento bursátil. Sin embargo, lo anterior, lleva a dos análisis o situaciones que resaltar: i) Los factores que han llevado a una escasez del crédito bancario y; ii) La situación real del mercado de valores.

El primer análisis –escasez de crédito- se puede abordar indicando que exigen altas de interés, existe un continuo rechazo de solicitudes de crédito al requerir garantías, tales como, tener un gran margen de utilidades, que en nuestros días no cualquier tipo de empresas puede llegar a alcanzar, ello aunado a la incertidumbre económica que vive nuestro país, es prácticamente, inaccesible este financiamiento.

El segundo análisis –situación real del mercado de valores- se puede indicar que, si bien, las cifras indican que dicho mercado ha tenido gran aceptación, no hay que olvidar que en años anteriores dicho mercado prácticamente se mostraba aletargado o limitado en cuanto a su crecimiento, demanda de inversionistas y escasa oferta de títulos financieros, ante ello, una forma idónea de respuesta es procurar la incorporación

de instrumentos financieros, como el Certificado Bursátil, para darle una salida dinámica al mercado de valores.

De igual forma, hay que destacar en este mercado la mayor presencia de inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, sociedades de inversión, empresas de seguros, que ya no sólo concentran sus inversiones en valores de corto plazo, sino que ante un entorno económico más estable, aunado a la relajación de su régimen de inversión, demandan instrumentos de inversión de largo plazo.

Es así como, dada la escasez en los créditos bancarios, el mercado de valores se ha convertido en uno de los principales medios de financiamiento de las empresas, gobiernos estatales y municipales; así como, de las instituciones financieras (en su carácter de fiduciarias), por lo que las autoridades financieras están procurando su desarrollo, y un claro ejemplo son los títulos denominados “Certificados Bursátiles”.

Los Certificados Bursátiles son títulos de crédito emitidos por el sector privado y entidades gubernamentales, pueden ser emitidos en pesos o en Unidades de Inversión, o estar indizados al tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana, dichas emisiones pueden ser en colocación única o mediante un programa de emisiones, pueden ser de corto, mediano o largo plazo y a tasa de interés fija o variable. Asimismo, dichos instrumentos pueden contar con algún tipo de garantía o apoyo crediticio y ser amortizados al vencimiento de la emisión o con amortizaciones parciales de capital.

Tales instrumentos operan en el mercado bursátil mexicano desde el 9 de agosto de 2001, dicha fecha marcó una tendencia en las emisiones de títulos de deuda en México. América Móvil, S.A. de C.V., fue la primera empresa en emitir un programa de Certificados Bursátiles por un monto de \$5,000'000,000.00 de pesos mexicanos. Desde entonces, la emisión de Certificados Bursátiles ha tenido una aceptación favorable, en comparación con los instrumentos de deuda tradicional, tales como el Papel Comercial, Pagarés Financieros, Pagarés de Mediano Plazo, Obligaciones y Certificados de Participación Ordinarios, entre otros. Lo anterior, debido a las reformas que se han dado a la Ley del Mercado de Valores y probablemente a las mejores condiciones macroeconómicas en nuestro país, situaciones que favorecieron la aceptación de los CB's.

Por primera vez en décadas se reactivó la participación de estados y municipios, iniciando con la participación de Aguascalientes, San Pedro Garza García y Monterrey.

De acuerdo con las estadísticas de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, las emisiones de Certificados Bursátiles han superado las colocaciones de otros valores de deuda desde su aparición, lo cual refleja la tendencia del mercado de sustituir tales valores por el nuevo instrumento.

Existía en el mercado demanda de inversionistas institucionales tanto internos como internacionales por instrumentos de deuda de mediano y largo plazo para conformar sus carteras de inversión, además de que había interés de empresas en emitir deuda de mediano y largo plazo.

Es decir, en el mercado se disponía de instrumentos para satisfacer intereses de los emisores e instrumentos que se adaptaban a las necesidades del inversionista. Sin embargo, no existía un instrumento que cubriera satisfactoriamente los intereses de ambas partes. Dada la rigidez en cuanto a las características de los instrumentos existentes en el mercado de deuda mexicano.

Por una parte, los Pagarés de Mediano Plazo y los Financieros son fáciles de emitir y resultan atractivos para los emisores, pero no otorgan a sus tenedores la seguridad jurídica que; por ejemplo, proporciona las Obligaciones al contener cláusulas de obligaciones de hacer o no hacer que, en caso de incumplimiento, facultan a los tenedores a hacer exigible el pago de sus títulos. Sin embargo, éstas a su vez, son más complejas de emitir. Ante las desventajas de los instrumentos existentes en el mercado, se diseñó un instrumento que atendiera las necesidades del mercado, que fuera un título flexible financieramente y otorgara mayor seguridad jurídica. Es así como nacen los Certificados Bursátiles como títulos de crédito emitidos en serie destinados a circular en el mercado de valores que incluyen las ventajas de los Pagarés, ya que son de fácil emisión, las bondades de las Obligaciones al otorgar mayor seguridad jurídica a su tenedor y la versatilidad de los Certificados de Participación Ordinarios, al permitir realizar diferentes esquemas de bursatilización de activos.

Por lo anterior, se presenta este ensayo que identifica la operatividad de los Certificados Bursátiles y expone los beneficios que conlleva su utilización como una opción de financiamiento corporativo, institucional y gubernamental de acuerdo al perfil de necesidad. Asimismo, se expone qué es la

bursatilización de activos y algunos esquemas que han sido realizados en México, vía emisión de Certificados Bursátiles, lo cual ha resultado benéfico para emisores, inversionistas y el crecimiento del mercado de valores y con ello fomentar una cultura bursátil ante el nuevo dinamismo de los mercados internacionales.

En este sentido, se exponen a los Certificados Bursátiles como una opción flexible de financiamiento para su emisor, siendo el “parteaguas” en la historia financiera de los instrumentos de deuda en México, dado que el emisor, puede elegir las características de emisión de Certificados Bursátiles que mejor se adapte a sus necesidades. Por otro lado, derivado de esta operatividad se espera fomentar un mercado secundario que ofrezca liquidez al mercado bursátil mexicano, y con ello, crear una semilla en el desarrollo de la cultura financiera que requiere el nuevo contexto económico global.

La estructura y contenido de este ensayo se agrupa en tres capítulos a saber:

El **Capítulo 1** “El Mercado de Valores en México”, es nuestro marco teórico y es una descripción de cómo está conformado el Sistema Financiero Mexicano, y en especial, el Mercado de Valores en México, importantes para entender el marco de referencia en que operan los Certificados Bursátiles. Asimismo, se exponen los antecedentes del Certificado Bursátil, los cuales son los títulos que se operan en el Mercado de Deuda, concluyendo dicho capítulo con un razonamiento sobre la situación que propició la creación de los Certificados Bursátiles.

En el **Capítulo 2** “Los Certificados Bursátiles”, se plantea el estudio o análisis propio de estos títulos, empezando por su definición, la legislación aplicable que los rige, se identifican los aspectos más relevantes de estos títulos -características generales, participantes, modalidades, requisitos de inscripción, factores de riesgo a ser considerados por el público inversionista, calificación de riesgo crediticio- y el proceso de autorización de emisión. Asimismo, se muestra la evolución que han tenido dichos títulos y una comparación estadística con otros títulos de deuda. Dicho capítulo concluye mostrando los beneficios en la utilización de los Certificados Bursátiles.

El **Capítulo 3** “Esquemas de Bursatilización vía Certificados Bursátiles”, inicia con la definición de la bursatilización e identifica los antecedentes en el mundo y la experiencia mexicana. Asimismo, se resaltan

los aspectos relevantes a considerar en este tipo de operaciones –participantes, requisitos, operatividad y beneficios que pueden obtenerse con este tipo de operaciones- y los diferentes tipos de bursatilización que hasta hoy se han dado en el mercado mexicano. El presente capítulo concluye con la exposición de diferentes esquemas de Bursatilización que se han dado en el mercado mexicano –vía emisión de Certificados Bursátiles- los cuales se identifican como trajes hechos a la medida de los intereses del emisor y de las necesidades de los inversionistas.

Por último, este trabajo presenta ciertas conclusiones y recomendaciones, las cuales, se muestran muy interesantes ya que se identifica el auge que han tenido los Certificados Bursátiles como una opción de financiamiento bursátil para satisfacer los requerimientos de recursos para el desarrollo y fortalecimiento de los agentes productivos en México.

Por lo anterior, con los Certificados Bursátiles se espera un mayor dinamismo bursátil que conlleve a un crecimiento competitivo de la cultura financiera mexicana en el ámbito nacional e internacional, y con el presente ensayo se tiene la expectativa de que sea una semilla que fomente la cultura financiera del inversionista mexicano.

CAPÍTULO 1

EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO

1.1. EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

1.1.1 CONCEPTO E IMPORTANCIA

El Sistema Financiero Mexicano es “el conjunto de personas y organizaciones, tanto públicas como privadas, nacionales como internacionales, por medio de las cuales se captan, administran, regulan y dirigen los recursos financieros que se negocian entre los diversos agentes económicos, dentro del marco de la legislación correspondiente”¹.

En México generar ahorro es requisito necesario para lograr un sano y sostenido crecimiento de la economía y ese crecimiento puede alcanzarse mediante una adecuada transferencia de recursos entre diversas entidades. De allí, la importancia de todo sistema financiero, cuyo fin es precisamente **apoyar a esa generación y transferencia de recursos.**

Por ello, un sistema financiero eficiente debe **generar las bases para lograr los niveles de ahorro financiero e inversión necesarios para cubrir la demanda financiera** y brindar incentivos para la colocación de los recursos disponibles en los proyectos que pueden proporcionar los mejores perfiles de riesgo-rendimiento.

Estas funciones convierten al sistema financiero en el centro neurálgico de la actividad económica de cualquier país, al afectar prácticamente a todos sus sectores económicos y regiones, por ello se hace necesario identificar las características del sistema financiero mexicano, en el cual funcionan los mercados bancarios y el mercado de valores, y en este último, identificar a los **Certificados Bursátiles** como una opción de financiamiento viable y flexible.

1.1.2 FUNCIONES

El sistema financiero tiene tres funciones principales:

¹ <http://www.joseacontreras.net/sistfin/sistfin.pdf>

- i) Propiciar la acumulación de capitales
- ii) Contribuir a una adecuada asignación de la inversión
- iii) Facilitar las transacciones de bienes y servicios a nivel nacional como internacional

Es así que el sistema financiero mexicano se debe ver como un medio para alentar el ahorro y lograr su canalización óptima, es el catalizador de la inversión productiva, al transferir los recursos que a algunos inversionistas les sobran, hacia las empresas o individuos que los necesitan (financiamiento), siendo el enlace, mediante organismos o instituciones, entre las unidades económicas deficitarias y superavitarias de recursos.

1.1.3 INTEGRACIÓN

El sistema financiero mexicano esta integrado por:

- 1°. LOS MERCADOS FINANCIEROS.- Su función es determinar el precio de los activos, propiciar las transacciones y ofrecer liquidez al inversionista.
- 2°. LAS INSTITUCIONES.- Juegan el papel básico de captar activos financieros y hacerlos atractivos y accesibles para el público, transformando los plazos, reduciendo los riesgos y proveyendo mecanismos adecuados de pago.
- 3°. LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS.- Son a través de los cuales se transfieren los fondos de quienes tienen excedentes a quienes los requieren.

Es de señalar que todo sistema se encuentra interconectado, ello es posible gracias a los intermediarios financieros, esta figura pone en contacto a los oferentes con los demandantes, bajo una comisión establecida con sus clientes y plasmada en un contrato de intermediación.

1.1.4 EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Es necesario entender al Sistema Financiero Mexicano con objeto de establecer las condiciones en que operan los Certificados Bursátiles.

En los 80's y derivado de los acontecimientos económicos (alta inflación y devaluación del peso) obligó a una tendencia hacia la liberalización financiera como una forma de inserción en el proceso globalizador, hoy en día, se continúa con la reforma financiera en nuestro país, la que se propone modernizar al sistema financiero de acuerdo a las exigencias que impone el nuevo modelo de la economía mundial de crecimiento; así como, las nuevas condiciones que exigen las constantes transformaciones que registra la economía y el sistema financiero internacional. Dicha reforma se puede identificar en cuatro etapas significativas²:

“La **primera etapa** abarca los años 1988-1989, definida entre otros, por la liberación de las operaciones activas y pasivas; así como, de las tasas de interés y una mayor autonomía en la administración bancaria.

La **segunda etapa** se identifica por las reformas constitucionales de 1990 que autorizan la reprivatización de los bancos comerciales y la actualización de las normas a las operaciones bancarias. El marco legal en esta etapa facilita la inversión extranjera en los bancos, al permitir en ellos la participación minoritaria de la inversión extranjera (accionaria y administrativa).

La **tercera etapa** (mayo de 1993) está representada por las iniciativas legales que reforman nuevamente al marco jurídico del sistema financiero en su conjunto, aún sin terminar con la creación y consolidación de los grupos financieros. Se sigue la línea de extranjerización, el desmantelamiento y la modernización de los intermediarios financieros. Destacan las medidas que tratan de impulsar la competencia entre los intermediarios financieros y la profundización de la banca universal: uniones de crédito y almacenes generales de depósito los que podrán hacer operaciones tradicionalmente exclusivas de los bancos.

² Es de señalar que las reformas aquí planteadas no son las únicas, pero se optaron por ellas por considerarse las representativas para el trabajo que se está desarrollando.

En esta etapa, es significativa la amplia internacionalización del mercado de valores (inscripción de valores en el extranjero, manejo de nuevos instrumentos como los futuros, títulos opcionales y swaps, entre otros) ya que permite mayores opciones a la inversión externa en un mercado que actualmente es reducido. La medida que permite la emisión de Cetes a plazos de más de un año (la primera colocación con vencimiento de dos años fue lanzada en septiembre de 1993), destaca por la intención del gobierno federal de disminuir los riesgos derivados de las colocaciones de corto plazo y retener el capital externo”³.

La **cuarta etapa**, se da con las recientes reformas a las principales leyes federales como la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito (2000), la Ley de Concursos Mercantiles (2001) y la Ley del Mercado de Valores (2001 y 2003), introduciendo el nuevo instrumento denominado “Certificado Bursátil”; así como, la creación de un marco legal más conducente a las operaciones de bursatilizaciones en general, incorporando regulaciones con respecto a los fideicomisos mexicanos, el principal vehículo de propósito específico.

Es así como el 9 de agosto de 2001 con la primera emisión de Certificados Bursátiles, se muestra como el “parteaguas” en la historia financiera de los instrumentos de deuda, dado que los agentes económicos tienen la opción de un nuevo instrumento de financiamiento que se adapta a sus necesidades, tomando en cuenta los bajos costos, maximizando sus rendimientos o reestructurando sus deudas, dando así liquidez al mercado de deuda mexicano.

Se reitera que hoy en día, la reforma financiera continúa, con el propósito de fortalecer el sistema financiero de mejores instituciones, prácticas de mercado eficientes, inversionistas activos y nuevos instrumentos que alienten la inversión y transferencia de recursos, entre los diversos participantes del sistema.

Lo anterior, es importante en el sentido que la introducción de nuevos instrumentos financieros les permitirá a los inversionistas hacer frente a sus necesidades de liquidez y aseguramiento de producción para la continuidad económica del país y el mejoramiento en los flujos de capital.

³ Miranda, Jacobo, *Sistema Financiero Mexicano*, artículo obtenido en: <http://www.gestiopolis.com/canales/economía/articulos/42/comercadhel.html>

Asimismo, la reforma financiera debe propiciar el fortalecimiento de la capacidad competitiva de los intermediarios financieros, y con ello, adoptar medidas que incrementen la competitividad a nivel interno e internacional, con un continuo diseño que permita atender los más diversos requerimientos tanto de los emisores como los inversionistas, surgiendo de esta manera operaciones globales, las cuales tienden a trascender los mercados locales.

1.1.5 COMPOSICIÓN DEL FINANCIAMIENTO EN MÉXICO: UNA INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE VALORES

Una vez identificado el objetivo y la situación en la que se encuentra el Sistema Financiero Mexicano, se torna interesante resaltar la composición del financiamiento en México, éste ha cambiado significativamente en virtud del:

- Aumento en las fuentes de financiamiento no tradicionales, llámese a éstas, los créditos no bancarios -otorgado por instituciones de seguros, sociedades financieras de objeto limitado, arrendadoras, uniones de crédito, empresas de factoraje y sobre todo el otorgado por las emisiones en el mercado de valores-.
- Acceso de las grandes empresas a los mercados de capitales y de deuda versus el financiamiento bancario.

Según cifras publicadas por Banco de México, en el siguiente cuadro se muestra el crédito bancario y las principales fuentes alternativas de endeudamiento del sector privado del país y como se puede apreciar el crédito bancario se ve retraído respecto a otras fuentes alternativas de crédito, las que han tenido gran aceptación en el mercado, principalmente, por empresas y personas físicas con actividad empresarial.

Del total de financiamiento del país, el crédito bancario a finales del 2004 representó el 36%, mientras que otras fuentes alternas de financiamiento en ese mismo periodo representó el 64%. Ahora bien, dentro de estas fuentes alternas, se distingue que el 68% es endeudamiento de las empresas emisoras de valores.

Lo anterior denota que el financiamiento en nuestro país se está inclinando hacia una mayor participación en el mercado de valores. Otro factor relevante es que el ahorro y el financiamiento a través de

inversionistas institucionales se han convertido en el renglón más dinámico dentro del mercado de valores.

AGREGADOS MONETARIOS Y FINANCIEROS

Periodo: II /2004 - IV / 2004

(Millones de Pesos - Saldos Nominales)

	II/2004	III/2004	IV/2004
I. Crédito al consumo	195,096.2	214,395.9	244,046.1
1. Bancario	144,219.9	159,765.0	182,453.8
2. No bancario	50,876.3	54,630.9	61,592.3
II. Crédito a la vivienda	247,744.1	256,162.5	263,180.9
1. Bancario	147,828.6	150,469.3	152,648.5
2. No bancario	99,915.5	105,693.3	110,532.5
III. Endeudamiento de empresas y personas físicas con actividad empresarial	1,730,536.2	1,783,977.6	1,940,743.0
1. Crédito bancario del país	501,407.9	503,910.0	540,461.0
2. Endeudamiento no bancario	1,229,128.3	1,280,067.7	1,400,282.0
IV. Endeudamiento (I+II+III)	2,173,376.4	2,254,536.0	2,447,970.0
Bancario del país (I+II+III)	645,647.7	663,134.3	775,553.3
No bancario (I+II+III)	1,527,728.7	1,591,401.7	1,672,416.7
Memo: Total de endeudamiento en el exterior	566,142.7	564,725.7	558,834.5
Memo: Total de endeudamiento en el exterior	566,142.7	564,725.7	558,834.5

Fuente: <http://www.banxico.org.mx/sie/cuadros/CF88.asp?lista=cerrar&select=todo>

Nota Metodológica:

El crédito bancario proviene de la estadística de crédito por actividades de la banca comercial y de desarrollo, que publica el Banco de México. El crédito incluye cartera vigente, vencida, redescontada, reestructurada en UDIS, y la asociada a programas del FOBAPROA, intereses devengados vigentes y vencidos. El endeudamiento no bancario tiene como fuentes de información la estadística de recursos y obligaciones de otros intermediarios no bancarios, que contiene a las sociedades de ahorro y préstamo (SAPS), sociedades financieras de objeto limitado (SOFOPLES), uniones de crédito, arrendadoras financieras y empresas de factoraje. Asimismo, se incluye el pasivo no bancario de la información de los balances contables consolidados de las empresas que reportan a la Bolsa Mexicana de Valores, así como la emisión de deuda de aquellas empresas que no cotizan en bolsa. En el caso de tiendas departamentales, (Copel, Elektra, El Palacio de Hierro, El Puerto de Liverpool, Sanborns, Sears y Soriana) y otras no bancarias, se incluye el financiamiento otorgado a través de sus propias tarjetas de crédito.

Se considera también la encuesta sobre pasivos contratados en el exterior denominada Outstanding Consolidated Claims on Mexico. Esta información no contiene PIDIREGAS.

A partir de las cifras de marzo de 2001 se reemplazó el saldo del pagaré asociado al esquema de participación de flujos con FOBAPROA con la cartera afecte al esquema de participación de flujos con FOBAPROA. Asimismo los saldos de los CETES ESPECIALES UDIS se reemplazaron con la cartera reestructurada en UDIS. Estos dos cambios permitan una medición más adecuada del nivel de financiamiento otorgado por la banca.

Las modificaciones metodológicas que ha sufrido este cuadro se han aplicado retroactivamente desde diciembre de 1994.

1.2 EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO

1.2.1 CONCEPTO, IMPORTANCIA Y FUNCIONES

a) Concepto

La palabra “mercado” hace referencia a un acto o lugar donde participan o concurren compradores y vendedores de un determinado bien o servicio para realizar transacciones comerciales y donde, a través de la oferta y la demanda, se fija un precio.

Por otro lado, en el concepto de mercado, hoy en día, gracias a la tecnología, se debe contemplar el mercado electrónico, en el cual también existen compradores y vendedores de un bien a un determinado precio. Al margen, es de señalar que en México existen operaciones de títulos negociados en el mercado de mostrador también denominado mercado *Over The Counter* (OTC); es decir, fuera de bolsa, pero que necesariamente, dichas operaciones, se deben registrar en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

Ahora bien, la palabra “valores”, de conformidad con el artículo 3° de la Ley del Mercado de Valores, se define como “... *las acciones, obligaciones, bonos, certificados y demás títulos de crédito y documentos que se emitan en serie o en masa en los términos de la leyes que los rijan, destinados a circular en el mercado de valores...*”

Por lo anterior, se puede definir al mercado de valores⁴ como el sitio físico o electrónico donde oferentes y demandantes de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, realizan transacciones de compra y venta, con el propósito de obtener los recursos necesarios para: inversiones productivas, reestructuración de pasivos, capital de trabajo, o simplemente, especular obteniendo las mayores ganancias posibles, llevando a este mercado a ser una forma de financiamiento para las empresas públicas o privadas, nacionales o extranjeras.

⁴ Es de señalar que existe el mercado primario (mediante el cual entran recursos frescos a la empresa) y el mercado secundario (mediante el cual los valores sólo cambian de tenedor).

b) Importancia

Ante un contexto de la economía globalizada, el mercado de valores se torna importante e indispensable en cualquier sistema financiero, como fuente de financiamiento para los emisores de valores y como alternativa de inversión para obtener rendimiento en función al riesgo para el público inversionista.

Otro factor importante del mercado de valores es que permite a los agentes económicos (Empresas, Gobierno y Familia) conseguir los recursos para incrementar su capacidad productiva y de infraestructura, y por lo tanto, fomentar el crecimiento económico de cualquier país.

La importancia del mercado de valores, también se puede resaltar porque como todo mercado se encuentra regulado, en México es mediante la Ley del Mercado de Valores, la cual tiene por objeto proteger los intereses del público inversionista; desarrollar el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; minimizar el riesgo sistemático; fomentar una sana competencia y regular la inscripción, operatividad, oferta e intermediación de los valores; así como, la regulación de sus participantes.

Asimismo, el mercado de valores hoy en día ha dejado de ser un privilegio exclusivo de grandes capitales, ello con la ayuda de los fondos de inversión, que ha permitido a muchas familiar tener acceso a instrumentos o valores bursátiles.

Por el lado de los intermediarios colocadores⁵ se ha fomentado que se tenga el personal adecuado (mediante certificaciones) para lograr una mayor transparencia en la operación y protección a las minorías. Así, la transacción eficiente y ordenada fomenta el financiamiento bursátil permitiendo a las empresas ejecutar sus proyectos de inversión, lo que a su vez redundo en mejoras y expansión; así como, en la capacidad de aprovechar una serie de beneficios que incrementan el potencial de negocios de las mismas; de ahí la importancia de todo mercado de valores y, en especial, del mexicano: Dar las facilidades y garantías de financiamiento a través de la emisión de valores de deuda y/o de capitales.

⁵ El intermediario colocador es la figura que pone en contacto a oferentes y demandantes de valores, cuya operación se estructura mediante un contrato de intermediación bursátil.

Por último, la importancia del mercado bursátil, también radica en mostrar la transparencia de las empresas o gobiernos que acuden a él, ya que un emisor es verdaderamente transparente y público cuando se ajusta a los estándares que dicta el mercado, tales como dar a conocer al público inversionista su información financiera, eventos corporativos y manejar un buen gobierno corporativo, mediante el código de mejores prácticas corporativas, para con ello, dar protección a las minorías.

c) **Funciones**

El mercado de valores efectúa una función muy importante dentro del sistema financiero para movilizar el ahorro y la inversión.

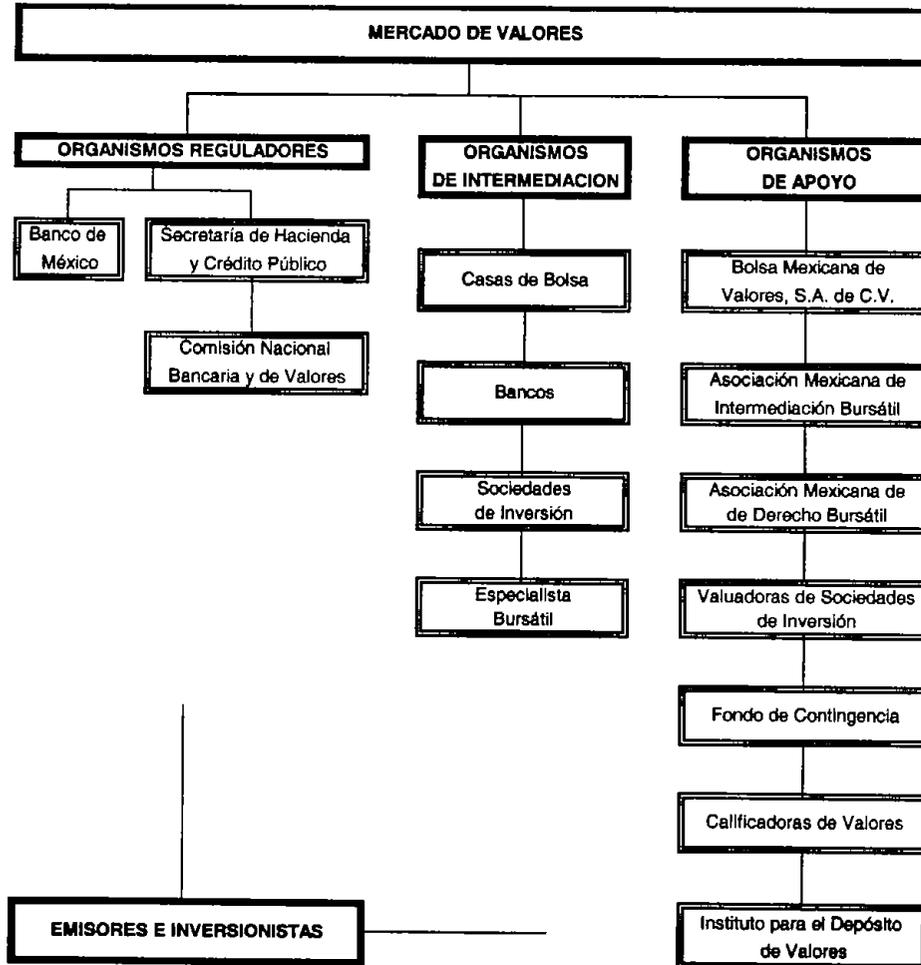
Dentro de cualquier mercado hay financiamiento y, como se ha indicado, las formas tradicionales de financiamiento basadas en el crédito bancario han perdido terreno ante los financiamientos no bancarios, y dentro de éste, el financiamiento bursátil tiene un gran peso, razón por la cual se hace necesario identificar las funciones del mercado de valores, ellas son:

- Financiamiento de la inversión productiva empresarial y gubernamental
- Captación y promoción del ahorro interno
- Regulación en las operaciones de títulos
- Divulgación de información financiera al público inversionista
- Optimizar costos financieros y obtener liquidez inmediata
- Consolidar y liquidar pasivos
- Crecer a nivel nacional e internacional
- Planear proyectos de inversión y financiamiento de corto, mediano y largo plazo

Como se ha establecido, el propósito del mercado de valores es la asignación eficiente del ahorro de una economía en las actividades productivas, ya que si este mercado capta el ahorro escaso y fragmentado de los agentes económicos, hay que considerar que puede llegar a tener dos vertientes: por una parte asignarlo a las actividades productivas, dando liquidez a las empresas, que es lo más idóneo, y por otra parte utilizar este mercado como mecanismo de especulación.

1.2.2 ESTRUCTURA INSTITUCIONAL DEL MERCADO DE VALORES

La estructura institucional del Mercado de Valores se describe en el siguiente diagrama:



Fuente: Caro Efraín, Vega Francisco, *El mercado de Valores en México*, Editorial Ariel, México, D.F., 1995, p.35

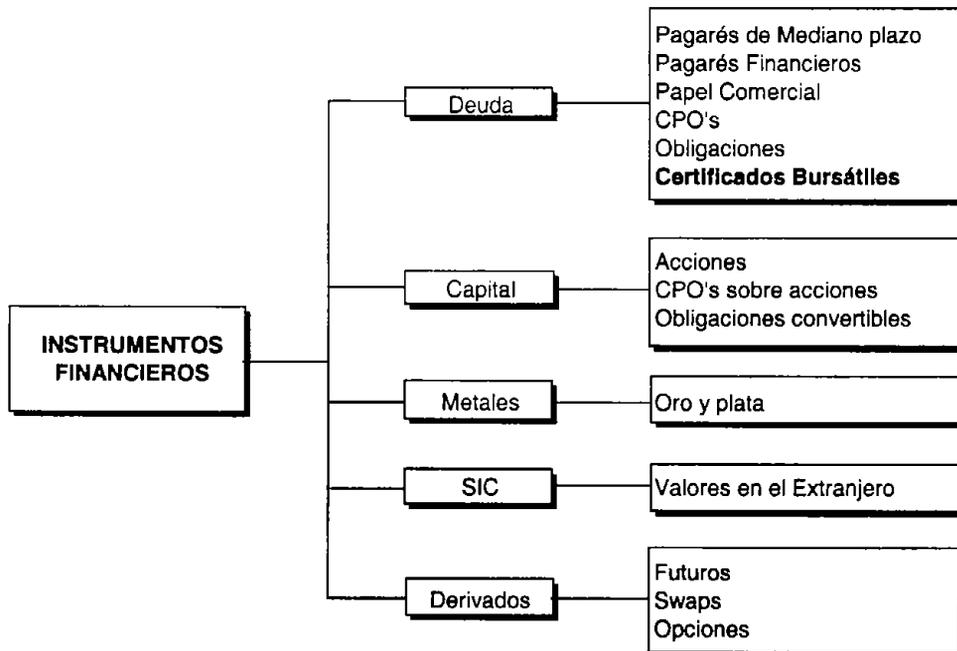
desarrollo y perfeccionamiento de nuevos mecanismos de operación (Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles).

Los Emisores e Inversionistas: Son los demandantes y oferentes de títulos en el mercado de valores dando así liquidez a este mercado.

Finalmente, es de señalar que para que estos participantes actúen entre si, deben existir títulos o valores susceptibles de ser negociados, por lo que es importante conocer cuáles son y sus principales características.

1.2.4 CLASIFICACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

A continuación se presenta un esquema en el que se identifican los diferentes instrumentos financieros y su clasificación:



Fuente: Elaboración propia.
 SIC: Sistema Internacional de Cotizaciones
 CPO's: Certificados de Participación Ordinarios

1.3 ANTECEDENTES DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

1.3.1 MERCADO DE TÍTULOS DE DEUDA

Es preciso partir de la siguiente interrogante: ¿Hay diferencia entre el Mercado de Dinero y Mercado de Deuda? Técnicamente es lo mismo, puesto que los instrumentos del mercado de dinero son instrumentos de deuda solo que de diferentes emisores, bancarios, gubernamentales o privados. Se usan indistintamente ambos términos, lo que sucede es que se usa el mercado de dinero para hacer referencia a inversiones de corto plazo y se aplica el término mercado de deuda en un sentido más amplio que involucra el mercado de bonos privados y soberanos que son de mayor plazo.

Bajo esta diferencia, y para efectos de este ensayo se considerará al mercado de deuda y al mercado de dinero como: Mercado de Títulos de Deuda.- como aquél mercado donde se negocian instrumentos financieros de corto, mediano y largo plazo emitidos por empresas, gobierno y entidades financieras.

La importancia del mercado de deuda mexicano radica en que es uno de los más líquidos del mundo, dada esta aseveración, se puede decir que este mercado es parte fundamental del sistema financiero de cualquier país y, en este caso, para México. Las cantidades negociables son exorbitantes y el lugar de este mercado ocurre en los llamados pisos financieros de los centros financieros de los bancos, en los centros de negociación de los corporativos financieros no bancarios, en los pisos de operaciones de las casas de bolsa, en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. y en el Banco de México, ya que como se indicó, pueden ser negociados fuera de bolsa, pero registrados en ella.

Los principales participantes del mercado son los **oferentes** o emisores del papel como el Gobierno Federal, las instituciones financieras, bancarias y las empresas que para tal efecto estén inscritas en el Registro Nacional de Valores con previa autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y por otro lado, están los **demandantes** que son personas físicas y morales en general y los inversionistas institucionales, principalmente, las sociedades de inversión y las Siefores (Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro).

Para la economía en general, con un mercado de títulos de deuda se logra asignar el capital de una manera más eficiente, ya que ofrece fondos para necesidades de inversión de corto y largo plazo y productos con un mayor margen de flexibilidad para inversionistas con distintas necesidades. Genera, de manera paralela, condiciones más saludables para el desarrollo del sector bancario, ya que disminuye la presión existente sobre éste para diversificar los riesgos de crédito.

En el ambiente macroeconómico, la facilidad de emitir deuda en el mercado de valores abre las opciones de endeudamiento de acuerdo al perfil de necesidad de los distintos emisores.

Por sus características, el mercado de títulos de deuda resulta más atractivo para obtener préstamos oportunos de corto y largo plazo y en gran escala, mientras que los préstamos bancarios son más operativos para obtener financiamiento continuo y de menores cantidades.

Como se puede observar, el desarrollo del mercado de valores como una opción de financiamiento en México debe incluir el desarrollo de un mercado de títulos de deuda corporativa y gubernamental⁶.

1. Instrumentos Gubernamentales
2. Instrumentos Corporativos

1.3.1.1 INSTRUMENTOS GUBERNAMENTALES

INSTRUMENTO	¿QUÉ SON?	VALOR NOMINAL	PLAZO	RENDIMIENTO
CETES	Instrumento de crédito al portador en los que se consigna la obligación de pagar un monto en una fecha determinada	\$10.00 Amortizables al vencimiento	28, 91, 182 y 364 días	A descuento
BREMS	Bonos de Regulación Monetaria (Emitidos por subasta)	\$100.00 Amortizables al vencimiento	27, 28 ó 29 días	Tasa única o múltiple

⁶ Es de señalar que dentro de los títulos corporativos se encuentran los títulos bancarios (servicios financieros). Por otro lado, es de señalar que existen otros títulos como los Certificados Plata, Bonos Bancarios y Certificados de Depósito.

UDIBONOS	Indizado al Índice Nacional de Precios al Consumidor	100.00 udis	3 y 5 años con pagos semestrales	A descuento con una sobretasa
BONDES	Bonos de Desarrollo	\$100.00	Vencimiento mínimo de 1 a 2 años	A descuento cada 28 ó 91 días
PAGARÉS DE INDEMNIZACIÓN CARRETERO	El fiduciario es Banobras con garantía del Gobierno Federal	100.00 udis	5 a 30 años	Depende del precio de adquisición, interés fijo cada 182 días
BONOS IPAB	Emisiones del Instituto Bancario de Protección al Ahorro para hacer frente a sus obligaciones y reducir su costo financiero. Garantía del Gobierno Federal	\$100.00 Amortizables al vencimiento	3 años	A descuento cada 28 ó 91 días

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

1.3.1.2 INSTRUMENTOS CORPORATIVOS

a) Corto Plazo

INSTRUMENTO	¿QUÉ SON?	VALOR NOMINAL	PLAZO	RENDIMIENTO
ACEPTACIONES BANCARIAS	Letra de cambio (aceptación) que emite un banco en respaldo al préstamos que hace una empresa	\$100.00	De 7 a 182 días	En base a una tasa de referencia más una sobretasa, ya que no cuenta con garantía
PAGARÉ CON RENDIMIENTO LIQUIDABLE AL VENCIMIENTO	Emitidos por instituciones de crédito, ayudan a cubrir la captación bancaria y alcanzar el ahorro interno de los particulares	\$1.00	De 7 a 360 días NOTA: También existen PRLV's con vencimiento mayor a 1 año	Determinado por el emisor al vencimiento del título y cuenta con la garantía del patrimonio de la institución
PAPEL COMERCIAL	Pagaré negociable emitido por empresas	100.00	De 1 a 360 días	A descuento respecto de su valor nominal, puede tener una sobretasa ya que no cuenta con garantía

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

b) Mediano Plazo

INSTRUMENTO	¿QUÉ SON?	VALOR NOMINAL	PLAZO	RENDIMIENTO
PAGARÉ DE MEDIANO PLAZO	Título emitido por empresas con facultad de contraer pasivos y suscribir títulos	\$100.00 ó 100.00 udis ó múltiplos	De 1 a 7 años	A tasa revisable con pagos mensual, trimestral, semestral o anual. Puede contar con alguna garantía

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

c) Largo Plazo

INSTRUMENTO	¿QUÉ SON?	VALOR NOMINAL	PLAZO	RENDIMIENTO
OBLIGACIONES	Instrumentos emitidos por empresas	\$100.00 ó 100.00 udis ó múltiplos	De 3 años en adelante con amortizaciones al vencimiento o parciales	Utilizan una tasa de referencia más una sobretasa. Puede contar con alguna garantía
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN INMOBILIARIA	Títulos colocados por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso cuyo patrimonio son bienes inmuebles	\$100.00	De 3 años en adelante con amortizaciones al vencimiento o parciales	Utilizan una tasa de referencia más una sobretasa.
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN ORDINARIOS	Títulos colocados por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso cuyo patrimonio son bienes muebles	\$100.00 ó 100.00 udis	De 3 años en adelante con amortizaciones al vencimiento o parciales	Utilizan una tasa de referencia más una sobretasa.

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

En cuanto a los riesgos que conlleva la operación y emisión de los citados instrumentos y que el público inversionista debe considerar para la compra de los títulos, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, se ha esforzado por proporcionar la mayor información posible (vía el prospecto de colocación) al público inversionista para la mejor toma de decisión.

Tales riesgos pueden ser, entre otros, los derivados de las operaciones propias de la actividad del emisor, posibles obstáculos para ejercer la garantía o cualquier apoyo crediticio, riesgo de Reinversión, riesgos de mercado, riesgos por la competencia, prelación de pago en caso de concurso mercantil o quiebra del emisor, mercado secundario limitado y situaciones económicas adversas en México.

1.3.2 RIGIDEZ DE LOS INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE DEUDA

Como se ha indicado el mercado de deuda considera una diversidad de instrumentos con características diferentes, que los emisores e inversionistas toman para sus diferentes necesidades de financiamiento, si el emisor quiere emitir a mediano plazo la opción es el Pagaré, para largo plazo la opción es emitir Obligaciones y para el corto plazo el emisor tiene la opción de emitir Papel Comercial. Sin embargo, dicho mercado en México llegó a enfrentar tres importantes presiones:

1. La presencia creciente de inversionistas institucionales en nuestro mercado incrementaba la demanda de un mayor número de instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.
2. El mercado se encontraba limitado en ofrecer nuevos instrumentos para el emisor y las características que éstos podían ofrecer al inversionista.
3. La economía mexicana y el mercado de valores se encontraban agotados, reservados, derivados de un estancamiento de las variables económicas, tales como, inflación de dos dígitos, altas tasas de interés, escasez de crédito bancario, poca participación de sociedades financieras de objeto limitado, entre otros.

Ante ello, los Organismos Reguladores se vieron en la necesidad de crear un nuevo instrumento bursátil que satisficiera al emisor y al inversionista, dando lugar al Certificado Bursátil, el cual es un instrumento que puede emitirse a corto, mediano o largo plazo, además de otras bondades que más adelante se irán indicando.

Es de señalar, que hoy en día, el emisor, según el caso, puede seguir emitiendo los instrumentos gubernamentales y corporativos ya señalados, pero con las presiones antes descritas, y como se indicó en el párrafo anterior, llevó a la creación de los Certificados Bursátiles.

Por tales razones, se consideran a los instrumentos del mercado de títulos de deuda como el antecedente de los Certificados Bursátiles.

1.3.3 ¿CÓMO NACE EL CERTIFICADO BURSÁTIL?

1.3.3.1 SITUACIÓN QUE PROPICIÓ SU CREACIÓN

El actual entorno macroeconómico nacional e internacional de estabilidad, da la posibilidad de planear a mediano y largo plazo. Adicionalmente, se presta a desarrollar nuevos instrumentos, que permiten opciones diferentes a las tradicionales para obtener financiamiento y el mercado de valores al ser una estructura fundamental dentro del sistema financiero mexicano, ha permitido la canalización de recursos económicos para el fomento de actividades productivas en el país.

Una de las mayores críticas con respecto a las opciones de inversión y financiamiento en México, es la reducida oferta de alternativas distintas a los instrumentos bancarios tradicionales o valores gubernamentales.

En el mercado existía demanda de inversionistas institucionales por instrumentos de mediano y largo plazo para conformar sus carteras de inversión, además de que había interés de empresas en emitir deuda de mediano y largo plazo. Por otro lado, en el mercado se disponía de instrumentos para satisfacer intereses de los emisores e instrumentos que se adaptaban a las necesidades del inversionista. Sin embargo, no existía un instrumento que cubriera satisfactoriamente los intereses de ambas partes.

Las empresas prefieren los pagarés, mientras que los inversionistas privilegian las Obligaciones, de conformidad con lo indicado en los siguientes cuadros:

PAGARÉS

VENTAJAS PARA LOS EMISORES	DESVENTAJAS PARA LOS INVERSIONISTAS
<p>No se requiere la celebración de una asamblea de accionistas.</p> <p>No requieren de un acta de emisión que deba inscribirse en algún registro público.</p> <p>Pueden emitirse al amparo de programas, mientras el monto en circulación no exceda el monto autorizado del programa.</p>	<p>Sólo pueden amortizarse en una exhibición al vencimiento.</p> <p>No se pueden establecer obligaciones de hacer y no hacer (<i>Covenants</i>), ni causas de vencimiento anticipado que permitan a los inversionistas exigir el principal cuando no se cumplan ciertas condiciones o se presenten determinadas circunstancias.</p>

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

OBLIGACIONES

VENTAJAS PARA LOS INVERSIONISTAS	DESVENTAJAS PARA LOS EMISORES
<p>Se permite la amortización anticipada y la inclusión de obligaciones de hacer y no hacer que, en caso de incumplimiento, facultan a los tenedores a hacer exigible el pago de la totalidad de la emisión.</p>	<p>El proceso de emisión es complejo.</p> <p>La asamblea de accionistas debe autorizar la emisión.</p> <p>El acta de emisión debe ser protocolizada ante fedatario público e inscrita en el Registro Público de Comercio.</p> <p>El macrotítulo depositado en Indeval debe incluir todas las características de la emisión, así el colocador debe determinar el monto definitivo, entre otros, 4 días antes de la oferta.</p>

	<p>No se puede emitir obligaciones por cantidades mayores al activo neto de la empresa, lo que puede ser un problema.</p> <p>Cada acta de emisión, incluso tratándose de programas, es autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores e inscrita en el Registro Público de Comercio.</p>
--	---

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

Ante las desventajas de los instrumentos existentes en el mercado se diseñó un instrumento que atendiera las necesidades del mercado, que fuera un título flexible financieramente y otorgara mayor seguridad jurídica a los tenedores de los títulos.

Es por ello que nacen los Certificados Bursátiles, el cual retoma las cualidades de ambos instrumentos: Las facilidades de emisión de los Pagarés y otorga mayor seguridad jurídica como las Obligaciones y, hasta la genialidad de los Certificados de Participación en cuanto a la implementación de mecanismos de bursatilización⁷.

Ante esta necesidad, en el 2001 se incorporó en las reformas a la Ley del Mercado de Valores la figura del Certificado Bursátil "... a efecto de dotar al mercado y a los emisores de valores de un nuevo instrumento que les permita el acceso a fuentes de financiamiento a través del mercado de valores, el proyecto que se presenta contempla la existencia de un nuevo título de crédito denominado certificado bursátil, el cual es de fácil emisión pero dentro de un marco que dota a los inversionistas de seguridad para su cobro.

A diferencia del pagaré de mediano plazo, el cual es un instrumento cuya emisión no implica actos corporativos y administrativos excesivos pero excluye, por su propia naturaleza, la posibilidad de consagrar dentro de su contenido obligaciones de dar, hacer o no hacer, el certificado bursátil es un instrumento también de fácil emisión, pero que puede consagrar, entre otros, cláusulas adicionales de

⁷ Esta última afirmación se explicará en el capítulo siguiente, el cual habla en específico de los diferentes esquemas de Bursatilización vía Certificados Bursátiles.

obligaciones de dar, hacer o no hacer y vencimientos anticipados, lo que lo convierte en un instrumento atractivo para el mercado;

*Por otra parte a diferencia de las obligaciones, que son títulos de crédito que pueden consagrar cláusulas y condiciones particulares dentro de su contenido, pero que su emisión implica la verificación de diversos actos corporativos, tales como la celebración de una asamblea extraordinaria de accionistas que acuerde su emisión y los términos del acta de emisión, así como la protocolización de la referida acta de asamblea y acta de emisión ante fedatario público para su subsecuente inscripción ante el Registro Público de Comercio, con los costos que ello representa, el certificado bursátil es un instrumento que permitirá, como ya fue mencionado, el establecimiento de obligaciones de dar, hacer o no hacer pero cuya emisión no deberá ser acordada por una asamblea de accionistas, sino por los órganos de administración o de autoridad competentes, en donde el acta de emisión no requerirá formalización ante fedatario público ni inscripción ante el Registro Público de Comercio; y, puede ser emitido, adicionalmente a las sociedades anónimas, por entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades federativas, municipios e instituciones fiduciarias, actuando con ese carácter y con cargo a los fideicomisos que administren.*⁸

1.3.3.2 PRIMERA EMISIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES EN MÉXICO

Una vez sentadas las bases de operación, la primera colocación de Certificados Bursátiles⁹ se realizó el 9 de agosto de 2001, cuyo emisor fue **América Móvil, S.A. de C.V.**, obteniendo una calificación de “AAA”, con las siguientes características de emisión:

- ~ El monto autorizado del programa fue de hasta \$ 5,000'000,000.00 (cinco mil millones de pesos 00/100 M.N.). Cada emisión al amparo del programa podrá realizarse en moneda nacional o en unidades de inversión, indistintamente.

⁸ Motivos de las reformas a la Ley del Mercado de Valores publicado en el Diario Oficial de la Federación el 1º de junio de 2001.

⁹ Prospecto de colocación publicado por el emisor el 9 de agosto de 2001 con el objeto de promocionar la oferta pública de los Certificados Bursátiles. Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

- ~ El monto total de las emisiones vigentes en ningún momento deberá ser superior al monto autorizado en pesos; si se efectúan emisiones en unidades de inversión, para determinar el monto en pesos se tomará el valor de la unidad de inversión en cada fecha de emisión.

- ~ La vigencia para realizar emisiones al amparo del programa fue de 2 años 6 meses y cada emisión de Certificados Bursátiles al amparo del programa tendrá un plazo mínimo de 1 año y máximo de 40 años.

- ~ Los Certificados Bursátiles que se emitan al amparo del programa quedaron autorizados para cotizar en bolsa, así como para ser objeto de inversión por parte de instituciones y sociedades mutualistas de seguros, instituciones de fianzas, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, uniones de crédito, empresas de factoraje financiero y sociedades de inversión.

CAPÍTULO 2

LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

2.1 DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS GENERALES

Los Certificados Bursátiles son títulos de crédito emitidos por el sector privado y entidades gubernamentales, pueden ser emitidos en pesos o en Unidades de Inversión, o estar indizados al tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana, dichas emisiones pueden ser en colocación única o mediante un programa de emisiones, pueden ser de corto, mediano o largo plazo y a tasa de interés fija o variable. Asimismo, tales instrumentos pueden contar con algún tipo de garantía o apoyo crediticio y ser amortizados al vencimiento de la emisión o con amortizaciones parciales.

Los Certificados Bursátiles han tenido un gran auge y aceptación gracias a la flexibilidad de su diseño, algunas características de este instrumento son:

CARACTERÍSTICA	PARTICULARIDADES
Emisor:	Sociedades anónimas, entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias. (siendo enunciativa, más no limitativa)
Monto:	Según las necesidades del emisor. Puede ser en pesos, Udis o dólares.
Valor Nominal:	\$100 pesos ó 100 Udis, dependiendo de la modalidad del monto.
Plazo:	Corto, mediano o largo plazo según las necesidades del emisor.
Rendimiento:	Tasa fija o variable.
Amortización:	Al vencimiento mediante un solo pago o a través de un programa de amortizaciones calendarizadas. Pueden existir cláusulas de vencimiento anticipado.
Colocación:	A través de oferta pública o privada.
Garantía:	Quirografaria, avalada, fiduciaria, o cualquier otro apoyo crediticio, etc. La determina libremente el emisor.

CARACTERÍSTICA	PARTICULARIDADES
Depósitos en administración:	Se mantendrán depositados en alguna de las instituciones para el depósito de valores reguladas por la Ley del Mercado de Valores, actualmente la que opera es la S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores.
Posibles adquirentes:	Personas físicas y personas morales de nacionalidad mexicana o extranjera, estos últimos quedan exceptuados de adquirir títulos emitidos por entidades gubernamentales o municipios.
Datos a incluir en el certificado:	El importe de la emisión, número de certificados y, cuando así se prevea, las series que la conforman. Así como, el valor nominal de cada uno de ellos. Adicionalmente la especificación del destino que haya de darse a los recursos que se obtengan con motivo de la emisión.
Generalidades:	La emisión de los certificados bursátiles podrá constar de diferentes series, los cuales conferirán a sus tenedores iguales derechos dentro de cada una de ellas. Los títulos podrán amparar uno o más certificados.

Fuente: Ley del Mercado de Valores artículo 14 Bis 6, Bis 7, Bis 8 y Bis 9.

2.2 LEGISLACIÓN APLICABLE

Los Certificados Bursátiles los coloca el emisor conforme a la Ley del Mercado de Valores en combinación con las disposiciones de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.¹⁰

Los artículos de la Ley del Mercado de Valores que le son aplicables son los siguientes:

Artículo 14 Bis 6

Las sociedades anónimas, entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias, podrán emitir certificados bursátiles en los términos y condiciones a que se refiere el artículo siguiente.

¹⁰ Por la letra de cambio, pagaré de mediano plazo y obligaciones (en cuanto a tenedores y representante común), suplen la necesidad de hacer colocaciones estructuradas de pagarés. www.condusef.gob.mx-mercado-III 2 3 1.htm

Artículo 14 Bis 7

Los certificados bursátiles son títulos de crédito que se emiten en serie o en masa, destinados a circular en el mercado de valores, los cuales deberán contener:

- I. La mención de ser certificados bursátiles y títulos al portador;
- II. El nombre o denominación del emisor, así como el objeto de la sociedad o de la entidad pública paraestatal de que se trate y, tratándose de fideicomisos, el fin para el que fueron constituidos.
Tratándose de entidades federativas y municipios, únicamente estarán obligadas a señalar su denominación;
- III. El importe de la emisión, número de certificados y, cuando así se prevea, las series que la conforman, así como el valor nominal de cada uno de ellos. Adicionalmente la especificación del destino que haya de darse a los recursos que se obtengan con motivo de la emisión;
- IV. El tipo de interés que, en su caso, devengarán;
- V. El plazo para el pago de capital y, en su caso, intereses;
- VI. Las condiciones y formas de amortización;
- VII. El lugar de pago;
- VIII. En su caso, las causas de vencimiento anticipado, entre las que podrán incorporarse las relativas al incumplimiento de obligaciones de hacer o no hacer a cargo del emisor;
- IX. La especificación, en su caso, de las garantías que se constituyan para la emisión;
- X. El lugar y fecha de emisión;
- XI. La firma autógrafa del representante o apoderado del emisor, quien deberá contar con facultades generales para suscribir títulos de crédito en los términos de las leyes aplicables, y
- XII. La firma autógrafa del representante común de los tenedores, haciendo constar su aceptación y declaración de haber comprobado la constitución y existencia de los bienes objeto de las garantías de la emisión, así como sus obligaciones y facultades.

La emisión de los certificados bursátiles podrá constar de diferentes series, los cuales conferirán a sus tenedores iguales derechos dentro de cada una de ellas.

Los certificados bursátiles podrán llevar cupones adheridos para el pago de intereses y en su caso, para las amortizaciones parciales, los cuales podrán negociarse por separado. Los títulos podrán amparar uno o

más certificados y se mantendrán depositados en alguna de las instituciones para el depósito de valores reguladas en la Ley del Mercado de Valores.

Las entidades financieras que actúen como fiduciarias en fideicomisos, cuya finalidad sea la emisión de certificados bursátiles, lo harán con base en un patrimonio afecto en fideicomiso irrevocable.

Artículo 14 Bis 8

En lo conducente, son aplicables a los certificados bursátiles y, en su caso, a sus cupones, los artículos 81, 130, 151 a 162, 164, 166 a 169, 174, segundo párrafo, 216, 217 fracciones VIII, X a XII, 218, salvo por la publicación de las convocatorias, mismas que podrán realizarse en cualquier periódico de amplia circulación nacional, 219 a 221 y 223 a 227 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

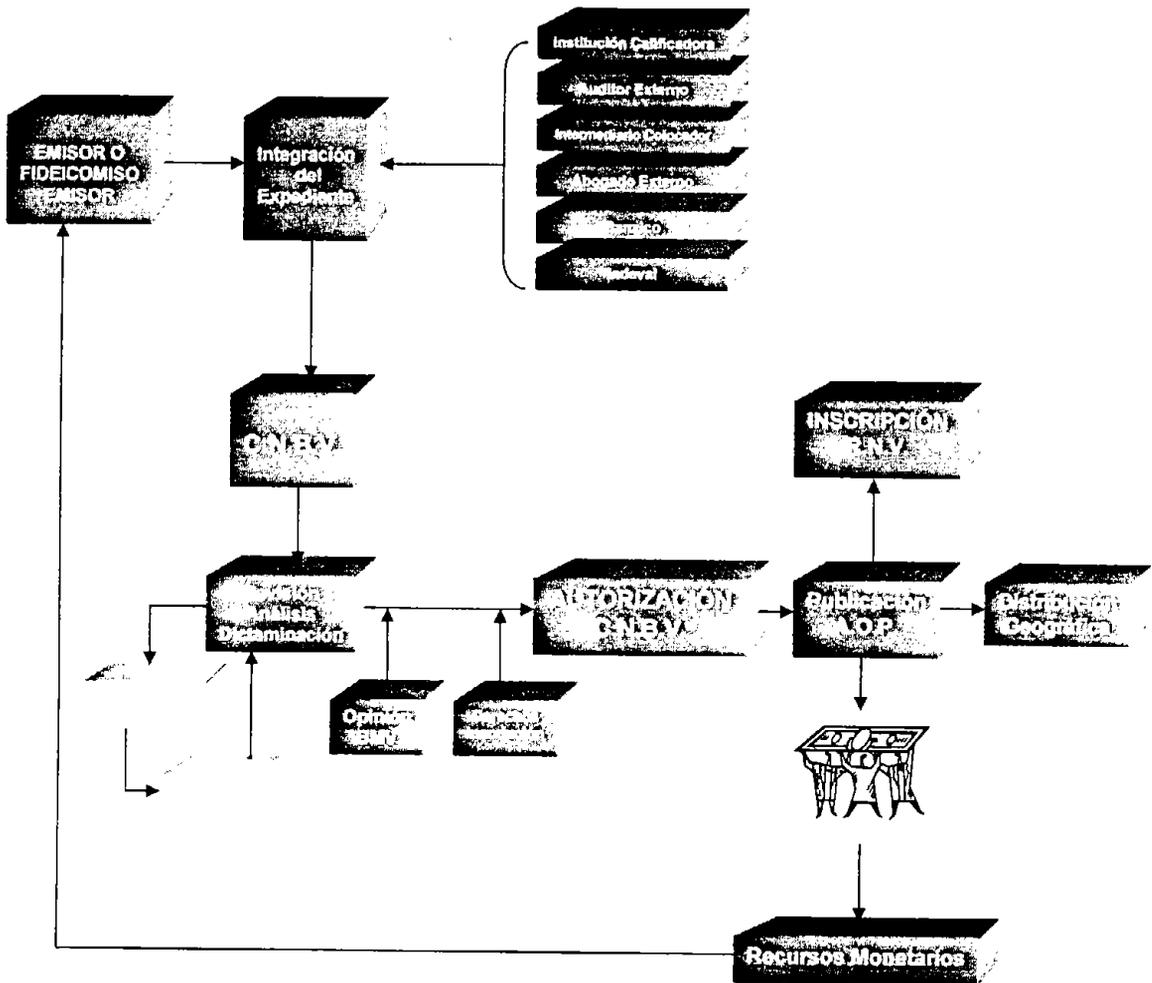
Artículo 14 Bis 9

Tratándose de los certificados de participación que se inscriban en la Sección de Valores o Especial del Registro Nacional de Valores, el dictamen a que se refiere el artículo 228-H de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, podrá ser formulado por instituciones de crédito o por las instituciones calificadoras de valores.

En cuanto a la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito: Le son aplicables a los Certificados Bursátiles y, en su caso, a sus cupones, los artículos 81, 130, 151 a 162, 164, 166 a 169, 174, segundo párrafo, 216, 217 fracciones VIII, X a XII, 218, salvo por la publicación de las convocatorias, mismas que podrán realizarse en cualquier periódico de amplia circulación nacional, 219 a 221 y 223 a 227.

2.3 PROCESO DE UNA AUTORIZACIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES

El proceso que aquí se describe es el que debe seguir cualquier emisor de estos títulos para obtener la autorización de inscripción en la Sección Valores por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y estar en condiciones de realizar la oferta de sus valores dirigida al público inversionista. Para un mejor entendimiento, se muestra el siguiente diagrama de flujo:



Fuente: Elaboración propia

C.N.B.V. Comisión Nacional Bancaria y de Valores

R.N.V. Registro Nacional de Valores

A.O.P. Aviso de Oferta Pública

2.4 ASPECTOS RELEVANTES DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

2.4.1 PARTICIPANTES

- Inversionistas (Gran público inversionista, inversionistas institucionales e inversionistas calificados)

- Emisores (En directo o a través de un fiduciario)
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- Bolsa Mexicana de Valores
- S.D. Indeval, S.A. de C. V., Institución para el Depósito de Valores
- Representante Común
- Intermediario Colocador
- Abogados Externos
- Auditores Externos
- Agencias Calificadoras
- Garantes, Aavales y otros que otorguen una garantía o apoyo crediticio
- Banco de México

2.4.2 MODALIDADES DE EMISIÓN

2.4.2.1 COLOCACIÓN ÚNICA O PROGRAMA

Los Certificados Bursátiles se pueden emitir mediante colocación única o programa.

Los emisores podrán solicitar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores la emisión de los Certificados Bursátiles mediante colocación única, es decir, que dicha emisión se lleve a cabo es una sola oferta pública, con un determinado monto y a un determinado plazo.

Las emisoras podrán solicitar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores la emisión de los Certificados Bursátiles bajo la modalidad de programa de colocación, con el objeto de contar con la posibilidad de realizar tantas emisiones como el monto autorizado le permita, en forma sucesiva durante el plazo autorizado, con o sin revolvencia.

2.4.2.2 EN DIRECTO O VÍA BURSATILIZACIÓN

Como efecto de la globalización de la economía y del desarrollo de nuevas tecnologías en informática y comunicaciones, los mercados de valores se han internacionalizado. Hoy en día, la Bolsa Mexicana de

Valores, S.A. de C.V. compete con sus similares en el resto del mundo, y está dentro de este sistema altamente interconectada e influenciada en los mercados globales. Con ayuda de esta infraestructura tecnológica la operatividad de títulos en dicha bolsa se muestra de una manera eficiente.

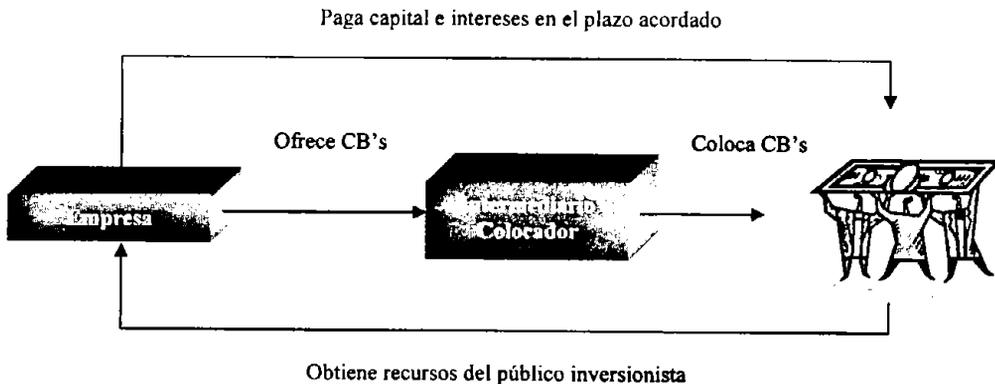
Así el mercado de títulos de deuda en México se muestra más dinámico con las emisiones de Certificados Bursátiles realizadas en Directo por las Empresas, Gobiernos e Instituciones Financieras en su carácter de fiduciarias, que los ofrecen al mercado para ser colocados por un intermediario colocador entre el público inversionista.

Asimismo, con la introducción del Certificado Bursátil se reactivó un mercado austero, el mercado de las Bursatilizaciones, ya que antes sólo los Certificados de Participación podían tener acceso a este tipo de operaciones. Actualmente, con las reformas a la Ley del Mercado de Valores (2003 en relación a los Fideicomisos y la transmisión de activos) ha permitido a los Certificados Bursátiles, adicionalmente, realizar emisiones vía bursatilización.

Por lo anterior, las emisiones de Certificados Bursátiles se pueden realizar en Directo o Vía Bursatilización.

EN DIRECTO:

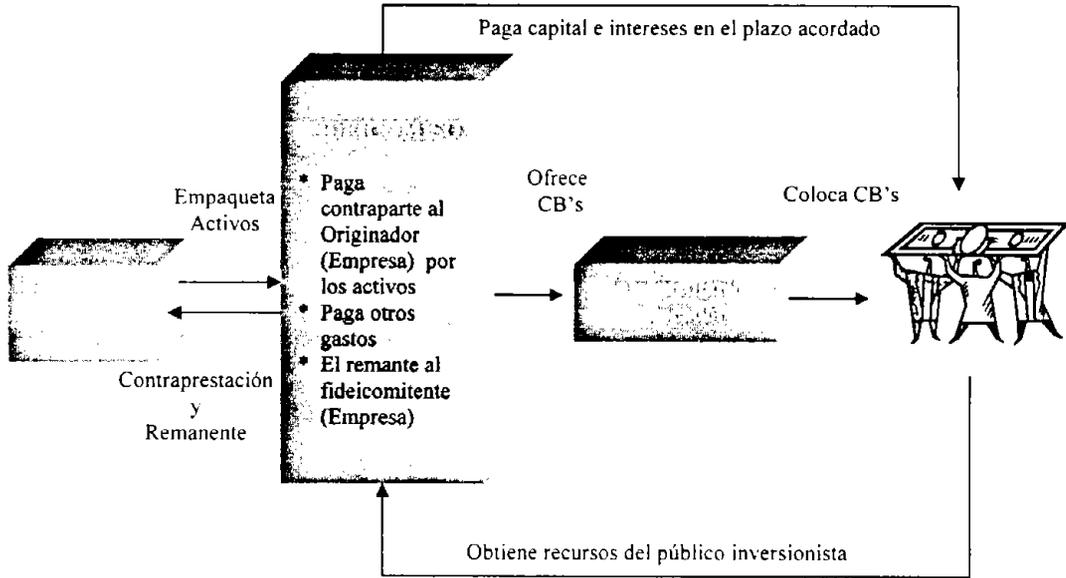
Las emisiones de Certificados Bursátiles pueden ser en Directo, es decir, si el emisor ofrece directamente, mediante una oferta pública sus títulos al público inversionista.



Fuente: Elaboración propia.

VÍA BURSATILIZACIÓN:

Las emisiones de Certificados Bursátiles vía bursatilización son las que hace el emisor a través de un vehículo, llamado fideicomiso, siendo el fiduciario el emisor de los títulos y el fideicomitente el dueño de los activos a bursatilizar, igualmente, los títulos se realizan mediante una oferta pública, siendo el público inversionista los fideicomisarios de la operación.



Fuente: Elaboración propia

Este es un punto muy importante, ya que la Bursatilización de activos “es una técnica que tiene por objeto la conversión de un conjunto de activos financieros con poco grado de liquidez, en un conjunto de valores bursátiles altamente líquidos”¹¹.

Como se verá más adelante, este tipo de operaciones están cobrando ventaja contra las emisiones en Directo, razón por la cual se destina el siguiente capítulo a desarrollar el tema de la Bursatilización y su aplicación en México.

¹¹ www.cnbv.gob.mx/recursos/GlosarioB.htm

2.4.3 REQUISITOS DE INSCRIPCIÓN

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores antes de las reformas a la Ley del Mercado de Valores (2001), mantenía un **régimen de cumplimiento de méritos** para obtener la autorización de inscripción y oferta pública de valores:

- Solvencia
- Liquidez
- Apalancamiento Financiero
- Pasivos en Moneda Extranjera
- Rendimiento a los accionistas de la empresa
- Cobertura de Gastos Financieros
- Efectivo generado por al operación

Con las reformas a la Ley del Mercado de Valores en 2001, se propuso promover un mayor grado de transparencia dentro del mercado de valores, para así incrementar la confianza del público inversionista. La protección de los inversionistas y la eficiencia del mercado dependen fundamentalmente de la adecuada y oportuna revelación de información por parte de las emisoras.

Bajo este enfoque de **revelación de información y responsabilidades**, tanto las autorizaciones de ofertas públicas, como la capacidad de los valores para cotizar en el mercado secundario, dependen principalmente, de la revelación de información relevante para la toma de decisiones por parte de los inversionistas.

Dicha revelación es dada a conocer a través de los **prospectos de colocación** que los emisores preparan con motivo de al oferta pública. Adicionalmente, dicho prospecto se difunde a través de Internet en la página de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. (www.bmv.com.mx)

El prospecto de colocación es preparado bajo el **principio de relevancia**, tomando en cuenta factores **cuantitativos y cualitativos**, tales como el comportamiento de cuentas financieras, desarrollo, descripción del emisor y las características de la operación de la oferta pública o en su caso de la bursatilización.

Otros aspectos importantes del documento es que contiene una sección de:

- Factores de riesgo: De la emisión como de la propia bursatilización, en su caso.
- Si existe dependencia de algún participante (fideicomitente, originador, aval, garante, administrador u otro), se incluye información cuantitativa y cualitativa.
- Ejecución de garantías internas o externas (en su caso)

De entre los “requisitos”¹² más importantes para la inscripción y oferta pública de Certificados Bursátiles se pueden citar los siguientes:

- Solicitud
- Prospecto de colocación
- Aviso de oferta
- Opinión favorable de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
- Opinión legal de abogado independiente.
- Título
- Estados financieros
- Acta constitutiva
- Dictamen sobre la calidad crediticia
- En su caso, contrato de fideicomiso, Notificación de cesión, autorización de Banco de México, entre otros, (si es vía Bursatilización)
- Diferentes contratos

Los requisitos puntuales de inscripción se establecen en las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores (las Disposiciones) publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003, en el Título Segundo “De la inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública”, Capítulo Primero “De la inscripción y oferta pública”, Capítulo Segundo “De la inscripción sin oferta pública”, Capítulo Tercero “De la inscripción preventiva” Sección I y III, dependiendo del tipo de emisor y tipo de colocación.

¹² Obtenidos de las “Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores” publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003.

Dentro de los requisitos por tipo de emisor se encuentran los siguientes:

TIPO DE EMISOR	FUNDAMENTO LEGAL DE LAS DISPOSICIONES
Todo tipo de emisor (excepto por los abajo señalados)	Artículo 2° Ver Anexos 1, 5 y 6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción.
Entidades Federativas y Municipios	Artículo 3° Ver Anexos 2, 5 y 6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción.
Sociedades de nacionalidad extranjera	Artículo 4° Ver Anexos 3, 5 y 6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción.
Organismos Financieros Multilaterales	Artículo 5° Ver Anexos 4, 5 y 6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción.

Fuente: Elaboración propia

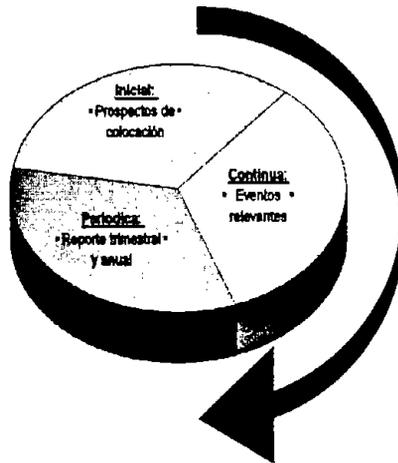
Dentro de los requisitos por tipo de inscripción se encuentran los siguientes:

TIPO DE COLOCACIÓN	FUNDAMENTO LEGAL DE LAS DISPOSICIONES
Colocación única Mediante un programa	Artículos 2°, 3°, 4° y 5° Según resulte aplicable por tipo de emisor. Ver Anexos 1-6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción por tipo de emisor. Artículo 13 Ver Anexo 9 en los cuales se citan los requisitos de inscripción.

Es de señalar que las emisoras pueden obtener la inscripción de sus valores en la Sección Valores, sin que al efecto medie oferta pública, para ello el fundamento legal es el artículo 9 de las Disposiciones (Ver Anexo 9).

Las empresas una vez inscritas en el Registro Nacional de Valores y autorizadas para emitir valores y financiarse a través del mercado bursátil quedan obligadas a presentar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y a la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., para que esta última lo haga del conocimiento al público inversionista la siguiente información:

- Información financiera trimestral y anual dictaminada
- Reporte anual y grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas para México
- Información corporativa
- Información sobre eventos relevantes



2.4.4 FACTORES DE RIESGO EN LAS EMISIONES DE CERTIFICADOS BURSÁTILES

Como se indicó, uno de los requisitos para la autorización de inscripción en el Registro Nacional de Valores y para poder realizar la oferta pública de los Certificados Bursátiles, es el prospecto de colocación, el cual es un documento que contiene, entre otras, las características de la emisión, información corporativa, jurídica y financiera del emisor; así como, un capítulo relacionado con los factores de riesgo del emisor y de la propia operación.

Toda operación bursátil conlleva ciertos factores de riesgo que el público inversionista debe considerar para la compra de los títulos, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, se ha esforzado por proporcionar la mayor información posible al público inversionista para la mejor toma de decisión.

Entre los factores de riesgo que deben ser considerados en una emisión de Certificados Bursátiles, se encuentran los siguientes, los cuales se presentan a manera de ejemplo, ya que en los prospectos de colocación se consideran los propios de la empresa y los de la operación:

- **Del emisor**
 - Operaciones propias de su actividad
 - Poco historial operativo y ausencia de operaciones rentables en periodos recientes
 - Información financiera limitada
 - Posibles obstáculos para ejercer la garantía o cualquier apoyo crediticio
 - Riesgos derivados de la extensión de créditos
 - Demanda de pago de sumas adeudadas
 - Dependencia con la controladora
 - Concurso Mercantil del Fideicomitente
 - Riesgo de Reinversión
 - Concentración en la industria de desarrollos inmobiliarios de vivienda en México
 - Capacidad financiera
 - Deficiencia en el suministro de proveedores de los materiales y servicios necesarios
 - Entre otros.

- **De los Certificados Bursátiles**
 - Prelación de pago en caso de concurso mercantil o quiebra
 - Mercado secundario limitado para los certificados bursátiles
 - Entre otros.

- **Factores de Riesgo Económicos y Políticos**
 - Situaciones económicas adversas en México
 - Devaluación
 - Inflación
 - Volatilidad en las tasas de interés y tipo de cambio

- Cambios en disposiciones gubernamentales
- Entre otros
- Factores de Riesgo de Mercado
 - Mejores condiciones de crédito por parte de competidores
 - Mercados altamente competitivos
 - Ciclicidad del negocio
 - Deterioro del valor de las garantías
 - Mercados sujetos a una intensa renovación tecnológica
 - Desastres naturales
 - Riesgo de Construcción
 - Riesgo de Cobro
 - Mercados altamente regulados
 - Entre otros

2.4.5 CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE LA EMISIÓN

2.4.5.1 ¿QUÉ ES LA CALIFICACIÓN DE RIESGO?

La calificación de riesgo es otro de los requisitos para las emisiones de títulos de deuda, entre ellas, las de Certificados Bursátiles, la cual es un dictamen emitido por una institución calificadora que contiene su opinión respecto del riesgo de la emisión y del deudor de incurrir en incumplimiento de pago y en tiempo; la habilidad y disposición de efectuar los pagos de principal e intereses durante la vida del instrumento.

La calificación (*rating*) “mide la probabilidad de que una entidad que emite valores pague el valor de éstos a su vencimiento y cumpla con los pagos de intereses programados. Asimismo, es una medida globalmente comparable del riesgo entre un amplio espectro de emisores. Es un pronóstico de grado relativo de protección que un inversionista tendrá si un emisor enfrenta una adversidad económica”¹³.

¹³ http://condusef.gob.mx/informacion_sobre/calificadoras/calificadoras_valores.html

Para emitir el dictamen las instituciones calificadoras deberán considerar aspectos tales como, la situación financiera del emisor comparada con la del sector, los riesgos asociados a la operación, las garantías o apoyos crediticios que se otorgarán en la emisión, entre otros.

“Las instituciones calificadoras de valores utilizan un sistema simple de letras que indican su concepto sobre la seguridad de una emisión de bonos en relación con el pago de la cantidad de principal y la estabilidad de los intereses, por ejemplo, una emisión triple A (AAA) muestra una alta calidad crediticia, mientras que una emisión triple C (CCC) muestra un alto grado de incumplimiento del emisor”¹⁴.

Es de señalar, que un dictamen no es una recomendación al inversionista de comprar o vender determinado título y no es una garantía en contra de pérdidas del emisor.

La emisión de Certificados Bursátiles y cualquier otra de títulos de deuda, de conformidad con las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores, deberá estar dictaminada por alguna institución calificadora.

Dicho dictamen se encuentra insertado en el prospecto de colocación que se da a conocer al público inversionista y éste lo debe considerar para cualquier inversión en títulos de deuda que pretenda realizar. En el mercado los inversionistas demandan mayor rentabilidad a mayor riesgo, por tanto mientras más baja sea la calificación de un emisor, más altos serán los intereses anuales esperados.

Así, las calificaciones de las emisiones que se realizan en el mercado de deuda son de vital importancia para su viabilidad y posterior éxito tanto para los emisores como para los inversionistas, estos últimos para tener más seguridad del papel que esta comprando.

2.4.5.2 LAS INSTITUCIONES CALIFICADORAS DE VALORES EN MÉXICO

“Las instituciones calificadoras de valores son personas morales cuyo objeto social es exclusivamente la prestación habitual y profesional del servicio de estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación

¹⁴ http://condusef.gob.mx/informacion_sobre/calificadoras/calificadoras_valores.html

sobre la calidad crediticia de valores emitidos”¹⁵.

Estas instituciones contribuyen a perfeccionar los mecanismos del mercado de valores y a consolidar la confianza de los inversionistas en el medio.

Las instituciones calificadoras de valores al anunciar la calificación correspondiente indican que la bondad del valor o la solvencia del emisor podrán verse modificadas, lo cual afectará la calificación, en su caso, a la alza o a la baja, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de la propia institución calificadora.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores es la autoridad encargada de vigilar el funcionamiento de estas instituciones. Algunas de las instituciones calificadoras más importantes en México son las siguientes:

- a) Standard and Poor’s, S.A. de C.V.
- b) Fitch México, S.A. de C.V.
- c) Moody’s de México, S.A. de C.V.

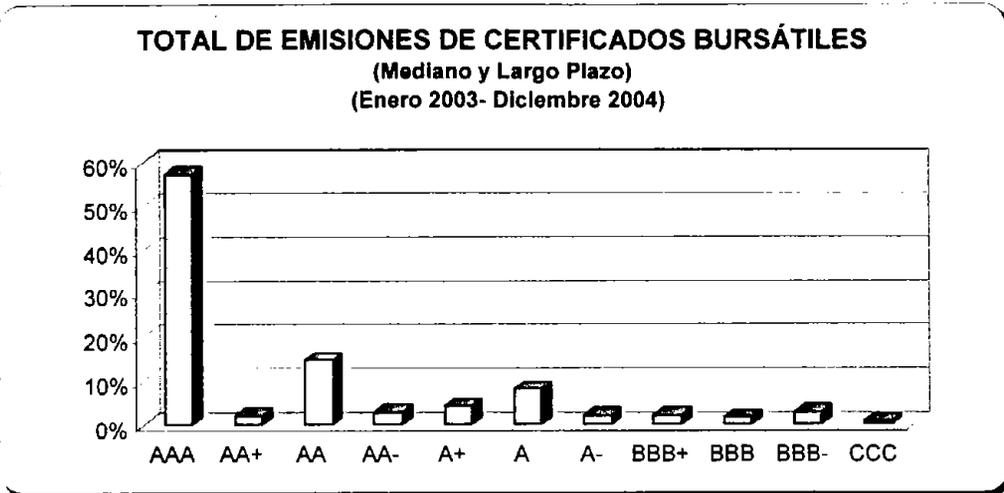
2.4.5.3 CALIDAD CREDITICIA DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

En el mercado predomina el interés de colocaciones de Certificados Bursátiles con calidad sobresaliente “AAA”.

En el periodo enero 2003 a diciembre de 2004, del total de emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, sin considerar a los Certificados Bursátiles de Indemnización Carreteros Segregables¹⁶, se realizaron 134 emisiones, de ellas el 57% obtuvo una calificación “AAA”, el 15% lo representan títulos “AA” y el 11% de las emisiones las calificaron con “A”, como lo muestra la siguiente gráfica.

¹⁵ http://condusef.gob.mx/informacion_sobre/calificadoras/calificadoras_valores.html

¹⁶ Estos certificados los emite o garantiza el Gobierno Federal o el Banco de México, bajo una inscripción genérica, Artículo 10 de las “Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores”, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003. Dichos títulos no son susceptibles de dictaminación crediticia.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Dirección General de Emisoras.

Como se observa, casi el 80% del total de Certificados Bursátiles obtuvieron una calificación alta (AAA, AA+, AA y AA-), lo anterior, es lo que busca el mercado, ofrecer títulos respaldados con un grado de inversión elevado para ofrecer un papel más seguro para el inversionista.

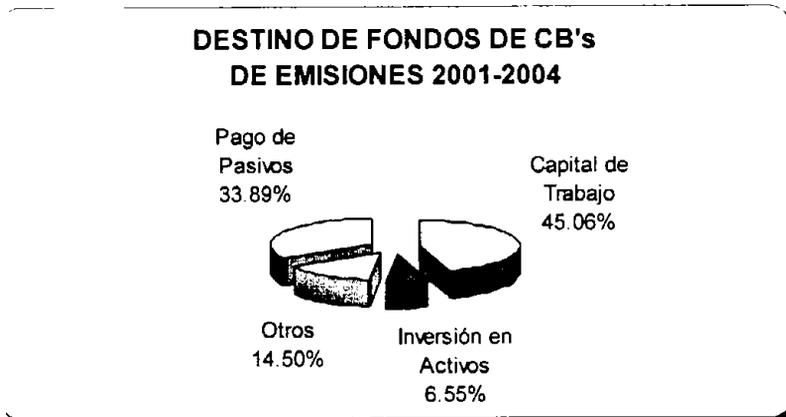
2.4.6 DESTINO DE LOS FONDOS PROVENIENTES DE EMISIONES DE CERTIFICADOS BURSÁTILES

Una vez que ya se logró identificar qué son los Certificados Bursátiles, su operación y evolución, resalta un cuestionamiento, ¿Qué se hacen con los dineros obtenidos mediante la emisión de Certificados Bursátiles?, por ello se hace necesario identificar a grandes rasgos el destino de fondos que les da los emisores.

Para toda emisión, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores requiere que se divulgue a través del prospecto de colocación¹⁷ el destino de los fondos provenientes de dicha emisión, detallando el proyecto o fines del financiamiento obtenido, así como el porcentaje destinado a cada uno de ellos.

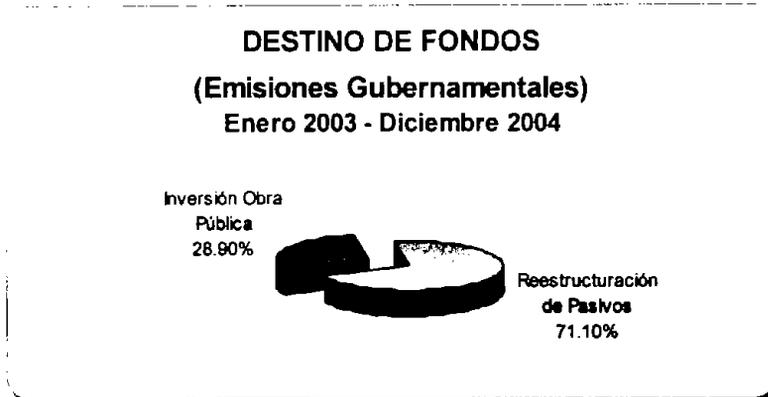
¹⁷ Dicho prospecto es uno de los requisitos para obtener la autorización de inscripción y oferta pública, el cual es distribuido al potencial inversionista.

Para las emisiones de corto plazo no se requiere un prospecto de colocación¹⁸ pero, regularmente estas emisiones, se realizan para obtener recursos destinados a capital de trabajo. Por el lado de las emisiones a mediano y largo plazo, el destino de los fondos de emisiones realizadas en el periodo 2001-2004, fue básicamente para capital de trabajo en un 45.06%; pago de pasivos 33.89%; Otros 14.50% e inversión en activos en un 6.55%, tal como lo muestra el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Dirección General de Emisoras.

En cuanto a las emisiones gubernamentales, se muestra la siguiente gráfica:



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Dirección General de Emisoras.

¹⁸ Obtenidos de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores", publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003.

2.4.7 BENEFICIOS EN LA UTILIZACIÓN DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

A lo largo de este trabajo se ha manifestado de las características de los Certificados Bursátiles, por lo que resulta necesario resaltar o enfatizar los beneficios que efectivamente proporciona este título, desde el punto de vista del emisor como del inversionista, los cuales se pueden considerar los siguientes:

- Amplia aceptación porque es un mecanismo de financiamiento que reúne las ventajas de los pagarés y las obligaciones.
- Instrumento de fácil emisión.
- El emisor de conformidad con su necesidad de financiamiento puede delimitar las características de la emisión.
- Puede consagrar, entre otros, cláusulas adicionales de obligaciones de dar, hacer o no hacer y vencimientos anticipados, lo que lo convierte en un instrumento atractivo para el mercado.
- La emisión puede no ser acordada por una asamblea de accionistas, sino por los órganos de administración o de autoridad competentes, situación que reduce considerablemente los costos de emisión.
- Se puede autorizar en programas o colocación única.
- La emisión puede ser en directo o vía bursatilización.
- Las emisiones pueden ser de corto, mediano y largo plazo.
- Cada emisión al amparo de un programa puede considerar cualquier opción para fijar su rendimiento, ya sea en Udis, tasa nominal, tasa fija o ligado al tipo de cambio.
- Los cupones para pago de intereses pueden ser negociados por separado, ningún otro instrumento de deuda lo contempla (Art. 14 Bis 7 de la Ley del Mercado de Valores)
- Son instrumentos que se pueden operar fuera de bolsa, al igual que el pagaré, cualidad que no tienen las obligaciones.
- Pueden ser emitidos por empresas, entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades Federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias, mientras que los pagarés y las obligaciones solo pueden ser emitidos por sociedades anónimas.
- El Certificado Bursátil permite el diseño de esquemas de financiamiento para la bursatilización de activos, este punto es muy importante, como se han visto en las estadísticas planteadas en este

capítulo. Los esquemas de Bursatilización han logrado superar las emisiones en directo de Certificados Bursátiles, situación que lleva a tratarla y analizarla en el siguiente capítulo.

- Para los Estados y Municipios permite ampliar el horizonte de planeación para realizar obras de infraestructura; abre la posibilidad de efectuar proyectos que pueden financiarse con flujos futuros que éstos generen; sirve como instrumento para reestructurar pasivos; apoya el fortalecimiento de la gestión pública estatal, al acercar las decisiones en materia financiera a las autoridades, que por su proximidad conocen mejor las necesidades locales; promover una mayor profesionalización y transparencia de la administración.

2.5 EVOLUCIÓN DEL CERTIFICADO BURSÁTIL

Con la introducción de este título se observa un cambio en el mercado, dado que su emisión estuvo demandada por todo tipo de emisores: Empresas, Estados y Municipios e Instituciones financieras en su carácter de fiduciarias.

Con ello, la emisión de Certificados Bursátiles ha experimentado un incremento importante desde su introducción al mercado en el 2001, con lo cual se ha desarrollado el mercado de deuda incrementado el grado de sofisticación de los instrumentos, al incluir estructuras adecuadas a las características de los emisores.

Desde su introducción a la fecha el Certificado ha tenido una evolución importante¹⁹, ya que se han realizado 92 colocaciones de corto plazo por un monto de \$87,930 millones de pesos y 304 colocaciones de mediano y largo plazo por un monto de \$366,287 millones de pesos, como lo muestra el siguiente cuadro²⁰.

Las colocaciones de corto plazo representan el 23% del total, mientras que las colocaciones de mediano y largo plazo representan el 77% del total. Dentro de estas últimas colocaciones se destaca que el 66% han sido Certificados Bursátiles Privados, mientras que el 34% ha sido gubernamental:

¹⁹ Las cifras obtenidas en el presente capítulo fueron obtenidas del Registro Nacional de Valores.

²⁰ Los datos del cuadro representan la totalidad de Certificados Bursátiles, incluyendo emisiones en directo y emisiones vía bursatilización.

EVOLUCIÓN DEL CERTIFICADO BURSÁTIL EN MÉXICO
Periodo 2001-2004
(Millones de pesos)

2001			2002		2003		2004		TOTAL	
CORTO PLAZO (Monto autorizado)			#	MONTO	#	MONTO	#	MONTO	#	MONTO
CB's C.P.	0	0	16	13,470	31	22,689	45	51,771	92	87,930
Total Corto Plazo	0	0	16	13,470	31	22,689	45	51,771.4	92	87,929.9
MEDIANO Y LARGO PLAZO (Monto emitido)			#	MONTO	#	MONTO	#	MONTO	#	MONTO
CB's	14	14,190	73	99,259	113	99,787	104	153,051	304	366,287
Privados	13	14,100	59	33,906	68	50,985	61	91,711.8	201	190,703
Gubernamentales(1)	1	90	14	65,353	45	48,802	43	61,339.2	103	175,584
Total Deuda Mediano y Largo Plazo	14	14,190	73	99,259	113	99,787	104	153,051	304	366,287
TOTAL DEUDA (CORTO, MEDIANO, LARGO PLAZO)	14	14190	89	112,729	144	122,476	149	204,822	396	454,217

Fuente: Registro Nacional de Valores

Notas:

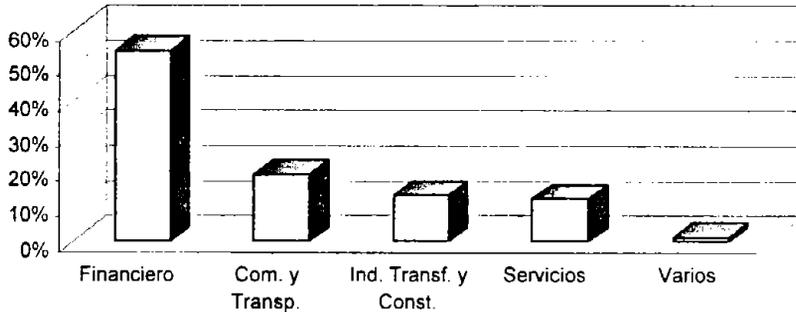
CB's = Certificados Bursátiles.

(1) Los CB's Gubernamentales incluyen emisiones de Estados, Municipios y Paraestatales, así como, Certificados Bursátiles de Indemnización Carretera Segregables.

2.5.1 DISTRIBUCIÓN DEL CERTIFICADO BURSÁTIL POR SECTOR

Como se indicó, en el periodo enero 2003 a diciembre de 2004, del total de emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, sin considerar a los Certificados Bursátiles de Indemnización Carreteros Segregables, se realizaron 134 emisiones, de las cuales el 55% las realizó emisoras que pertenecen al Sector Financiero, incluyendo a las Sociedades Financieras de Objeto Limitado, Arrendadoras e Hipotecarias; el 19% de emisiones las realizó el Sector Comunicaciones y Transportes, el 13% lo realizó el Sector de la Industria de la Transformación y Construcción, como se muestra en el siguiente gráfico.

**DISTRIBUCIÓN DE CB's POR SECTOR ECONÓMICO
Enero 2003 - Diciembre 2004**



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores.

2.5.2 DISTRIBUCIÓN DEL CERTIFICADO BURSÁTIL EN DIRECTO VERSUS VÍA BURSATILIZACIÓN

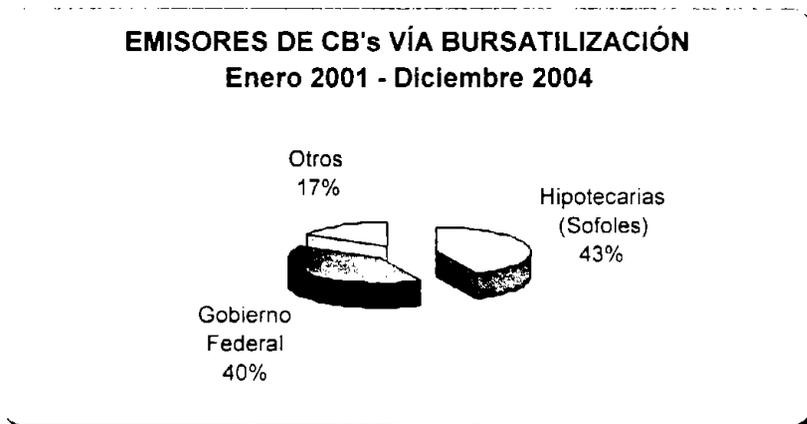
Se torna interesante comparar las emisiones de Certificados Bursátiles que se han realizado en Directo (del emisor al público inversionista) contra las realizadas vía Bursatilización (mediante un fideicomiso emisor), ya que las estadísticas nos demuestran que este último esquema está tomando fuerza en el mercado, llegando ser hoy en día un 57% por vía Bursatilización del total de emisiones que se han realizado en el periodo enero 2003 a diciembre de 2004, tal como lo demuestra la siguiente gráfica.

**EMISIONES DE CERTIFICADOS BURSÁTILES
(Bursatilización vs Emisiones en Directo)
Enero 2001 - Diciembre 2004**



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

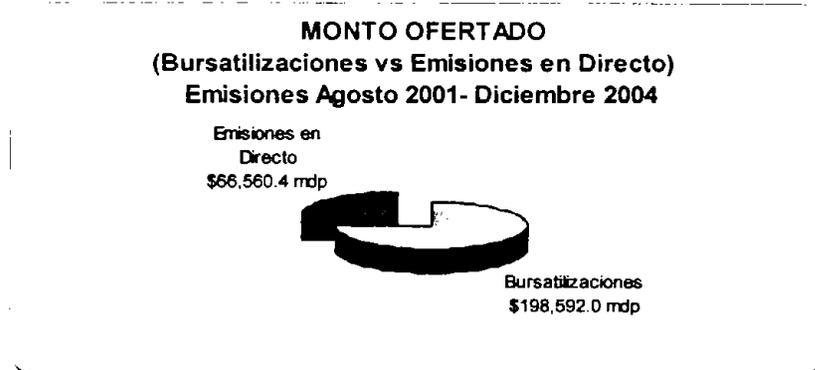
En dicha gráfica se consideran todo tipo de emisores tanto Gobierno Federal, empresas e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias. Se resalta que del total de estas Bursatilizaciones, el 43% las han realizado Hipotecarias (Sociedades Financieras de Objeto Limitado), mientras que el Gobierno Federal del total de sus emisiones el 40% las ha realizado vía Bursatilización.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

Dada la importancia que han tenido las bursatilizaciones de activos mediante la emisión de Certificados Bursátiles en México, en el siguiente capítulo se identifica qué es la Bursatilización y algunos casos prácticos que se están dando en el mercado de valores mexicano.

Tal aceptación ha tenido los Certificados Bursátiles como el medio más idóneo para realizar operaciones de Bursatilización que desde su aparición en 2001 a la fecha, el monto ofrecido en el mercado es superior al monto emitido por emisores en Directo, tal como lo muestra la siguiente gráfica:



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

2.5.3 CERTIFICADO BURSÁTIL VERSUS OTROS TÍTULOS DE DEUDA

La Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. se ha convertido en uno de los principales medios de financiamiento (como se indicó en el capítulo 1) para la planta productiva del país, mediante las emisiones de deuda que realizan las Empresas, los Estados y los Municipios y las Instituciones Financieras en su carácter de fiduciarias. De ahí que resulte necesario identificar la situación del mercado de deuda, ello con ayuda del siguiente cuadro:

MERCADO DE DEUDA

Periodo 2001-2004
(Millones de pesos)

	2001		2002			2003			2004		
CORTO PLAZO (Monto autorizado)	#	MONTO	#	MONTO	Inc. %	#	MONTO	Inc. %	#	MONTO	Inc. %
Pagarés	53	28,101	47	61,799	120%	21	56,393	-9%	16	43,678.0	-23%
CB's C.P.	0	0	16	13,470	-	31	22,689	68%	45	51,771.4	128%
Total Corto Plazo	53	28,101	63	75,269	168%	52	79,082		61	97,429.4	
MEDIANO Y LARGO PLAZO (Monto emitido)	#	MONTO	#	MONTO	Inc. %	#	MONTO	Inc. %	#	MONTO	Inc. %
CB's	14	14,190	73	99,259	599%	113	99,787	1%	104	153,051.0	53%
Privados	13	14,100	59	33,906	140%	68	50,985	50%	61	91,711.8	80%
Gubernamentales(1)	1	90	14	65,353	72514%	45	48,802	-25%	43	61,339.2	26%
Bonos Bancarios	0	0	1	2,000	-	3	5,544	177%	0	0	-
Pagarés	27	9,773	9	2,655	-73%	3	795	-70%	0	0	-
Obligaciones	3	1,707	2	1,539	-10%	1	420	-73%	0	0	-
CPOS	8	3,811	6	4,054	6%	4	2,839	-30%	0	0	-
PICS	24	13,114	22	14,608	11%	0	0	-100%	0	0	-
Total Deuda Mediano y Largo Plazo	76	42,595	113	124,115	191%	124	109,385	-12%	104	153,051.0	40%
TOTAL DEUDA (CORTO, MEDIANO, LARGO PLAZO)	129	70,696	176	199,385	182%	176	188,466	-5%	165	250,480.4	33%

Fuente: Registro Nacional de Valores

Notas:

CB's = Certificados Bursátiles.

CPOS = Certificados de Participación Ordinarios.

PICS = Pagarés de Indemnización Carretera.

(1) Los CB's Gubernamentales incluyen emisiones de Estados, Municipios y Paraestatales, así como, Certificados Bursátiles de Indemnización Carretera Segregables.

Lo que nos indica el anterior cuadro son diversos puntos a considerar, tales como:

1. La estabilidad macroeconómica de los últimos años, con inflación y tasas de interés a la baja, ha creado el marco propicio para realizar colocaciones de deuda en el mercado bursátil.
2. Las emisiones gubernamentales (incluyendo Estados, Municipios y Paraestatales) han tenido acceso al financiamiento bursátil, mediante la emisión de Certificados Bursátiles, no sólo para financiar obras públicas, sino también, para reestructurar pasivos en mejores términos y condiciones, traduciéndose en una mejora económica.
3. Del año 2002²¹ a finales del 2004, las emisiones de Pagarés de corto plazo han disminuido en un 29%, mientras que los Certificados Bursátiles de corto plazo, en el mismo periodo, se han incrementado un 284%.
4. Las emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, en ese mismo periodo, han crecido un 54%. Dentro de estas emisiones, las emitidas por la iniciativa privada crecieron 170% y las Gubernamentales disminuyeron un 6%.
5. Durante el año 2004 no se realizó emisión alguna de Bonos, Pagarés de mediano y largo plazo, Obligaciones, Certificados de Participación y Pagarés de Indemnización Carretera.
6. El mercado de deuda en el periodo 2001-2004 creció un 26%.

Sin embargo, resaltan diversas interrogantes a saber:

1. **¿Cuáles son las razones del crecimiento del Certificado Bursátil versus los otros instrumentos de deuda, en condiciones económicas estables?**
2. **¿Si cambian las condiciones económicas en nuestro país el Certificado Bursátil, seguirá siendo el motor que otorgue dinamismo al mercado de valores?**

²¹ Se considera desde el año 2002 para efectos de comparación de los Certificados Bursátiles contra los otros títulos de deuda, ya que el 2001 no es representativo por haber iniciado su operación en agosto de 2001.

3. ¿Hoy en día los instrumentos de deuda (excepto por el Certificado Bursátil) son funcionales?
4. ¿Por qué no han mostrado un crecimiento en condiciones económicas similares a las del Certificado Bursátil?

Dichas cuestiones se tornan interesantes y se pueden tratar de explicar considerando diversos aspectos, tales como:

- En condiciones económicas estables los Certificados Bursátiles se han desarrollado más que otros instrumentos de deuda en el mercado mexicano, dadas las propias características de dicho instrumento: su flexibilidad en cuanto a la forma de emisión -siendo el emisor el que define las características de la misma-, puede más no está obligado a contener cláusulas de hacer y no hacer, puede más no está obligado a realizar una asamblea de accionistas en la que se acuerde la emisión. puede amortizarse al vencimiento o contener amortizaciones calendarizadas, entre otras flexibilidades que se han mencionado a lo largo de este documento. Dichas características, hacen al Certificado Bursátil una opción flexible de financiamiento en condiciones económicas estables, como las que hoy prevalecen en nuestro país.
- Considerando esta última idea y de conformidad con el cuadro anterior, denota que en las mismas condiciones económicas, los demás instrumentos de deuda, no han tenido un repunte similar, de hecho su crecimiento ha sido negativo (excepto por los Bonos Bancarios), hasta el punto en que en el 2004, no se realizó emisión alguna de los otros títulos de deuda.
- Sería muy aventurado establecer que, si las condiciones económicas que prevalecen hoy en día en nuestro país se vieran afectadas desfavorablemente, el mercado de deuda continúe con el crecimiento que hoy presenta. Hay que considerar que si la economía mexicana se debilita puede o lo más probable es que afecte al mercado de valores mexicano, en el sentido de un incremento en las tasas de interés llevaría a amortizaciones anticipadas y a no querer emitir papel. Sin embargo, a nivel de recomendación se puede indicar que no se debe dejar de avanzar en el marco regulatorio del mercado de valores (como las actuales reformas a la Ley del Mercado de Valores que hoy se encuentran en aprobación del H. Congreso de la Unión) y fomentar la cultura bursátil en nuestro país.

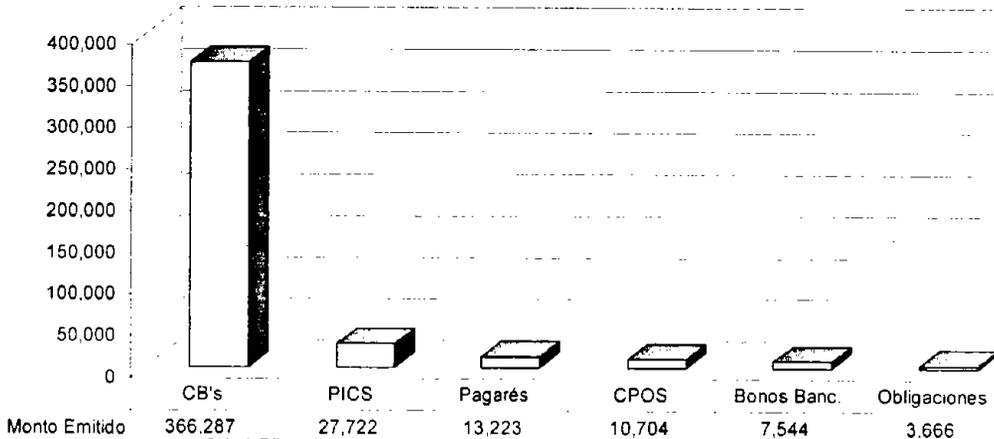
- Partiendo de esta última idea, se puede pensar que los otros títulos de deuda deben seguir siendo funcionales, en tanto se siga con las modificaciones al marco normativo en pro de que el mismo mercado ofrezca una gama de posibilidades de emisión que se ajusten a las necesidades del emisor y el inversionista.
- Una de las razones del por qué los otros instrumentos del mercado de deuda (es decir, excepto los Certificados Bursátiles) no han crecido, es probablemente, debido a la rigidez con la que cuentan, a diferencia de la flexibilidad de emisión que otorga el Certificado Bursátil. El emisor busca las mejores condiciones de emisión que para él se traducen en mejores costos, por ello, se reitera que debe seguir la labor de una mejora en el marco regulatorio del mercado de valores mexicano que otorgue las condiciones necesarias y propicias para la entrada de nuevas empresas que den el dinamismo al mercado de valores.

No hay que olvidar que en México como en cualquier economía, ante situaciones de inestabilidad económica con volatilidad en las variables macroeconómicas, el mercado de valores es el primer receptor de sus efectos, ya que ante una elevada tasa de interés el emisor de títulos de deuda se vería sumamente reservado y buscaría otras formas de financiarse, por ejemplo los mercados extranjeros que les ofrezca mejores tasas, es de señalar que pueden emitirse Certificados Bursátiles de empresas mexicanas en el extranjero o el crédito con proveedores.

Ante una situación de inestabilidad económica el mercado de valores no tiene control sobre la misma, sin embargo, se reitera que se debe seguir avanzando en otorgar un marco regulatorio que propicie la entrada de más y mejores emisores a dicho mercado y crear las condiciones para una sana práctica del mercado.

Continuando con el análisis comparativo, es de señalarse que las emisiones de Certificados Bursátiles han superado las emisiones de otros valores de deuda combinados desde su aparición, lo cual refleja la tendencia del mercado de sustituir tales valores por el nuevo instrumento.

**CB's DE MEDIANO Y LARGO PLAZO vs
OTROS INSTRUMENTOS DE DEUDA**
Período 2001 - 2004
(Millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

CB's = Certificados Bursátiles

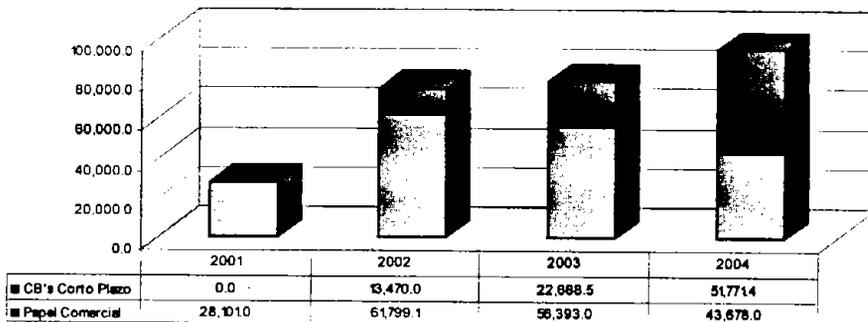
PICS = Pagars de Indemnización Carretera

CPOS = Certificados de Participación Ordinarios

En cuanto al corto plazo se distingue el mismo panorama, no tan radical, pero si se muestra una preferencia por los Certificados Bursátiles como se identifica en el siguiente diagrama:

CB's DE CORTO PLAZO vs PAPEL COMERCIAL

Monto Autorizado
Período 2001 - 2004
(Millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

CB's = Certificados Bursátiles

Lo anterior, refleja una participación de más emisores en el mercado nacional y una sustitución en el uso de los instrumentos, ya que la emisión de deuda total refleja no sólo la emisión adicional de deuda privada y gubernamental, a través de los Certificados Bursátiles, sino una disminución de la emisión de otros instrumentos, incluso como se ha indicado, la nulidad de emisión de ellos en el último año (2004).

Por otro lado, se hace necesario indicar que con este instrumento el mercado de deuda de Estados y Municipios se ha logrado consolidar como una opción viable de financiamiento para estas entidades.

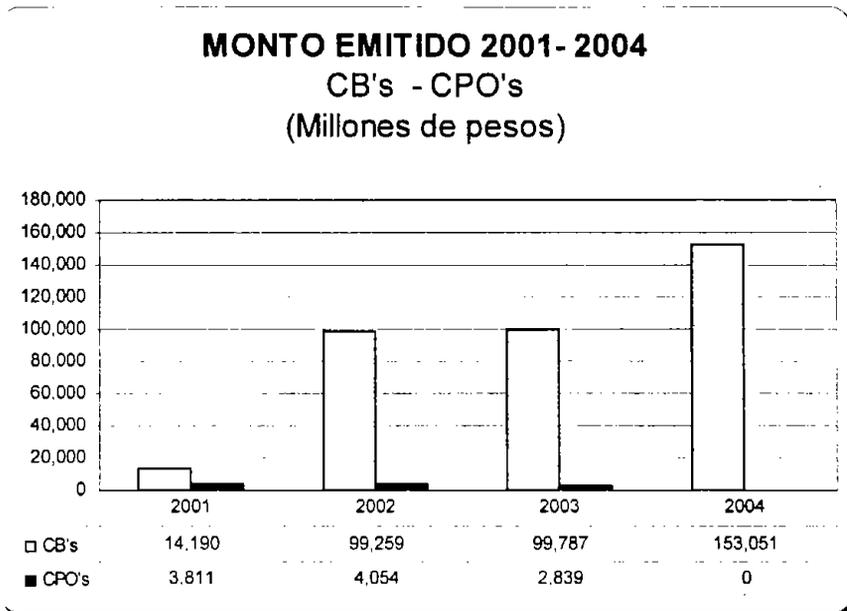
En los cuadros anteriores y las gráficas descritas resalta la importancia que ha tenido el Certificado Bursátil (corto, mediano y largo plazo) como el instrumento más flexible de financiamiento, ya que hoy en día en el mercado existe una oferta de papel importante que cubre las necesidades de una demanda cada vez más creciente.

2.5.4 CERTIFICADO BURSÁTIL VERSUS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN ORDINARIOS: UNA INTRODUCCIÓN A LAS BURSATILIZACIONES

Como se indicó en el capítulo 1, los Certificados de Participación Ordinarios (CPO's) son títulos colocados por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso, cuyo patrimonio son bienes inmuebles y pueden emitirse de 3 años en adelantes con amortizaciones al vencimiento o parciales.

En México solamente podían realizarse bursatilizaciones de activos mediante la emisión de CPO's. ahora, con las reformas a la Ley del Mercado de Valores (2001) se pueden realizar estas operaciones, además, mediante la emisión de Certificados Bursátiles y se reitera que el presente ensayo trata solamente de las bursatilizaciones de activos mediante la emisión de Certificados Bursátiles.

Los Certificados Bursátiles hoy en día han permitido la bursatilización de activos de una forma más eficiente que los CPO's. tal como lo demuestra la siguiente gráfica:



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

Las cifras indican la aceptación de los CB's y el desplazo de los CPO's como mecanismo para realizar operaciones de bursatilización de activos, debido a los menos requisitos que pide la emisión de los CB's traduciéndose en menores costos para los emisores.

CAPÍTULO 3

ESQUEMAS DE BURSATILIZACIÓN VÍA CERTIFICADOS BURSÁTILES

3.1 DEFINICIÓN

Bursatilización: “Es una técnica que tiene por objeto la conversión de un conjunto de activos financieros con poco grado de liquidez, en un conjunto de valores bursátiles altamente líquidos”²². Es un esquema fiduciario estructurado que permite a la empresa obtener recursos del mercado de valores para el financiamiento de proyectos productivos dando valor presente a los ingresos futuros de los mismos.

La bursatilización es el uso de técnicas de estructuración financiera para segregar de manera eficiente un grupo de activos que generan flujos de efectivo con relativa certeza, de los efectos de la posible insolvencia del originador. En una bursatilización se tiene una “venta verdadera” de los activos a bursatilizar. punto esencial en este tipo de operaciones.

La generación del flujo de efectivo y la certeza del mismo, es el elemento fundamental de toda bursatilización. Si se cuenta con algún activo que genere flujo de efectivo con cierta periodicidad del cual se tenga un historial del desempeño de la generación del mismo y se pueda tener relativa certeza de que estos flujos seguirán dándose en un futuro se puede pensar en bursatilizar ese activo.

En términos sencillos la “bursatilización” es un mecanismo bajo el cual una empresa, Gobiernos o entidades municipales e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias, pueden obtener financiamiento haciendo uso de sus activos (créditos dispuestos o flujos futuros), como por ejemplo: Sus cuentas por cobrar, créditos hipotecarios, flujos futuros, préstamos para autos, participaciones federales, entre otros, los cuales por sí solos son poco líquidos pero una vez ingresados a un fideicomiso (vehículo emisor) por medio del cual se ofrece al público inversionista Certificados Bursátiles u otros valores respaldados por los activos que bursatiliza los hace activos líquidos. El pago de los Certificados Bursátiles o valores depende, primordialmente, de las corrientes de efectivo generadas por los activos bursatilizados y otros derechos diseñados para asegurar el pago, tales como las garantías y otras figuras.

La estructura de una bursatilización implica llevar los activos a un vehículo emisor que es el fideicomiso, con lo que se aísla a los inversionistas de los activos del riesgo de crédito corporativo o gubernamental del originador de los activos financieros, lo que representa una diferencia fundamental versus otras fuentes de financiamiento como podría ser el financiamiento dentro de balance.

²² www.cnbv.gob.mx/recursos/GlosarioB.htm

El fideicomiso se puede llevar (contabilizar) fuera de balance del originador de los activos, siempre y cuando sean cedidos los derechos. Por otro lado, si el originador de los activos mantiene la titularidad de los derechos transmitidos al fideicomiso, puede o no, llevarlos dentro de balance.

Así, el Certificado Bursátil permite el diseño de esquemas de financiamiento para la bursatilización de activos, sin olvidar, que estas operaciones también pueden realizarse mediante la emisión de Certificados de Participación Ordinarios, sin embargo, el estudio de estos últimos, no son objeto de estudio en esta ocasión.

3.2 ANTECEDENTES DE LA BURSATILIZACIÓN

3.2.1 ANTECEDENTES EN EL MUNDO

a) Estados Unidos

El mercado de financiamiento estructurado se desarrolla en los 70's en Estados Unidos de América al iniciar la Bursatilización de hipotecas y de ahí se empezaron a bursatilizar otro tipo de activos.

El proceso de desarrollo de la bursatilización **ha revolucionado los mercados financieros** y ha hecho posible, por ejemplo, para el caso de la bursatilización hipotecaria de los Estados Unidos poder acrecentar la capacidad del sistema para suministrar una impresionante cantidad de recursos financieros para la adquisición de viviendas, base indiscutible del crecimiento sostenido de la economía americana de la posguerra.²³ En Estados Unidos ha llegado a constituir el segundo gran mercado financiero, muy cerca de los instrumentos de deuda pública. Las razones básicamente son la existencia de las agencias públicas con emisiones garantizadas y la existencia de un marco jurídico muy flexible²⁴.

b) Europa²⁵

En la mayoría de los países europeos la primera operación de bursatilización en el Reino Unido tuvo lugar en 1989. En Francia ha habido también operaciones de bursatilización a partir del año 1991, pero la

²³ Vega Rodríguez, Francisco Javier, *La Bursatilización de Activos Financieros*, Colección Ariel Divulgación, México, D.F., 1995, p. 242.

²⁴ <http://www.sugeval.fi.cr/download/publicaciones/libros/banca/expo2.pdf#search='titularizacion'>

primera no fue hipotecaria sino de otros activos. Actualmente, ya se han realizado algunas titularizaciones hipotecarias. En España la primera emisión de bursatilización tuvo lugar en 1993 y hubo 13 emisiones hasta 1995.

e) Chile²⁶

El mercado de financiamiento estructurado (hipotecario) inicio en marzo de 1994 con la Ley No. 19,301; como una nueva herramienta para el financiamiento de vivienda a largo plazo. Las entidades participantes son las sociedades securitizadoras o tituladoras que tienen como función comprar créditos y contratos de arrendamiento para emitir títulos respaldados por éstos.

d) Colombia²⁷

Colombia fue el primer país latinoamericano que hizo emisiones de bonos de bursatilización hipotecaria. En 1992 se reconoció en los esquemas de bursatilización una oportunidad para sacar los activos inmobiliarios de los ciclos de la construcción generando, a su vez, una ampliación de la oferta de títulos valores en el mercado de capitales, por lo que crearon otra compañía denominada OIKOS (Títulos de Inversión Inmobiliaria, S.A.), la cual se dedicó a adelantar procesos de bursatilización inmobiliaria por cuenta propia o asesorando y estructurando procesos de igual índole por cuenta de terceros, llegando a liderar el mercado de estos papeles.

El desarrollo de procesos de bursatilización en Colombia se ha visto impulsado por la conciencia de las autoridades de ampliar las alternativas de inversión, esto es, la necesidad de dotar al mercado de capitales de nuevos valores y ampliar el acceso a nuevos oferentes que busquen recursos sin intermediación financiera. Los resultados son apreciables desde el punto de vista de la utilización de esquemas de bursatilización; a octubre de 1997 un poco más del 60% de las ofertas en trámite en el Registro Nacional de Valores correspondían a procesos de bursatilización.

²⁵ <http://www.sugeval.fi.cr/download/publicaciones/libros/banca/expo2.pdf#search='titularizacion'>

²⁶ <http://www.titularizadora.com/latitularizacion.asp?Opcion=Latin>

²⁷ <http://www.supervalores.gov.co/saf/ie980729.htm>

e) Brasil²⁸

En 1997 se crea el SFI (Sistema Financiero Inmobiliario) que busca el desarrollo de un mercado de bursatilización, orientado al mercado y donde el Gobierno regula, no interviene. Para ello, se crearon:

- La Securitizadora de Créditos Inmobiliarios
- Los Certificados Recebíveis Inmobiliarios (MBS)
- La Alienacao Fiduciaria: Figura fiduciaria

3.2.2 LA EXPERIENCIA MEXICANA

El proceso de bursatilización del financiamiento que se está dando en México, es parte de una marcada tendencia mundial. En México este mercado despertó a partir de dos hechos:

- La crisis de activos de 1995, dado que la Ley mexicana considera sólo la emisión en el mercado de valores de títulos con “Grado de inversión”, el cual se distingue en el dictamen sobre la calidad crediticia, y
- La evolución del sistema de pensiones mexicano en 1996. El régimen de inversión de las Siefores (Sociedad de inversión operada por las Afores), establece que solo puede invertir en títulos valores de la más alta calidad crediticia calificados, esto es “AAA” y “AA”.

La bursatilización en los países de economía emergente ha jugado un papel importante en los procesos de internacionalización económica emprendidos por dichos países, en muchos casos esta nueva tecnología financiera constituyó la palanca para la inserción de algunas economías emergentes en los mercados internacionales de capitales, tal fue el caso de México.

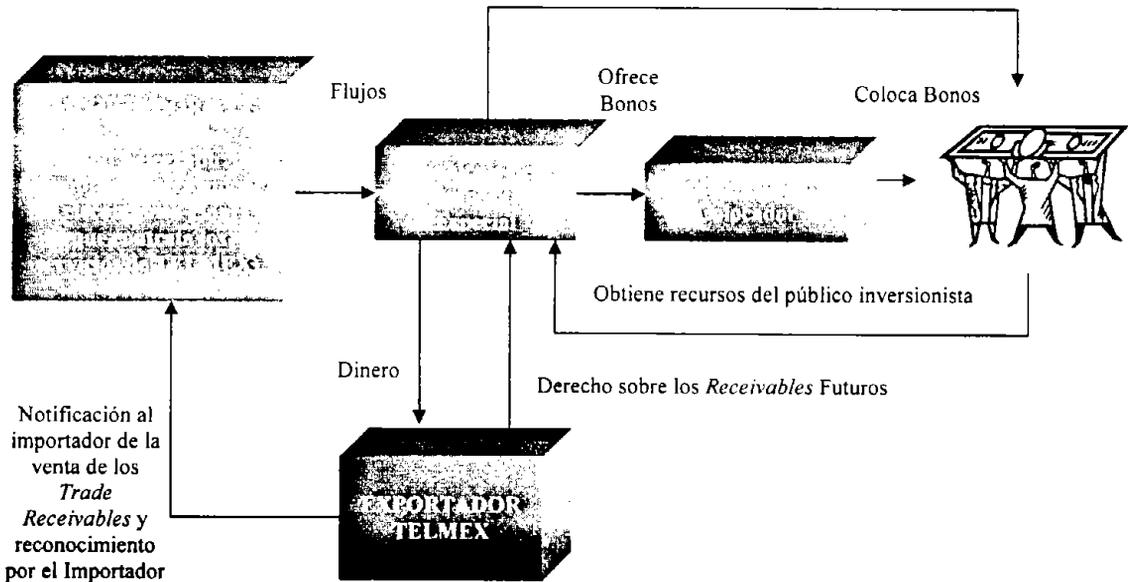
El mundo atestiguó la instrumentación de operaciones de gran envergadura, realizadas por empresas públicas y privadas de las economías emergentes, tal fue el caso de la colocación de acciones Serie “L” de Teléfonos de México, S.A. de C.V. (TELMEX) efectuada en 1987 como un complemento de la privatización de dicha empresa.

²⁸ <http://www.titularizadora.com/latitularizacion.asp?Opcion=Latin>

En dicha operación "...el originador de los activos fue TELMEX y el emisor fue Citibank, dicha operación de bursatilización nació bajo la presión de obtener recursos del mercado internacional, en un contexto en que la banca internacional desde 1982, mantenía cerrado su crédito a los países emergentes.

Así, las operaciones de bursatilización constituyeron una de las formas en que las economías emergentes lograron escapar a las restricciones por la banca internacional. La clave para la instrumentación exitosa de la bursatilización de TELMEX, fue lograr convencer a un grupo importante y diversificado de inversionistas de, que al adquirir los certificados y bonos emitidos en el proceso de bursatilización las distintas clases de riesgos de rendimiento y legales son mínimos, a pesar de que el originador es una entidad ubicada en un país emergente."²⁹

Dicha operación puede esquematizarse de la siguiente manera:



Fuente: Alexandre, Hyek, "Internacional Securitization for the Emerging Economies" Ed. Probus, 1993, p. 128.

²⁹ Vega Rodríguez, Francisco Javier, *La Bursatilización de Activos Financieros*, Colección Ariel Divulgación, México, D.F., 1995, p. 242.

La explicación de dicho diagrama es la siguiente:

American Telephone and Telegraph (ATT) tiene clientes que realizan llamadas de Estados Unidos a México y requiere de una empresa mexicana para brindar un mejor servicio, por lo que ATT (Importador del servicio) contrata los servicios de TELMEX (Exportador del servicio). Esta relación comercial genera *Trade Receivables* en donde ATT se obliga a pagar (*Trade Receivables*) en el futuro en forma periódica los servicios de TELMEX, por su parte TELMEX decide que dichos *Trade Receivables* son susceptibles de bursatilizar ya que recibirá permanentemente dichos flujos.

TELMEX necesitando financiamiento a tasas atractivas, ante la escasez de crédito bancario en el mercado, decide bursatilizar con la ayuda de Citibank los *Trade Receivables* generados.

Citibank estructura la operación atenuando los diferentes riesgos de los Certificados colocados en el mercado internacional, TELMEX vendió los derechos sobre los *Trade Receivables* al Vehículo de Propósito Especial. El aspecto fundamental de esta operación es la Notificación de TELMEX a ATT de que un cierto monto de los *Trade Receivables* pertenece legalmente al Vehículo, por lo que esta figura se encargaría de administrar los flujos correspondientes.

El riesgo de pago de los Certificados se concentra en el obligador (ATT), por lo tanto para los inversionistas el riesgo de cobro estimado se sustenta en la calidad crediticia de ATT, la cual es de "AAA".

El riesgo de rendimiento queda vinculado al originador (TELMEX) este riesgo es manejado a través de mecanismos como las cartas de crédito; así como, la existencia de varias cláusulas que determinen métodos de amortización anticipada de los Certificados ante eventos extraordinarios.

De esta manera, el mercado latinoamericano iniciaba su retorno al mercado internacional de capitales en el campo de la nueva ingeniería financiera creada por la nueva economía global que entonces comenzaba a consolidarse en el mundo.

Hoy en día, las condiciones económicas y la demanda de títulos, principalmente, por parte de los inversionistas institucionales, “ayudaron a México a convertirse, por primera vez, en el líder del mercado de bursatilización en América Latina, en términos de volumen”, aseguró Juan P. de Mollein, director del grupo de calificaciones estructuradas para América Latina de Standard & Poors (Institución Calificadora).

3.3 ASPECTOS RELEVANTES DE UNA BURSATILIZACIÓN

Los aspectos relevantes de una bursatilización a ser considerados son los participantes y su rol, así como, la operatividad básica de un esquema de bursatilización y los beneficios que ofrece.

3.3.1 PARTICIPANTES

Los participantes o figuras dentro de una bursatilización se pueden establecer en el siguiente cuadro:

FIGURA	SIGNIFICADO
Fideicomiso:	Vehículo emisor
Fiduciario Emisor:	Instituciones de crédito
Fideicomitente:	El propietario inicial u originador de los bienes a afectarse al fideicomiso base de emisión. En algunos casos, también funge como administrador de los activos
Fideicomisarios:	Los que reciben el beneficio de la bursatilización, Los tenedores de los valores, algún garante, el fideicomite.
Patrimonio del fideicomiso:	Los activos a ser fideicomitados
Cedente:	Aquel que transfiere la propiedad del activo, con el objeto de financiar sus operaciones (originador de créditos hipotecarios, concesionaria en cuotas de peaje, desarrollador de vivienda en créditos puente, municipio o estado, banco, empresa, etc.)
Administrador:	Administra los activos a ser fideicomitados, en toda operación debe existir un administrador sustituto
Fortalecedor del Crédito:	El que funge como garante o aval
Banca de Inversión o Agente Estructurador:	Apoyo en la planeación financiera

* Aforo:	Es el margen prudente de seguridad a que tienen derecho los fideicomisarios respecto de los valores emitidos. Se determina como la diferencia que existe entre el valor de los bienes afectos y el importe de la emisión
* Dictaminador:	Es el encargado de emitir el avalúo de los bienes afectos al fideicomiso base de emisión y determinar el monto máximo de la emisión
* Comité Técnico:	Se establece un Comité Técnico para el seguimiento de la emisión y vigilancia de los bienes cedidos
* Acta de Emisión:	Es el documento que contiene las características generales de la emisión
Institución Calificadora:	Institución que emite un dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión, el cual incluye las razones que motivaron dicha calificación, así como los condicionamientos o consideraciones que, en su caso, se hayan establecido para la calificación y la evidencia de la revisión jurídica efectuada.

Fuente: Elaboración propia con datos de los diferentes prospectos de colocación publicados en la página de Internet de la Bolsa Mexicana de Valores. www.bmv.gob.mx.

* En una bursatilización este requisito puede o no existir, no es obligatorio.

NOTA: Además de estos requisitos o aspectos deberán considerarse los necesarios para la propia emisión de Certificados Bursátiles, los cuales se identificaron en el Capítulo 2.

3.3.2 REQUISITOS

Independientemente de los requisitos para una inscripción de Certificados Bursátiles en Directo, los cuales ya fueron indicados en el capítulo anterior, para una operación de Bursatilización, adicionalmente, se requiere, entre otros documentos, y con fundamento en la Ley del Mercado de Valores y otras leyes aplicables a los fideicomisos, lo siguiente:

- **Prospecto de colocación, destacando los factores de riesgo, tanto de la emisión como de la propia bursatilización, además, si existe dependencia en un 20% o más de algún participante (fideicomitente, originador, aval, garante, administrador u otro), se incluye información cuantitativa y cualitativa.**
- **Opinión legal que, adicionalmente, verse sobre la estructura de bursatilización, la debida constitución y procedimiento de ejecución de las garantías, apoyo crediticio o cualquier otra figura que respalde la emisión.**

- Autorización de Banxico (exceptuando al fideicomiso del régimen de inversión).
- Contrato de fideicomiso.
- Balance del patrimonio afecto al fideicomiso.
- Contrato de administración y otros contratos.
- Notificación de Cesión.
- El Fideicomitente es el propietario de los activos a bursatilizar y que son vendidos al Fideicomiso.
- Existen mitigantes de riesgo (garantías externas o internas)
- “Capacidad del administrador para maximizar el rendimiento y el valor de los activos encomendados en administración”
- Clasificación como administrador de activos.
- Administrador sustituto.
- En más de las veces el Fideicomitente de la operación funge como Administrador de los activos a bursatilizar. Las funciones del Administrador se establecen en un contrato de administración firmado entre el Fiduciario y el Administrador, en el cual se establece, entre otros, los siguientes puntos: Procesos de administración: historial operativo del administrador; separación de recursos e incumplimiento de funciones de las partes involucradas.

3.3.3 OPERATIVIDAD

En el capítulo 2, se identificó la operatividad básica de una Bursatilización, ahora, se expondrá esta técnica con todos los elementos que debe llevar, es decir, se expondrá la estructura o ingeniería financiera que conlleva. Como se ha indicado, esta técnica es la conversión de activos no tan líquidos a líquidos y se realiza cuando los dueños de dichos activos (créditos hipotecarios, pagarés de tarjetas de crédito, arrendamientos financieros no cobrados, participaciones federales, flujos de peaje carreteros, etc.) los venden a una entidad, la cual puede ser un fideicomiso, siendo el vehículo emisor, en el cual se agrupan dichos activos a bursatilizar en un paquete o *pool*.

Asimismo, se obtienen las garantías que respaldarán los futuros bonos, en este caso, los Certificados Bursátiles, que se emitirán con base en los flujos de efectivo derivados del *pool*. Estos Certificados, ya calificados por las empresas calificadoras, se colocan en fondos de pensiones, aseguradoras, afianzadoras, fondos mutuos o entre el público inversionista. La colocación puede ser privada o pública.

Los Certificados Bursátiles permiten llevar a cabo la operación llamada bursatilización, la cual, independientemente, de la explicación indicada en el párrafo anterior, es simplemente, la operación en la que el emisor coloca en un fideicomiso los bienes, valores o derechos que desea ofrecer al público a cambio del dinero que obtiene con la colocación de los Certificados Bursátiles que dan el derecho a los frutos o rendimientos de lo depositado en dicho fideicomiso. Con la bursatilización el responsable de liquidar el compromiso que representan los Certificados Bursátiles es el fideicomiso que respalda la emisión, por lo que se aísla del riesgo del originador de los activos o fideicomitente.

Bajo esta fórmula de financiamiento la empresa fideicomite activos en garantía, para que el fideicomiso emisor, a su vez, emita títulos de deuda, en este caso, Certificados Bursátiles, debidamente calificados, para su colocación entre inversionistas nacionales y extranjeros en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. La operatividad de las bursatilizaciones se puede entender mejor bajo un ejemplo:

Una empresa extiende crédito a sus clientes, esperando a lo largo del tiempo obtener los pagos correspondientes de intereses y capital. Sin embargo, necesita obtener financiamiento hoy para emprender un nuevo proyecto.

Bajo este contexto a la empresa se le pueden presentar dos escenarios:

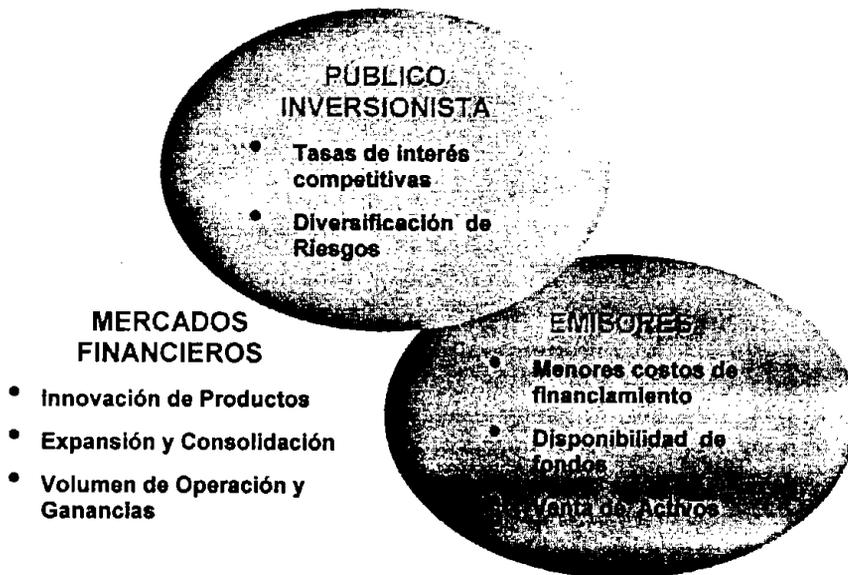
Escenario 1: Emisión de Deuda en Directo

La empresa ofrece a los mercados financieros para que el intermediario coloque los Certificados Bursátiles o cualquier instrumento de deuda entre el público inversionista y así, obtener el dinero que requiere para su proyecto de inversión (Descripción dada en el capítulo 2).

Lo anterior, da a tales financiamientos bursátiles adaptabilidad y flexibilidad a las necesidades del emisor; así como, a las condiciones del mercado. Más adelante, se mostrarán diferentes esquemas de bursatilización, con los cuales se reitera la versatilidad y flexibilidad de las operaciones en las emisiones de los Certificados Bursátiles.

3.3.4 BENEFICIOS

A continuación se indican algunos de los beneficios que se presentan para el público inversionista, el emisor y los mercados financieros, cabe señalar que no todos se presentan en la totalidad de los casos, ya que depende de la operación, los mitigantes de riesgo, los imprevistos que puedan surgir de la operación y la aceptación del título por parte del público inversionista:



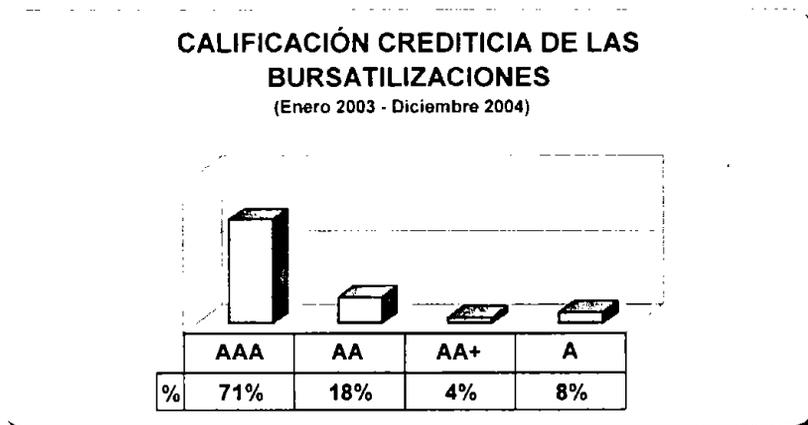
Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Dirección General de Emisoras

Algunos beneficios de la Bursatilización de activos se citan a continuación:

- Alternativa real de financiamiento
- Mecanismo por el cual se obtiene financiamiento haciendo uso de sus activos
- Transparencia en la operación al contar como vehículo emisor y de pago a un fideicomiso

- Diversificación de fuentes de financiamiento
- Liquidez sobre activos no líquidos
- Financiamiento de proyectos productivos
- Eficiencia y competitividad
- Se considera una operación “Fuera de balance” para el generador de los activos, ya que la afectación al fideicomiso emisor lo desliga de los bienes base de emisión
- Institucionalización de la empresa para su permanencia en el mercado

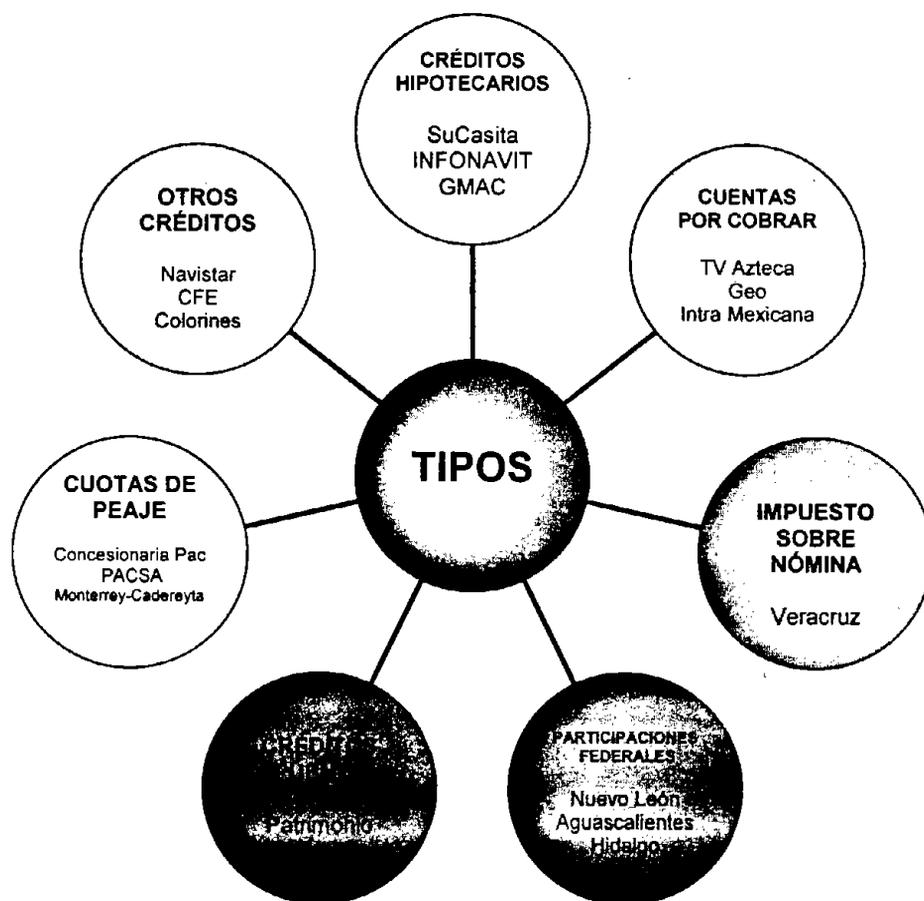
Por otro lado, tales son los beneficios, que los inversionistas buscan un instrumento mejor calificado. En los dos últimos años, el 92% del total de emisiones de Bursatilizaciones vía Certificados Bursátiles obtuvieron una calificación alta (AAA, AA, AA+), lo anterior es lo que busca el mercado, ofrecer títulos respaldados con un grado de inversión elevado para ofrecer un papel más seguro para el inversionista.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

3.4 TIPOS DE BURSATILIZACIÓN

La bursatilización como medio para obtener financiamiento, se puede llevar a cabo con diferentes activos o flujos, como lo muestra el siguiente diagrama, en el que se identifican los diferentes tipos de bursatilización³⁰:



Fuente: Elaboración propia

³⁰ Como se indicó: Si se cuenta con algún activo que genere flujo de efectivo con cierta periodicidad del cual se tenga un historial del desempeño de la generación del mismo y se pueda tener relativa certeza de que estos flujos seguirán dándose en un futuro se puede pensar en bursatilizar ese activo

Para realizar cualquier operación de Bursatilización, sólo es necesario contar con algún activo que genere flujo de efectivo con cierta periodicidad, del cual se tenga un historial del desempeño de la generación del mismo y se pueda tener relativa certeza de que estos flujos seguirán dándose en un futuro.

3.5 DIFERENTES ESQUEMAS DE BURSATILIZACIÓN: UN TRAJE HECHO A LA MEDIDA

El tipo de bursatilización y estructura de la misma dependerá del desempeño histórico en diferentes entornos, del flujo de efectivo y su capacidad de absorber eventualidades de riesgo crédito, mercado o administración de los activos a bursatilizar.

Es importante resaltar que no hay procesos paramétricos estándar en financiamiento estructurado, el análisis se realiza caso por caso y depende del activo que respalde la operación, se analizan los flujos, su volatilidad y los riesgos propios para que éstos se den; así como, el entorno y el impacto en el flujo, para determinar la estructura particular del caso dada una calidad crediticia objetivo.

En este ensayo se tratan 6 esquemas de bursatilización³¹ que se ajustaron a las necesidades del emisor y los requerimientos que se observan en el mercado, de ahí que se indique que son estructuras o trajes hechos a la medida:

1. El caso PATRIMONIO: Contratos de Apertura de Crédito.
2. El caso COLORINES: Derechos de Contratos de Arrendamiento.
3. El caso MONTERREY-CADEREYTA: Cuotas de peaje
4. El caso VERACRUZ: Impuesto sobre nómina
5. El caso NAVISTAR: Créditos Refaccionarios
6. El caso GMAC: Créditos Hipotecarios

Se tomaron estos seis casos con el objeto de exponer seis diferentes bursatilizaciones con diferentes tipos de activos. Todos ellos fueron autorizados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

³¹ Dichos esquemas se obtuvieron de los diferentes prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

3.5.1 EL CASO "PATRIMONIO": CRÉDITOS HIPOTECARIOS

Modalidad: Programa de Certificados Bursátiles

Monto: \$2,000'000,000.00

a) Actividad

Patrimonio, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado (Patrimonio) tiene como actividad el otorgamiento y administración de créditos para la adquisición o construcción de viviendas (créditos individuales y créditos puente, respectivamente) con garantía hipotecaria y/o fiduciaria.

b) Objetivo de la Bursatilización

En esta operación Patrimonio es el originador de los Créditos Hipotecarios y el objetivo es establecer una fuente de recursos que le permita a Patrimonio generar una alternativa para otorgar créditos puente (construcción de vivienda) con garantía hipotecaria.

Los recursos se obtendrán del público inversionista a través de la colocación de Certificados Bursátiles emitidos por un fideicomiso de emisión al que Patrimonio aportará los Derechos derivados de lo créditos puente; el fideicomiso está diseñado para asegurar a los inversionistas que los Certificados Bursátiles serán pagados con los recursos que se obtengan de la cobranza de dichos créditos.

c) Participantes

- **Fideicomitente:** Patrimonio, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado
- **Fiduciario Emisor:** MultiValores Casa de Bolsa, S.A. de C.V., MultiValores Grupo Financiero, Dirección Fiduciaria
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles
En segundo lugar Patrimonio como fideicomitente
- **Originador y Administrador:** Patrimonio, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado

- **Administrador Sustituto:** Hipotecaria SuCasita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado.
- **Garantía Corporativa:** Garantía otorgada por Sociedad Hipotecaria Federal u otra institución con calificación crediticia “AAA”.
- **Auditor externo:** Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, S.C.
- **Abogado independiente:** Romo, Pailles y Guzmán, S.C.
- **Intermediario Colocador:** MultiValores Casa de Bolsa, S.A. de C.V., MultiValores Grupo Financiero.
- **Representante Común de los tenedores:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan, Grupo Financiero.

d) Estructura de la Operación

Patrimonio y MultiValores Casa de Bolsa, S.A. de C.V., MultiValores Grupo Financiero, Dirección Fiduciaria (MultiValores) celebraron un contrato de fideicomiso por medio del cual el Fiduciario emitirá, con ayuda del intermediario colocador Certificados Bursátiles, con cargo al fideicomiso, que serán ofrecidos al Público Inversionista.

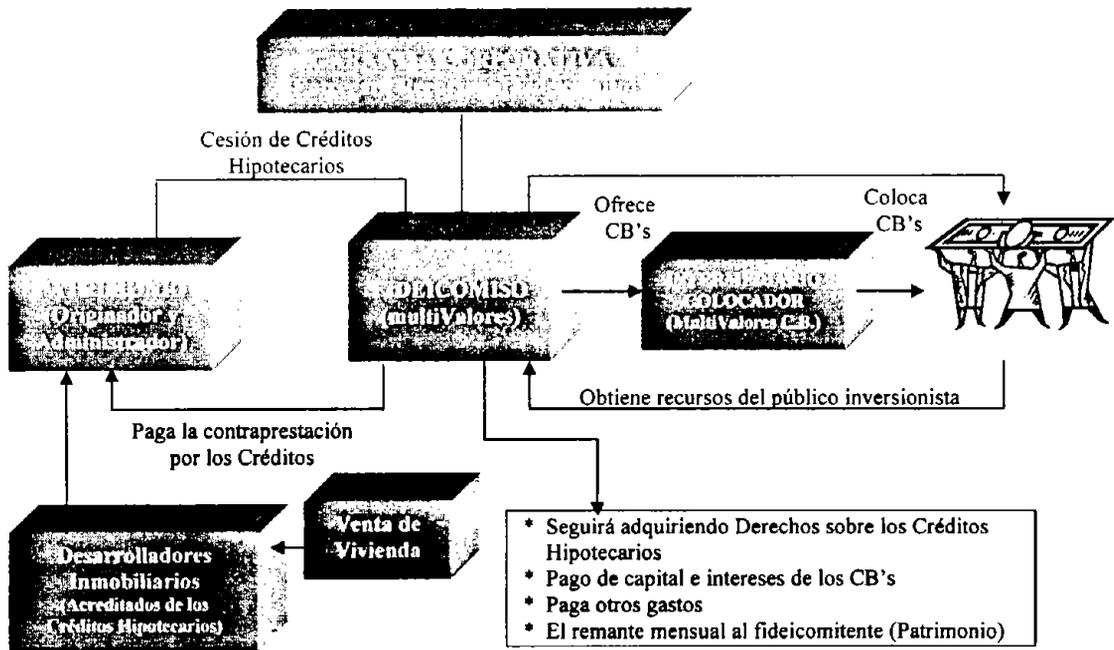
Los recursos obtenidos de la colocación serán conservados por el fiduciario para adquirir de Patrimonio, mediante un Contrato de Aportación, los Derechos que sean originados por Patrimonio que cumplan con los criterios de elegibilidad acordados entre el Fideicomitente, el Fiduciario y el Representante Común de los tenedores, con la anuencia de las Agencias Calificadoras y reúnan los requisitos necesarios para ser aportados al fideicomiso de emisión; es decir, en un primer momento con los recursos de la colocación se irán adquiriendo Derechos hasta que sólo lo que exista en el fideicomiso sean Derechos, ya que el Fiduciario irá recibiendo reportes de avance de obra por parte de Patrimonio como Administrador de los Créditos y sobre esa base irá adquiriendo Derechos sobre los Créditos Hipotecarios.

En caso de que la Sociedad Hipotecaria Federal, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (SHF) en su carácter de garante corporativo fondee los Derechos, la fideicomitente deberá liquidar tales fondeos a efecto de que la SHF no tenga algún derecho o garantía preferente respecto de las garantías hipotecarias propias de tales Derechos a ser aportados.

Los acreditados (Desarrolladores Inmobiliarios) llevan a cabo la venta de viviendas con ello se van generando los pagos bajo los créditos hipotecarios. Los créditos aportados al fideicomiso deben ser elegibles; es decir, deben contar con alguna línea de crédito con Infonavit, Fovissste u otra fuente de fondeo (Fondos de Vivienda), por lo que existe una carta instrucción en la que se les indica a estas fuentes de fondeo que los recursos no se los dé a su cliente (persona interesada en comprar la vivienda), si no que lo deposite en el Fideicomiso Emisor, siendo ahora este último el titular de tales Derechos de Cobro.

La liquidación de los Créditos aportados al fideicomiso la realizarán los acreditados con los recursos que obtengan de la venta de las viviendas pago que es realizado por algún Fondo de Vivienda.

Conforme pasa el tiempo, las cantidades derivadas de la cobranza de los Derechos recibidas por el Fideicomiso se utilizarán para que el Fiduciario adquiera de Patrimonio otros Derechos. Asimismo, el Fiduciario es el responsable de realizar otros pagos, derivados de la operación, tales como el pago de capital e intereses de los Certificados Bursátiles. La Fideicomitente de conformidad con las cláusulas del contrato de fideicomiso tiene derecho a los remanentes mensuales de dicho contrato. Dicha operación se esquematiza a continuación:



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

e) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: La Comisión Nacional Bancaria y de Valores exige que se incluya en el prospecto de colocación los riesgos relacionados a la estructura legal y operacional de la oferta, los relacionados a la empresa u Originador de los activos a fideicomitir, los factores de riesgo de los títulos y los relacionados a variables económicas en México.

En esta operación los factores de riesgo que consideraron los tenedores de los Certificados Bursátiles fueron, entre otros, los siguientes:

- Problemas de pago de los acreditados
- Recuperación de los créditos por vía judicial o extrajudicial
- Concentración en la industria de desarrollos inmobiliarios de vivienda en México
- Procedimiento de Ejecución de la Garantía o Apoyo Crediticio
- El Fideicomiso no será Entidad Regulada
- Riesgo de Administración del Activo
- Concurso Mercantil del Fideicomitente
- Administrador Substituto o ausencia de Administrador
- Riesgos de Originación por parte del Fideicomitente
- No Sustitución de Cartera; No Aportación de Cartera Adicional.
- Indebida cesión de Créditos Hipotecarios
- Riesgo de Reinversión

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Standard & Poor's S.A. de C.V. y Fitch México, S.A. de C.V. como una emisión "AAA" representando la más alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Adquirir Derechos derivados de los créditos originados por la Fideicomitente y ésta a su vez, con dicha contraprestación, los destinará para otorgar nuevos créditos a sus clientes.

3.5.2 EL CASO “COLORINES”: DERECHOS DE CONTRATOS DE ARRENDAMIENTO

Modalidad: Colación Única de Certificados Bursátiles

Monto: \$450'000,000.00

a) Actividad

Inmobiliaria Valle de Colorines, S.A. de C.V. (Colorines) tiene como actividad principal el desarrollar y construir diferentes áreas, tanto comercial como habitacional.

b) Objetivo de la Bursatilización

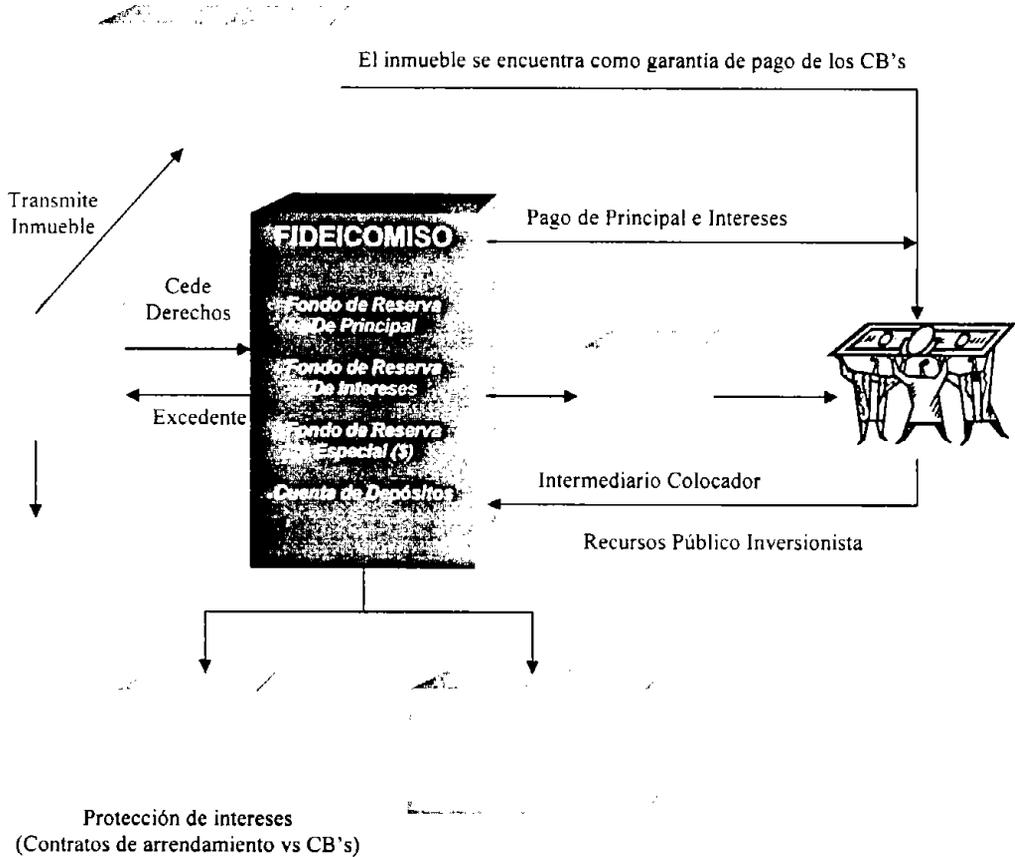
Con el fin de diversificar sus fuentes de fondeo y a la vez obtener recursos para nuevos desarrollos Colorines emite Certificados Bursátiles a través de un Fideicomiso, al cual Colorines cede los Derechos de Cobro presentes y futuros derivados de los contratos de arrendamiento de los locales comerciales de Plaza Fiesta San Agustín Etapa III ubicado en Monterrey, Nuevo León. Adicionalmente, Colorines aportará a un fideicomiso de garantía la totalidad del inmueble Plaza Fiesta.

c) Participantes

- **Fideicomitente:** Inmobiliaria Valle de Colorines, S.A. de C.V.
- **Fiduciario Emisor:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan, Grupo Financiero, División Fiduciaria.
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles
En segundo lugar Colorines como fideicomitente
- **Originador:** Inmobiliaria Valle de Colorines, S.A. de C.V.
- **Administrador:** Promotora Valle de Colorines, S.A. de C.V.
- **Garantía:** Inmueble Plaza Fiesta San Agustín Etapa III (Fideicomiso de Garantía).
- **Auditor externo:** RSM Bogarin, Erhard, Padilla, Alvarez & Martínez, S.C.
- **Abogado independiente:** Thompson & Knights, de R.L. de C.V.

- **Intermediario Colocador:** Value, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero.
- **Representante Común de los tenedores:** MultiValores Casa de Bolsa, S.A. de C.V., MultiValores Grupo Financiero.

d) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

Colorines transmitió al fideicomiso emisor los Derechos de Cobro de los Contratos de Arrendamiento de los locales ofrecidos en venta. Asimismo, transmite al fideicomiso de garantía el inmueble (Centro Comercial) como garantía de pago de los Certificados Bursátiles.

El fiduciario realiza la emisión de los títulos, a través del intermediario colocador, y a su vez, recibe los recursos del público inversionista. El fiduciario aplica los recursos provenientes de la emisión a constituir los fondos de reserva y la cuenta de depósito para efectos de pago de principal e intereses de los títulos, asimismo, paga los gastos de operación y otros gastos.

Un factor importante, es que en el supuesto que los intereses devengados bajo los Certificados Bursátiles sean superiores a los intereses devengados bajo los contratos de arrendamiento, en virtud de una diferencia en las tasas de interés correspondientes, el fiduciario podrá contratar un Contrato de Derivados para efectos de protección de tasas.

Una vez cubiertos los gastos y las reservas, el fiduciario entrega el excedente de los recursos al fideicomitente (Colorines) y éste, a su vez, aplica el excedente al pago de pasivos y para el desarrollo de nuevos proyectos.

e) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: En esta operación los factores de riesgo que consideraron los tenedores de los Certificados Bursátiles fueron, entre otros, los siguientes:

- Desfase entre ingresos generados por rentas y servicio de la deuda
- Vigencia y efectividad en los derechos de cobro
- Efectos en las rentas por una reducción en la actividad económica
- Vencimientos en los contratos de arrendamiento
- Gestión inadecuada del administrador
- Venta del centro comercial por una amortización anticipada

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Fitch México, S.A. de C.V. como una emisión "AA" representando una alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Adquirir Derechos de Cobro de los Contratos de Arrendamiento originados por la fideicomitente, y ésta a su vez, con dicha contraprestación, los destinará para el pago de pasivos y desarrollo de nuevos proyectos.

3.5.3 EL CASO “MONTERREY CADEREYTA”: CUOTAS DE PEAJE

Modalidad: Colación Única de Certificados Bursátiles

Monto: 637'874,400 Udis

a) Antecedentes de la autopista de cuota de Nuevo León

En 1987 a partir de una concertación y colaboración con la Cámara de de la Industria de la Construcción, el Gobierno del Estado de Nuevo León emprendió la construcción de la autopista de cuota con el objeto de resolver la demanda vehicular, bajo la consideración de que la ciudad de Cadereyta se perfilaba como nuevo polo de desarrollo.

b) Objetivo de la Bursatilización

Con el propósito de administrar los ingresos derivados del uso de la autopista de cuota; así como, para el mejoramiento y ampliación de la red de caminos y carreteras del Estado, se creó la red estatal de autopistas (REA) de Nuevo León. La REA es un organismo público descentralizado del Estado de Nuevo León, de acuerdo con la Ley de la REA tiene por objeto planear, proyectar, promover, conservar, construir, explotar, administrar y operar todas las autopistas de cuota que se establezcan en el territorio del Estado cuya realización se lleve a cabo con recursos mayoritariamente estatales.

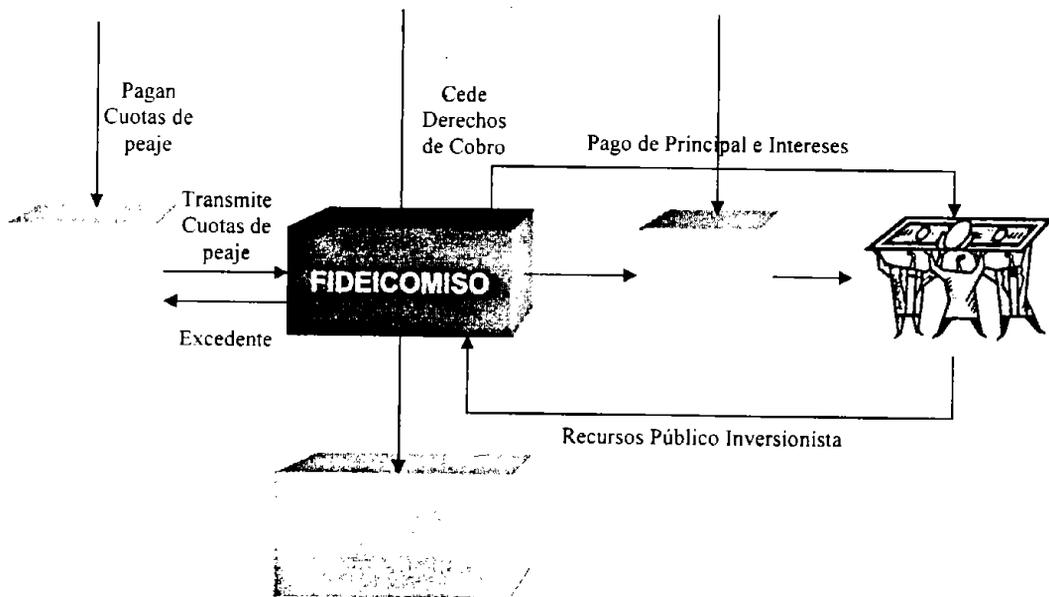
La REA al contar con los recursos derivados de los derechos de cobro de las cuotas carreteras del tramo Monterrey-Cadereyta decide bursatilizarlas mediante una emisión de Certificados Bursátiles.

c) Participantes

- **Fideicomitente:** Red Estatal de Autopistas de Nuevo León
- **Fiduciario Emisor:** Nacional Financiera, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles
 - En segundo lugar MBIA Insurance Corporation, empresa aseguradora de Nueva York que otorgó la garantía de pago oportuno de capital e intereses de los títulos.
 - En tercer lugar la Red Estatal de Autopistas de Nuevo León como fideicomitente

- **Operador:** Red Estatal de Autopistas de Nuevo León o sustituto
- **Garantía:** MBIA Insurance Corporation cuya calificación crediticia es “AAA”
- **Auditor externo:** Leal Tijerina y Asociados, S.C.
- **Abogado independiente:** Tacher Proffitt & Word, S.C.
- **Representante Común de los tenedores:** Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero
- **Intermediario Colocador:** Casa de Bolsa Banorte, S.A. de C.V., Grupo Financiero Banorte

d) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

Los términos de la emisión fueron aprobados por el Secretario de Finanzas y Tesorería del Estado. La descripción del diagrama se muestra a continuación:

REA aporta al fideicomiso los derechos de cobro y las cuotas, el fiduciario emite los títulos y coloca en el mercado de los títulos mediante oferta pública, los tenedores adquieren los títulos y liquidan el precio de los mismos al fideicomiso. REA reciben como fideicomitente y operador el producto de los derechos de cobro y las cuotas, REA entrega los recursos mencionados al fideicomiso para su depósito en las cuentas del fideicomiso correspondientes.

El fideicomiso con cargo a la Cuenta de Pago de los títulos pagará capital e intereses y que en caso de que los recursos no sean suficientes entra la garantía de MBIA.

e) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: Los principales factores de riesgo relacionados con este tipo de emisiones son, entre otros, los siguientes:

- Contingencias de la autopista de cuota
- Sustitución del operador
- Desastres naturales en la autopista de cuota
- Interrupción del servicio
- Modificación en la regulación local de las autopistas de cuota
- Incrementos en las tarifas de cobro (minimiza afluencia vehicular)
- Incrementos en gastos de operación y mantenimiento

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Standard & Poor's S.A. de C.V., Fitch México, S.A. de C.V. y Moody's de México, S.A. de C.V. como una emisión "AAA" representando la más alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Gastos relacionados con la emisión; fondeo de las principales cuentas del fideicomiso; pago a la REA de la contraprestación derivada de la cesión de los derechos de cobro, dicho organismo destinará tales recursos a cubrir sus costos de administración y operación, a la conservación de las autopistas que le sean propias; así como, la promoción, construcción, mejoramiento y ampliación de la red de autopistas del Estado de Nuevo León, de conformidad con lo que se establece en la Ley de la REA.

3.5.4 EL CASO “VERACRUZ”: IMPUESTO SOBRE NÓMINA

Modalidad: Programa de Certificados Bursátiles

Monto: \$450'000,000.00

a) Objetivo de la Bursatilización:

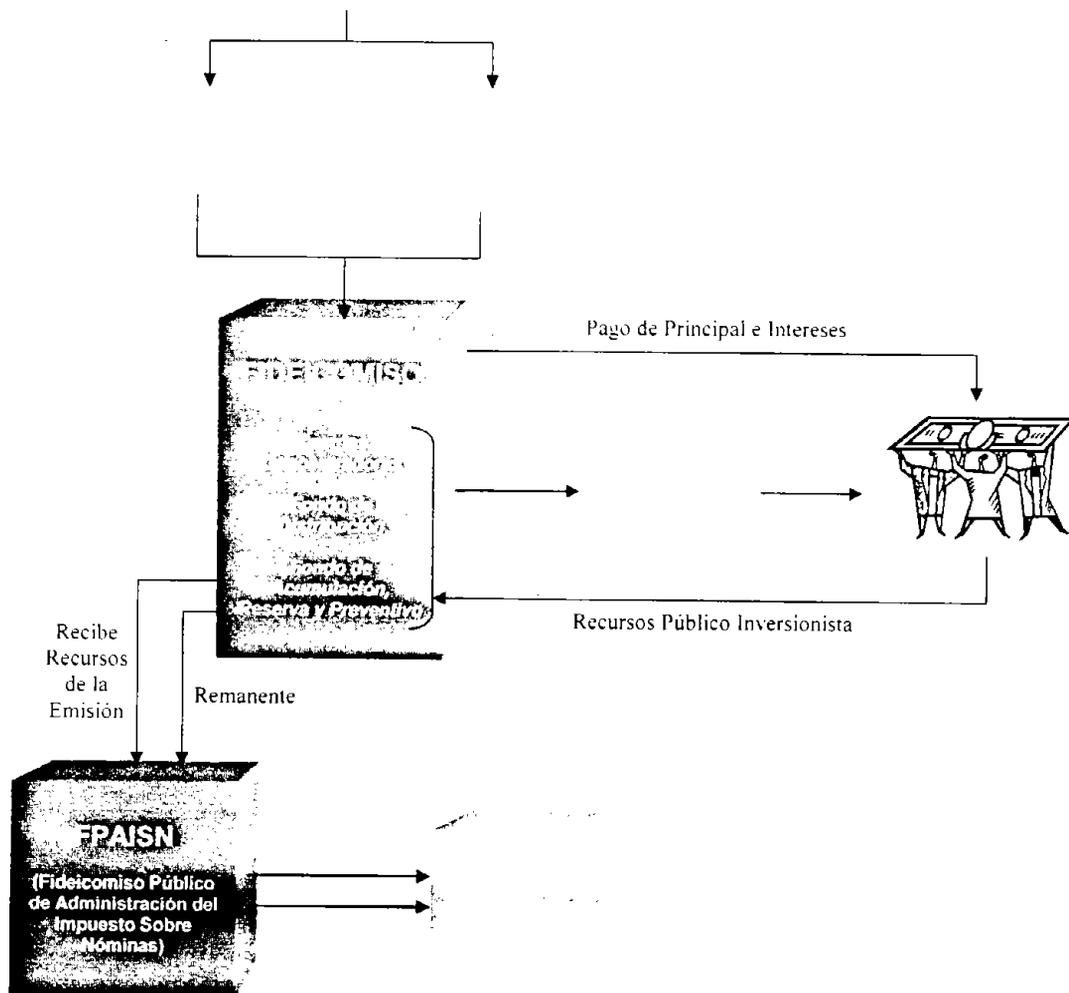
Incrementar las opciones que tiene el Fideicomiso de Administración del Impuesto sobre Nóminas (FPAISN) para realizar obra pública productiva, mediante emisión de deuda en el mercado bursátil, que de otra manera no sería posible realizar por no poder disponer en el presente de los flujos futuros del Impuesto Sobre Nómina (ISN).

c) Participantes

- **Fideicomitente:** Estado Libre y Soberano de Veracruz de Ignacio de la Llave por conducto de la Secretaría de Finanzas y Planeación.
- **Fiduciario Emisor:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan Grupo Financiero, Dirección Fiduciaria
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles.
En segundo lugar el Fideicomiso Público de Administración del Impuesto Sobre Nóminas firmado por Banorte y el Estado de Veracruz en el que el fideicomitente es el propio Estado de Veracruz, cuyo fin es financiar las labores encaminadas a la ejecución de obra pública necesarias para el Estado de Veracruz.
En tercer lugar el Estado Libre y Soberano de Veracruz de Ignacio de la Llave.
- **Aval:** Estado de Veracruz quien se encuentra obligado a transferir al fideicomiso la cantidad establecida en caso de insuficiencia de recursos.
- **Auditor externo:** Juan Antonio Cedillo y Cia. S.C.
- **Abogado independiente:** Thacher Proffitt & Woods, S.C.
- **Intermediario Colocador:** GBM Grupo Bursátil Mexicano, S.A. de C.V., Casa de Bolsa.
- **Agente Estructurador:** Protego Asesores, S.A. de C.V.

- **Representante Común de los tenedores:** BankBoston, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria.

d) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

La H. LIX Legislatura del Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave autorizó al Gobernador del Estado de Veracruz, por conducto de la Secretaría de Finanzas y Planeación, para que en el ejercicio fiscal de 2003, emita valores representativos de un pasivo a cargo del Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave, hasta por la cantidad de \$500.0 mdp al que afectaron en fuente de pago el porcentaje necesario y suficiente de los ingresos derivados del Impuesto Sobre Nóminas (ISN). Dicha emisión se encuentra dentro del monto de endeudamiento autorizado en la Ley de Ingresos del Estado de Veracruz para el mencionado ejercicio fiscal.

La descripción del diagrama se muestra a continuación:

Los contribuyentes pagan el ISN en bancos, Internet o en las oficinas recaudadoras del Estado; dichos recursos se reciben diariamente en las Cuentas Concentradoras, las cuales fueron aportadas por el Estado al patrimonio del Fideicomiso. Con los ingresos derivados del ISN el fiduciario abastece el Fondo de Acumulación de cada emisión, que a su vez abastece, a los Fondos de Reserva y Preventivo (Fuente de pago de los Certificados Bursátiles).

El fiduciario emisor realiza la emisión de los títulos con ayuda del intermediario colocador los cuales son colocados entre el público inversionista. los recursos del público son ingresados al fideicomiso y el fiduciario paga los gastos de estructuración, constituye y pone en saldo objetivo el Fondo de Reserva de la emisión correspondiente y trasmite los recursos derivados de la emisión al FPAISN, asimismo, una vez que están constituidos los Fondos del Fideicomiso, entrega al FPAISN el remanente.

El FPAISN destina los recursos derivados de la emisión y el remanente obtenido a obra pública productiva conforme al programa de inversión, establecidos por el Comité Técnico del FPAISN.

e) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: Los principales factores de riesgo relacionados con este tipo de emisiones son, entre otros, los siguientes:

- **La posible revocación o modificación de la instrucción dada a las instituciones de banca múltiple y a las oficinas recaudadoras del estado.**

- El corto período de vigencia que tiene el Impuesto Sobre Nómina en el Estado y el alto nivel de concentración en los contribuyentes, ya que el 60.6% de lo recaudado durante el 2002 se registró en 22 contribuyentes.
- Implementar una resolución administrativa por parte del gobierno estatal mediante la cual los grandes contribuyentes, cubran mensualmente el Impuesto Sobre Nómina en las instituciones bancarias.
- El porcentaje de recaudación que se efectúe en las oficinas recaudadoras vs la recaudadoras en las sucursales bancarias.
- Insuficiencia de ingresos derivados del ISN

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Fitch México, S.A. de C.V. y Moody's de México, S.A. de C.V. como una emisión "AA" representando una muy alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: De conformidad con el artículo 105 del Código Financiero para el Estado, el 100% de los recursos obtenidos por la emisión de Certificados Bursátiles, menos las cantidades necesarias para cubrir los gastos relacionados con la emisión. Así como, las reservas establecidas, serán transmitidos íntegramente al FPAISN para destinarse a financiar gasto público en el rubro de obra pública, en los proyectos que determine su Comité Técnico.

El Comité Técnico del FPAISN esta integrado por 28 miembros titulares, entre los que se encuentra el Gobernador del Estado, representantes del sector empresarial del Estado. La integración de este Comité tiene la finalidad que las obras públicas que realice el FPAISN se encuentren estrechamente vinculadas a las necesidades y prioridades de los distintos sectores del Estado.

Los recursos de una de las emisiones se destinaron a la Ejecución de diversos proyectos de infraestructura hospitalaria.

3.5.5 EL CASO “NAVISTAR”: CRÉDITOS REFACCIONARIOS

Modalidad: Programa de Certificados Bursátiles

Monto: \$1,100'000,000.00

a) Actividad

Servicios Financieros Navistar, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado (Navistar), es una sociedad que tiene por objeto el otorgamiento de créditos directa e indirectamente, tanto a personas físicas como personas morales para la adquisición de equipo de transporte.

Este financiamiento es documentado mediante un contrato de apertura de crédito refaccionario. A fin de fondar sus operaciones crediticias, en noviembre de 2004, Navistar realizó una operación de Bursatilización.

b) ¿Qué se bursatilizó?

Derechos derivados de créditos otorgados por Navistar; así como, el efectivo resultado de la cobranza de dichos créditos y por cualesquiera swaps, opciones u otros instrumentos financieros derivados sobre tasas de interés que llegue a contratar el fiduciario.

c) Participantes en la operación

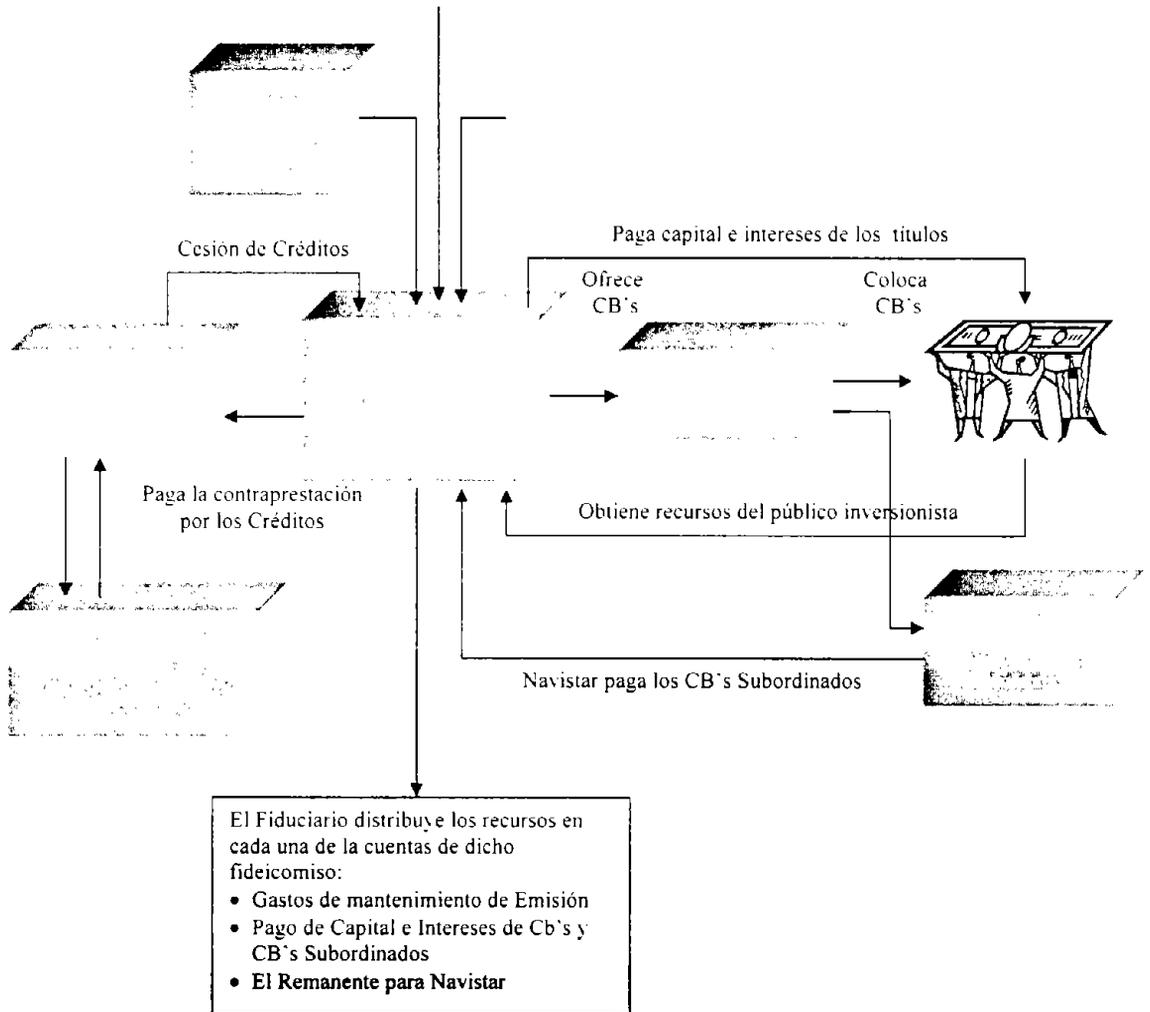
- **Fideicomitente:** Servicios Financieros Navistar, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado
- **Fiduciario Emisor:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan Grupo Financiero, División Fiduciaria.
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores
En segundo lugar Navistar como tenedor de los CB's subordinados
En tercer lugar Navistar por su propio derecho
- **Originador y Administrador:** Servicios Financieros Navistar, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado

- **Administrador Sustituto:** Brimco, S. de R.L. de C.V.
- **Apoyo crediticio:** Podrán ser apoyos externos (garantías, cartas de crédito, etc.) o internos (aforos, reservas, series subordinadas de valores, etc.). Para la primera emisión se contó con el aval parcial de Nacional Financiera, S.N.C.
- **Auditor externo:** Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza. S.C.
- **Abogado independiente:** Ritch, Heather y Mueller. S.C.
- **Valuador:** En su caso
- **Representante Común:** Banco Invex. S.A.. Institución de Banca Múltiple. Invex Grupo Financiero.
- **Intermediario Colocador:** Scotia Inverlat Casa de Bolsa. S.A. de C.V.. Grupo Financiero Scotiabank Inverlat e Ixe Casa de Bolsa. S.A. de C.V.. Ixe Grupo Financiero.

d) Características de la cartera a bursatilizar

- **Criterios de elegibilidad:** Podrán referirse a las características de los créditos, a las características de los acreditados o por concentración (geográfica, por cliente, etc.).
- **Plazo de los créditos:** Entre 6 a 60 meses.
- **Tasa de interés de los créditos:** Fija o Variable
- **Calificación:** Fitch "AAA(mex)" y Moody's "Aaa.mx"
- **Revisiones anuales:** En caso de que lo determine el Comité Técnico se realizará por auditores externos
- **Apoyo de Crédito:** Externos (Garantías reales o personales, pólizas de seguros, cartas de crédito, etc.) o Internos (Establecimiento de reservas, mantenimiento de aforos, series subordinadas de valores, etc.).

e) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

La descripción del diagrama se muestra a continuación:

El programa fue autorizado para emitir Certificados Bursátiles y Certificados Bursátiles Subordinados, estos últimos no son objeto de oferta pública, ya que serán adquiridos por Navistar. Dichos títulos estarán subordinados en cuanto a prelación en el pago de capital e intereses que el emisor haga respecto de los Certificados Bursátiles, una característica importante, es que estos títulos no se inscribirán en el Registro Nacional de Valores y no cotizarán en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. al no ser objeto de oferta pública.

Navistar cede al fideicomiso emisor los Derechos derivados de los Créditos que otorga y que cumplan con los criterios de elegibilidad. El fiduciario realiza la emisión de Certificados Bursátiles y Certificados Bursátiles Subordinados, a través del intermediario colocador; y a su vez, recibe los recursos del público inversionista y de Navistar (adquirente de los Subordinados). El fiduciario aplica los recursos provenientes de la emisión a las cuentas de mantenimiento de emisión: pago de capital e intereses de los títulos y contraprestación por los créditos a Navistar.

Un factor importante, es que en el supuesto que los intereses devengados bajo los Certificados Bursátiles sean superiores a los intereses devengados bajo los contratos de crédito, en virtud de una diferencia en las tasas de interés correspondientes, el fiduciario podrá contratar un Contrato de Derivados para efectos de protección de intereses.

Una vez cubiertos los gastos y las cuentas, el fiduciario entrega el remanente de los recursos al fideicomitente (Navistar) y éste, a su vez, lo aplica para el otorgamiento de nuevos créditos refaccionarios.

f) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: Independientemente, de los aplicables la propia emisión de CB's, para tal operación se consideraron, entre otros, los siguientes factores:

- **Imposibilidad de adquirir créditos adicionales**
- **El incumplimiento de los deudores puede afectar el patrimonio del fideicomiso**

- Situaciones adversas en la industria del transporte puede afectar la capacidad de pago de los deudores
- Factores relacionados con el Originador, el Administrador o el Garante

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Standard & Poor's S.A. de C.V., Fitch México, S.A. de C.V. y Moody's de México, S.A. de C.V. como una emisión "AAA" representando la más alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Gastos relacionados con la emisión y Contraprestación de la Cesión de Derechos de Cobro derivados de los contratos de crédito cedidos al fideicomiso por Navistar.

3.5.6 EL CASO “SU CASITA”: CRÉDITOS HIPOTECARIOS

Modalidad: Programa de Certificados Bursátiles

Monto: \$2,500'000,000.00

a) Actividad

Hipotecaria Su Casita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado (SuCasita), obtuvo su registro como intermediario financiero por parte del Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda “FOVI” (Fideicomiso constituido por el Gobierno Federal, administrado por la Sociedad Hipotecaria Federal) para canalizar créditos de dicho fondo, destinados a financiar vivienda. La actividad principal consiste en el financiamiento para la construcción y adquisición de vivienda de interés social. La mayor parte de los créditos que la empresa ha otorgado cuentan con recursos provenientes de FOVI. La principal fuente de ingresos de “SuCasita” proviene de las comisiones cobradas al acreditado por la originación y administración del crédito, tanto para créditos individuales como para créditos a la construcción.

b) Objetivo de la Bursatilización

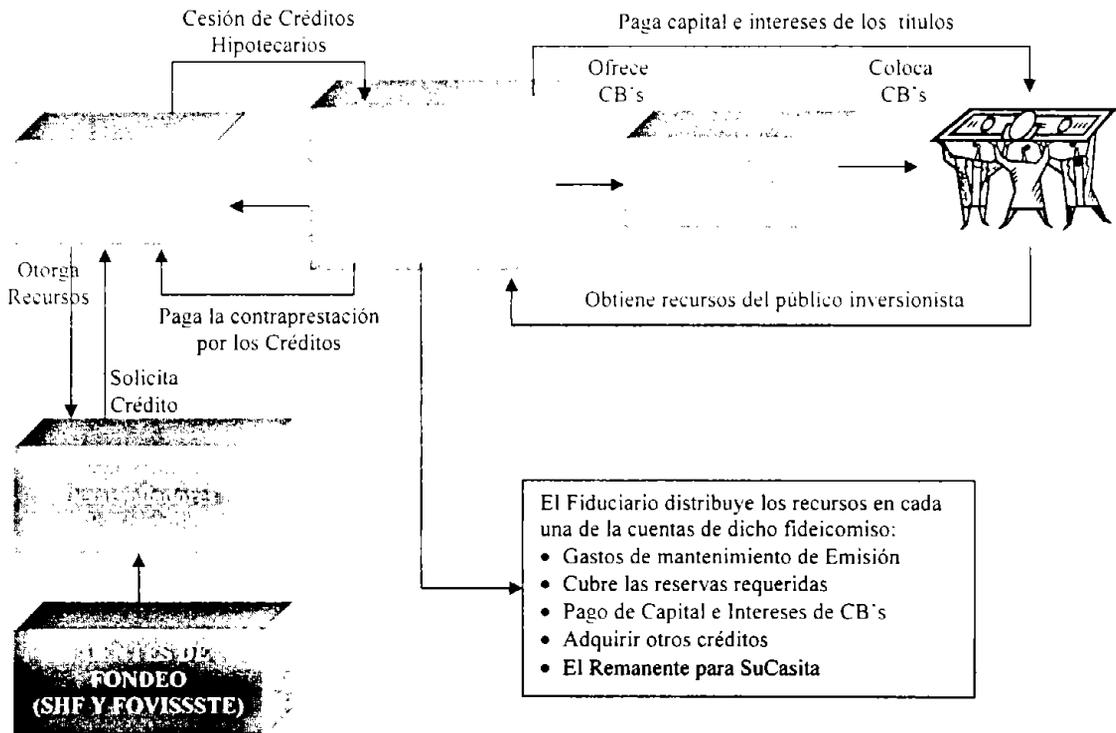
Emitir Certificados Bursátiles vía Bursatilización de los Derechos derivados de créditos hipotecarios otorgados por SuCasita, con ello generar una fuente de recursos que le permita tener una alternativa de fondeo para otorgar créditos puente con garantía hipotecaria o fiduciaria a desarrolladores en México.

c) Participantes en la operación

- **Fideicomitente:** Hipotecaria Su Casita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado
- **Fiduciario Emisor:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan Grupo Financiero, División Fiduciaria.
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles
En segundo lugar Hipotecaria Su Casita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado

- **Originador y Administrador:** Hipotecaria Su Casita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado
- **Auditor externo:** PricewaterhouseCoopers, S.C.
- **Abogado independiente:** Mijares, Angoitia, Cortés y Fuentes, S.C.
- **Representante Común:** Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple. Invex Grupo Financiero.
- **Intermediario Colocador:** ING (México). S.A. de C.V., Casa de Bolsa, ING Grupo Financiero y Deutsche Securities, S.A. de C.V. Casa de Bolsa.

d) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

La descripción del diagrama se muestra a continuación:

SuCasita cede al fideicomiso emisor los Derechos derivados de los Créditos Hipotecarios endosando el pagaré y cumpliendo con los requisitos establecidos el fideicomiso. El fiduciario realiza la emisión de Certificados Bursátiles, a través de los intermediarios colocadores, y a su vez, recibe los recursos del público inversionista –que serán depositados en el fideicomiso-. El fiduciario aplica los recursos provenientes de la emisión a las cuentas de mantenimiento de emisión: pago de capital e intereses de los títulos y contraprestación por los créditos hipotecarios a SuCasita.

Una vez realizada la cesión de los créditos, el fiduciario recibirá reportes de avance de obra de parte de SuCasita (administrador) y en base a dichos reportes de avance de obra se llevará a cabo los desembolsos pendientes bajo los créditos, hasta que prácticamente todo el patrimonio del fideicomiso se conforme de créditos hipotecarios.

Los desarrolladores inmobiliarios obtienen los recursos para pagar el principal y los intereses bajo los créditos de las ventas de las unidades habitacionales que construyen en sus proyectos inmobiliarios. Solo son elegibles para ser financiados los créditos que tengan aprobada una línea de crédito de la SHF, INFONAVIT y FOVISSSTE.

En cada ocasión en la que se lleva a cabo la venta (financiada por los agentes arriba indicados) de una vivienda, se genera un pago parcial bajo el crédito hipotecario que financió ese proyecto.

Previo acuerdo o contrato, el producto de la venta será depositado directamente en el fideicomiso, el desarrollador tendrá derecho a recibir la parte no financiada de la vivienda vendida, una vez deducidos los gastos adeudados al fideicomiso con respecto a esa vivienda.

Conforme el tiempo, se irán adquiriendo más créditos y una vez cubiertos los gastos y las cuentas del fideicomiso, el fiduciario entrega el remanente de los recursos al fideicomitente (SuCasita) y él, a su vez, lo aplica para el otorgamiento de nuevos créditos hipotecarios.

f) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: Independientemente, de los aplicables la propia emisión de CB's, para esta operación se consideraron, entre otros, los siguientes factores:

- Concentración en la industria de desarrollos inmobiliarios de vivienda de interés social en México
- Factores relacionados con el Originador o el Administrador
- Indebida cesión de créditos
- Riesgo de sustitución de créditos
- Mejores condiciones de crédito por parte de competidores
- Dependencia de organismos de vivienda
- Riesgo de construcción

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Standard & Poor's S.A. de C.V. y Fitch México, S.A. de C.V., como una emisión "AAA" representando la más alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Gastos relacionados con la emisión y Contraprestación de la Cesión de Derechos de Cobro derivados de los contratos hipotecarios cedidos al fideicomiso por SuCasita.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La globalización es un proceso paulatino de consolidación de un mercado global en el cual incurren e integran los mercados financieros nacionales.

Como efecto de la globalización de la economía y del desarrollo de nuevas tecnologías en informática y comunicaciones, los mercados de valores se han internacionalizado y el mexicano no es la excepción.

En México se han dado cambios en las fuentes de financiamiento, llevando a fuentes no bancarias a tener un mayor papel en nuestra economía, según cifras de Banco de México a finales del 2004 el financiamiento bancario fue del 36%, mientras que el no bancario representó el 64%, lo cual ha transformado al sector financiero de México y dentro de estas fuentes alternas, se distingue que el 68% es endeudamiento en el mercado de valores.

Hoy en día el financiamiento bursátil es una importante opción para atender las necesidades financieras del emisor mexicano, específicamente, la emisión de títulos de deuda para su colocación entre inversionistas nacionales y extranjeros, que se traduce en una realidad para las Empresas y Gobierno con visión de trascender.

Partiendo de la globalización y de cómo se ha comportado el financiamiento en nuestra economía, las innovaciones que se han dado en el mercado de títulos de deuda, específicamente, con la creación de un nuevo título de crédito llamado “Certificado Bursátil” que reúne las facilidades de emisión del Pagaré, la seguridad jurídica de las Obligaciones y la versatilidad de los Certificados de Participación Ordinarios respecto al implemento de esquemas de bursatilización, han dado un mayor dinamismo al mercado de valores mexicano.

Con las reformas a la Ley del Mercado de Valores en el 2001 se incorporó la figura del Certificado Bursátil *“... a efecto de dotar al mercado y a los emisores de valores de un nuevo instrumento que les permita el acceso a fuentes de financiamiento a través del mercado de valores, el proyecto que se presenta contempla*

*la existencia de un nuevo título de crédito denominado certificado bursátil, el cual es de fácil emisión pero dentro de un marco que dota a los inversionistas de seguridad para su cobro”.*¹

El Certificado Bursátil se está desarrollando como el título de crédito más adecuado para emitir deuda en el mercado de valores, asimismo, figura como el instrumento preferido por excelencia del emisor para realizar operaciones de Bursatilización de activos.

El dinamismo de los Certificados Bursátiles ha sido importante si se contrastan las cifras: Del año 2002 a finales del 2004, las emisiones de Pagarés de corto plazo han disminuido en un 29%, mientras que los Certificados Bursátiles de corto plazo, en el mismo periodo, se han incrementado un 284%. Por otro lado, las emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, en ese mismo periodo, han crecido un 54%. Dentro de estas emisiones, las emitidas por la iniciativa privada crecieron 170% y las Gubernamentales decrecieron un 6%. Durante el 2004 no se realizó emisión alguna de Bonos, Pagarés de mediano y largo plazo, Obligaciones, Certificados de Participación y Pagarés de Indemnización Carretera.

Del 2001 (año en que se realizó la primera emisión de Certificados Bursátiles en México) a diciembre de 2004 se realizaron ofertas públicas de Certificados Bursátiles de corto, mediano y largo plazo por un monto de \$454,217 mdp, mientras que el resto de los instrumentos de deuda en su conjunto representaron para el mismo periodo un monto de \$252,830 mdp.

Lo anterior, ratifica que el mercado bursátil requería de un nuevo instrumento flexible para financiar a las empresas, gobiernos y entidades financieras en su carácter de fiduciarias, para darle dinamismo al mercado de deuda mexicano.

El financiamiento bursátil también se ha logrado a través de las Bursatilizaciones, siendo éste un mecanismo bajo el cual una empresa, Gobiernos o entidades municipales e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias, pueden obtener financiamiento haciendo uso de sus activos como por ejemplo: Sus cuentas por cobrar; créditos hipotecarios, flujos futuros, préstamos para autos, participaciones federales, etc., los cuales por sí solos son poco líquidos pero una vez ingresados a un fideicomiso (vehículo emisor),

¹ Motivos de las reformas a la Ley del Mercado de Valores publicado en el Diario Oficial de la Federación el 1º de junio de 2001.

por medio del cual se ofrece al público inversionista Certificados Bursátiles u otros valores respaldados por los activos que bursatiliza los hace activos líquidos. El pago de los Certificados Bursátiles o Certificados de Participación Ordinarios depende, primordialmente, de las corrientes de efectivo generadas por los activos bursatilizados y otros derechos diseñados para asegurar el pago, tales como las garantías; apoyos crediticios y una administración adecuada de los activos fideicomitidos, entre otros.

Un aspecto importante es que en México solamente se podían realizar bursatilizaciones de activos mediante la emisión de Certificados de Participación Ordinarios, ahora, con las reformas a la Ley del Mercado de Valores se pueden realizar estas operaciones, además, mediante la emisión de Certificados Bursátiles. Sin embargo, los Certificados Bursátiles hoy en día han permitido la bursatilización de activos de una forma más eficiente que los Certificados de Participación Ordinarios, ya que para los años 2001 al 2004, el porcentaje de bursatilizaciones vía Certificados Bursátiles representó del total el 79%, 96%, 97% y 100%, respectivamente; es decir, en el año de 2004 no se realizó emisión alguna de Certificados de Participación Ordinarios, lo que resalta la preferencia de los emisores e inversionistas sobre el título en cuestión.

Otro aspecto que arrojó el presente trabajo, es la participación activa de los Estados y Municipios en las emisiones de Certificados Bursátiles en Directo y, principalmente, vía Bursatilizaciones de participaciones federales, impuestos sobre nómina y cuotas de peaje. Los fondos obtenidos por las emisiones gubernamentales de Certificados Bursátiles, realizadas en los últimos dos años, vía Bursatilización han sido destinados a reestructurar deuda (71.10%) e inversiones en obra pública (28.90%), impulsando así el mercado bursátil y la economía de los Estados.

Ahora bien, el financiamiento bursátil a través de la emisión de Certificados Bursátiles y la Bursatilización, implica responsabilidades y beneficios.

Dentro de las responsabilidades y partiendo de que el adecuado funcionamiento del mercado financiero requiere de la disponibilidad de información de calidad para la toma de decisiones, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en toda autorización de oferta pública de valores se esfuerza por una revelación adecuada y oportuna de información contenida en el prospecto de colocación que el emisor prepara bajo el principio de relevancia, tomando en cuenta factores cuantitativos y cualitativos, tales como el

comportamiento de cuentas financieras, desarrollo, descripción del emisor y las características de la operación de la oferta pública o en su caso de la bursatilización, resaltando en él, la información referente a los factores de riesgo que conlleva la operación, con el objeto de que el público inversionista cuente con toda la información necesaria para tomar la mejor decisión de inversión.

Por otro lado, es de considerarse que los Certificados Bursátiles y todo instrumento de deuda susceptible de ser emitido para colocarlo entre el público inversionista, deberá contar con una calificación de riesgo crediticio aceptable, ya que en los últimos dos años, del total de emisiones de estos títulos el 57% obtuvo una calificación "AAA", el 15% lo representan títulos "AA" y el 11% de las emisiones fueron calificadas con "A". Dentro de las Bursatilizaciones que se realizaron en ese mismo periodo, el 92% de las emisiones fueron calificadas con "AAA" y "AA". Para obtener una mejor calificación sobre la calidad crediticia de la emisión es necesario contar con mitigantes al riesgo, tales como garantías, apoyos crediticios y una adecuada estructura de la operación, lo anterior es lo que busca el mercado, ofrecer títulos respaldados con un grado de inversión elevado para ofrecer un papel más seguro para el inversionista.

Al respecto, es de resaltar que los inversionistas que han dado fuerza a este mercado son los inversionistas institucionales. por su régimen de inversión se les permite invertir en valores calificados con "AAA" y "AA", así es que el fortalecimiento de los inversionistas institucionales de nuestro país, ha favorecido el desarrollo del mercado de deuda corporativa, de estados y municipios y del segmento hipotecario, por lo que éste, jugará un rol central en el futuro inmediato en tanto las condiciones de mercado permitan la reactivación del segmento accionario.

Por el lado de los beneficios que conllevan la emisión de Certificados Bursátiles, se pueden citar: la amplia aceptación porque es un mecanismo de financiamiento que reúne las ventajas de los Pagarés y las Obligaciones; puede consagrar, entre otros, cláusulas adicionales de obligaciones de dar, hacer o no hacer y vencimientos anticipados, lo que lo convierte en un instrumento atractivo para el mercado; la emisión puede no ser acordada por una asamblea de accionistas, sino por los órganos de administración o de autoridad competentes, situación que reduce considerablemente los costos de emisión; la emisión puede ser en directo o vía bursatilización; los cupones para pago de intereses pueden ser negociados por separado, ningún otro instrumento de deuda lo contempla (Art. 14 Bis 7 de la Ley del Mercado de Valores); son instrumentos que se pueden operar fuera de bolsa, al igual que el Pagaré, cualidad que no

tienen las Obligaciones; pueden ser emitidos por empresas, entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades Federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias, mientras que los Pagarés y las Obligaciones solo pueden ser emitidos por sociedades anónimas.

Para los Estados y Municipios permite ampliar el horizonte de planeación para realizar obras de infraestructura; abre la posibilidad de efectuar proyectos que pueden financiarse con flujos futuros que éstos generen; sirve como instrumento para reestructurar pasivos; apoya el fortalecimiento de la gestión pública estatal, al acercar las decisiones en materia financiera a las autoridades, que por su proximidad conocen mejor las necesidades locales; promover una mayor profesionalización y transparencia de la administración.

Por el lado de los beneficios que otorga la bursatilización vía emisión de Certificados Bursátiles se encuentran los siguientes: Alternativa real de financiamiento; se muestra como un mecanismo por el cual se obtiene financiamiento haciendo uso de sus activos; se logra una transparencia en la operación al contar como vehículo emisor y de pago; otorga liquidez sobre activos no líquidos; se considera una operación “Fuera de balance” para el generador de los activos, ya que la afectación al fideicomiso emisor lo desliga de los bienes base de emisión.

Otros factores que arrojó el presente trabajo fue que en los dos últimos años y a partir de las reformas a la Ley del Mercado de Valores, la participación de las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (Sofoles) en el mercado de deuda mexicano, específicamente en la emisión de Certificados Bursátiles se ha incrementado notablemente. Las Sofoles han tenido una participación del 43% en las operaciones de bursatilización, mientras que las emisiones gubernamentales han participado con el 40%.

Es así como con la reformas a la Ley del Mercado de Valores, se ha dado un mayor dinamismo al mercado de deuda mexicano, específicamente con la creación del Certificado Bursátil y la posibilidad de realizar bursatilizaciones mediante la emisión de este título; sin embargo, la profundización del financiamiento bursátil debe seguir avanzando en “**Innovación**”, encontrando nuevas fórmulas o nuevos activos para bursatilizar; “**Apoyo de Autoridades**”, modernizándose para aprovechar plenamente las oportunidades del entorno: **ampliando los mercados, dándoles liquidez y fortaleciendo la confianza; los “Intermediarios**

Colocadores y Asesores de Inversión", alineando modelos de negocios para ofrecer al público inversionista y emisores los servicios que requieran según sus oportunidades y grado de madurez.

En general, es necesario impulsar el desarrollo del **mercado secundario** para los instrumentos de deuda, ya que un mercado líquido permite la entrada y salida de los inversionistas de acuerdo a sus necesidades, y las referencias sobre el costo de financiamiento o de oportunidad de recursos son más transparentes. Esto fomenta la demanda de los inversionistas e indirectamente, incrementa las opciones de financiamiento para los emisores de títulos de deuda.

Ahora bien, el cómo se impulse el desarrollo del mercado secundario, puede recaer en el fomento de proyectos redituables (pueden ser gubernamentales) que se conviertan redituables para el tenedor del título; es decir, que se motive a querer tomar en el mercado más títulos de ese emisor o ese proyecto redituable en emisiones posteriores. Por otro lado, el manejo del plazo de las emisiones en ocasiones es largo por lo que acuden al mercado secundario. Sin embargo, existe ese vacío en el mercado de deuda que deberá ser cubierto mientras se siga en el avance y las sanas prácticas de mercado.

Otras recomendaciones puntuales que arroja este trabajo son las siguientes:

- Seguir fomentando el mercado de valores poniendo los elementos de intermediación, plataformas de negociación e infraestructura, transparencia de un mejor gobierno corporativo, revelación de información y flexibilidades de emisión que permitan una mejor y mayor participación de emisores.
- Continuar ofreciendo esquemas novedosos y competitivos de financiamiento que satisfagan las necesidades particulares de las empresas nacionales ante una creciente competencia internacional y la misma internacionalización de sus recursos.
- La internacionalización de los mercados financieros se ha basado en la eliminación de barreras a los movimientos de capitales entre los países. En este sentido, la esencia de las reformas que se deben seguir dándose, deben girar en torno al libre flujo de capitales y eliminar regulaciones restrictivas a las inversiones y colocaciones del exterior.
- Promocionar las ventajas del financiamiento bursátil, creando con ello una cultura financiera, tanto para el emisor como el inversionista mexicano.
- Avanzar en los requisitos puntuales para la emisión de títulos de deuda vía esquemas de bursatilización de activos.

- Ser más novedosos en cuanto a los activos susceptibles de bursatilizar; tales como, bursatilización de boletos del transporte colectivo metro, entradas de los juegos de futbol soccer mexicano, entradas de conciertos y eventos especiales, ventas de discos compactos, boletos de avión, entre otros.
- Fomentar el financiamiento bursátil de las empresas medianas mediante el apoyo de instituciones como Nacional Financiera o a través de las Sociedades de Inversión de Capitales o, en su defecto, mediante empresas grandes u organismos que otorguen algún tipo de aval o apoyo crediticio a estas empresas. No hay que olvidar que la nueva Ley del Mercado de Valores que hoy se encuentra en proceso de aprobación por parte del H. Congreso de la Unión, de alguna forma está considerando el apoyo a estas empresas (sociedad anónima extrabursátil).
- Al vivir en una época de grandes cambios se torna necesario una continua innovación con objeto de maximizar la generación de valor económico. por ello, los agentes productivos de este país, deben detenerse en alimentar su conocimiento, mediante una educación constante general y en, este caso, en una educación con visión de negocio para hacer frente a los requerimientos nacionales e internacionales en materia financiera.

Por otro lado, se torna necesario indicar que con la nueva Ley del Mercado de Valores –que hoy en día se encuentra en proceso de ser aprobada por el H. Congreso de la Unión– se busca, entre otros, consolidar las reformas que se hicieron a la Ley en el 2001; establecer una escalera de intermediarios (dándoles un orden en cuanto a sus funciones) y; ampliar el universo de las empresas a las que se les aplican los conceptos de gobierno corporativo, protección de minorías y revelación de información y que no están listadas en bolsa (sociedad anónima extrabursátil), es decir, empresas medianas que puedan obtener financiamiento bursátil sin ser públicas.

Al respecto de este último punto, se torna necesario ampliar la explicación, ya que el fomentar que las empresas medianas lleven un proceso o transición de ser una sociedad anónima regulada por la Ley de Sociedades Mercantiles a convertirse en una sociedad bursátil es imperante para el mercado de valores y la economía mexicana en general, con visión a internacionalizarse. La sociedad anónima extrabursátil puede transformarse en pública, tendrán mayores estándares de gobierno corporativo y revelación de información. Por el lado de los inversionistas, éstos podrán ser “institucionales” (fondos, aseguradoras, bancos) y “calificados” que son individuos que por su rango patrimonial y/o especialidad financiera pueden cuidarse

solos; es decir, aquellos que manifiesten tener conocimientos de las características y posibles riesgos de estas sociedades.

Dadas las reformas, se espera que el mercado bursátil en general y en específico el mercado de deuda interna en México, siga progresando hacia una cultura financiera e internacionalización, esperando un mayor flujo de inversión nacional e internacional, ya que la entrada de más participantes a cualquier mercado otorga una mayor liquidez y formación de precios más ordenada.

Por último, se espera que el presente ensayo sea útil en el conocimiento del nuevo instrumento que opera en el mercado de deuda y resaltar la importancia que ha logrado el mecanismo de bursatilización vía emisión de Certificados Bursátiles para el financiamiento en una economía como la mexicana, con visión a su internacionalización.

ANEXOS

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 2o.- Las solicitudes de Inscripción de cualquier clase de valores en la Sección de Valores o Sección Especial y, en su caso, autorización de oferta pública de venta, deberán presentarse ante la Comisión, debidamente integradas por cada valor que pretenda Inscribirse, conforme a los requisitos siguientes:

I. Por lo que se refiere a la Inscripción de valores en la Sección de Valores y su autorización de oferta pública, la solicitud deberá presentarse conforme al anexo A de estas disposiciones, acompañada de la información y documentación siguiente:

a) Listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el anexo B de estas disposiciones.

b) Instrumento público que contenga el poder o copia certificada ante fedatario público del poder general o especial del representante de la Emisora o de la institución fiduciaria, con los datos de inscripción en el Registro Público de Comercio, según corresponda, así como una constancia suscrita por el secretario del consejo de administración o, en su caso, del comité técnico del fideicomiso, que autentifique que las facultades del representante legal no han sido revocadas, modificadas o limitadas a la fecha de presentación de la solicitud.

La constancia referida, deberá señalar en forma expresa, los datos de la asamblea de accionistas o de la sesión del consejo de administración o, en su caso, del comité técnico, en el que conste la designación de dicho representante.

Cuando la promovente sea representada por alguna persona que la haya representado en Inscripciones anteriores, bastará con presentar copia simple del instrumento público en el que se contenga el poder general o especial a que hace referencia el primer párrafo de este inciso, acompañada de la autenticación del secretario del consejo de administración o, en su caso, del comité técnico del fideicomiso.

Tratándose de instituciones de crédito bastará con que se ajusten a lo previsto por el artículo 90 de la Ley de Instituciones de Crédito.

c) Instrumento público o copia certificada ante fedatario público de la escritura constitutiva de la Emisora, así como de las modificaciones a los estatutos sociales, cada uno con datos de inscripción en el Registro Público de Comercio o constancia de trámite en el citado Registro o, en su caso, la protocolización de la asamblea general de accionistas en la que se haya aprobado la compulsión de los estatutos sociales de la Emisora con los datos del Registro Público de Comercio de dicho instrumento.

d) Proyecto de acta de asamblea general de accionistas o del acuerdo del consejo de administración de la Emisora o del comité técnico del fideicomiso en el que se acuerde la emisión de los valores y solicitar su Inscripción, según resulte ser aplicable a cada tipo de valor.

ANEXO 1

Ley del Mercado de Valores Artículo 2°

El instrumento público o copia certificada del acta de asamblea con los datos de inscripción en el Registro Público de Comercio, cuando así proceda o, en su caso, copia autenticada del acuerdo de consejo de administración o del comité técnico, deberá entregarse a más tardar el día de inicio de la oferta pública.

e) Proyecto del título de los valores a ser Inscritos.

La copia del título definitivo depositado en alguna institución para el depósito de valores, deberá entregarse previamente a que se realice la operación de colocación en Bolsa de los valores objeto de la oferta pública de que se trate.

f) Estados Financieros dictaminados por Auditor Externo de la Emisora, así como de sus Asociadas, relativos a los 3 últimos ejercicios sociales o desde la fecha de constitución de la empresa, cuando ésta sea menor a 3 años, sin que el Estado Financiero correspondiente al ejercicio más reciente tenga una antigüedad superior a 15 meses. Para los efectos de este inciso, se considerarán exclusivamente las Asociadas que contribuyan con más de 10% en las utilidades o activos totales consolidados de la Emisora correspondientes al ejercicio inmediato anterior, exceptuando a las sociedades de inversión, cuando la Emisora sea entidad financiera.

Tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a 1 año, podrán presentarse los Estados Financieros a que se refiere el párrafo anterior, relativos al último ejercicio social de la Emisora.

Cuando los Estados Financieros del ejercicio más reciente a la fecha de colocación lleguen a tener una antigüedad mayor a 6 meses, se presentarán adicionalmente Estados Financieros con revisión limitada con fecha de corte no mayor a dicho periodo, en forma comparativa con los Estados Financieros correspondientes al mismo lapso del ejercicio anterior.

En el caso de valores que se Inscriban como resultado de una escisión o fusión, se entregarán Estados Financieros combinados dictaminados por Auditor Externo, o cuando no sea posible, información financiera proforma, por el mismo periodo señalado en este inciso, relativa a la sociedad que resulte de la escisión o fusión, de conformidad con el artículo 81, fracción IV de las presentes disposiciones.

g) Documento a que hacen referencia los artículos 84 y 87 de las presentes disposiciones, suscrito por el Auditor Externo y por el licenciado en derecho respectivamente.

h) Opinión legal, en la forma y términos establecidos en el anexo C de estas disposiciones, expedida por licenciado en derecho que reúna los requisitos de independencia a que se refiere el artículo 87 de estas disposiciones.

i) Opinión favorable de la Bolsa, respecto de la inscripción de valores en su listado de valores. Dicha opinión deberá presentarse a más tardar 5 días hábiles previos a la fecha en que inicie la oferta pública de que se trate.

j) Informe correspondiente al grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas, de acuerdo con lo señalado en el anexo J de estas disposiciones. Este requisito no será exigible tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a 1 año.

k) Proyecto del contrato de colocación a suscribir con el Intermediario Colocador.

ANEXO 1

Ley del Mercado de Valores Artículo 2°

La copia del contrato de colocación firmado, deberá entregarse a la Comisión, a más tardar el día en que inicie la oferta pública de que se trate.

- l) Proyecto de aviso de oferta pública con la información que se contiene en la carátula del prospecto de colocación a que hace referencia el inciso siguiente.

El proyecto de aviso de oferta pública que se presente a la Comisión para su autorización, únicamente podrá omitir la información relativa al precio, tasa y monto definitivos, así como aquella que sólo sea posible conocer hasta el día previo al inicio de la oferta pública.

- m) Prospecto de colocación o de suplemento informativo, tratándose de emisiones al amparo de programas de colocación de valores, preliminares, que contengan la información que se detalla en los anexos H o I de estas disposiciones, según la naturaleza de los valores a ofertar y el tipo de Emisora.

El prospecto o suplemento informativo, preliminares, que se presenten a la Comisión para su autorización, podrán omitir la información relativa al precio, tasa y monto definitivos, así como aquella que sólo sea posible conocer hasta el día previo al inicio de la oferta pública y deberá estar rubricado en todas las hojas por el representante legal de la Emisora o de la institución fiduciaria.

El prospecto que se utilice para difusión al público en general deberá estar suscrito en la hoja final por:

1. Cuando menos 2 delegados miembros del consejo de administración de la Emisora, tratándose de acciones, previo acuerdo favorable del propio consejo sobre el contenido del prospecto, al calce de la leyenda siguiente:

“Los suscritos, como delegados especiales del consejo de administración, manifestamos bajo protesta de decir verdad, que el presente prospecto fue revisado por el consejo de administración con base en la información que le fue presentada por directivos de la emisora, y a su leal saber y entender refleja razonablemente la situación de la misma, estando de acuerdo con su contenido. Asimismo, manifestamos que el consejo no tiene conocimiento de información relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

2. El comisario, por lo que respecta a la opinión a que hace referencia el artículo 166, fracción IV de la Ley General de Sociedades Mercantiles, tratándose de acciones, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito ratifica la opinión que se incluye en el prospecto y manifiesta bajo protesta de decir verdad que es la misma que rindió ante la asamblea de accionistas, de conformidad con el artículo 166 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.”

3. El director general, el director de finanzas y el director jurídico, o sus equivalentes, en sus respectivas funciones, al calce de la leyenda siguiente:

“Los suscritos manifestamos bajo protesta de decir verdad, que en el ámbito de nuestras respectivas funciones, preparamos la información relativa a la emisora contenida en el presente prospecto, la cual, a nuestro leal saber y entender, refleja razonablemente su situación. Asimismo, manifestamos que no tenemos conocimiento de información

ANEXO 1

Ley del Mercado de Valores Artículo 2°

relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

4. El representante legal del Intermediario Colocador que cuente con poder general o especial suficiente para obligarlo, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que su representada en su carácter de intermediario colocador, ha realizado la investigación, revisión y análisis del negocio de la emisora, así como participado en la definición de los términos de la oferta pública y que a su leal saber y entender, dicha investigación fue realizada con amplitud y profundidad suficientes para lograr un entendimiento adecuado del negocio. Asimismo, su representada no tiene conocimiento de información relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.

Igualmente, su representada está de acuerdo en concentrar sus esfuerzos en alcanzar la mejor distribución de (los valores correspondientes) materia de la oferta pública, con vistas a lograr una adecuada formación de precios en el mercado y que ha informado a la emisora el sentido y alcance de las responsabilidades que deberá asumir frente al público inversionista, las autoridades competentes y demás participantes del mercado de valores, como una sociedad con valores inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores y en bolsa.”

5. El Auditor Externo, exclusivamente para efectos de la información relativa a los Estados Financieros que dictamine de conformidad con el inciso f) anterior, así como cualquier otra información financiera que se incluya en el prospecto, cuya fuente provenga de los Estados Financieros por él dictaminados, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que los estados financieros que contiene el presente prospecto, fueron dictaminados de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas. Asimismo, manifiesta que, dentro del alcance del trabajo realizado, no tiene conocimiento de información financiera relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

6. El licenciado en derecho, exclusivamente para efectos de la opinión legal a que hace referencia el inciso h) anterior, así como de la información jurídica que fue revisada por éste e incorporada en el prospecto, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que a su leal saber y entender, la emisión y colocación de los valores cumple con las leyes y demás disposiciones legales aplicables. Asimismo, manifiesta que no tiene conocimiento de información jurídica relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

ANEXO 1

Ley del Mercado de Valores Artículo 2°

Tratándose del suplemento informativo que se utilice para difusión al público en general, deberá estar suscrito en la hoja final por las personas a que hacen referencia los numerales 3., 4. y, en su caso, 5. anteriores.

Con la autorización de la Comisión y, en caso de mantener valores colocados previamente, podrá incorporarse por referencia, en forma total o parcial en el prospecto de colocación, la información contenida en el reporte anual del ejercicio inmediato anterior o reportes trimestrales presentados con posterioridad al mencionado reporte anual y que la Emisora de los valores haya proporcionado a la Comisión, a la Bolsa y al público inversionista de conformidad con lo previsto en el artículo 14 Bis 2, fracción I de la Ley del Mercado de Valores y en las presentes disposiciones.

Las Emisoras que pretendan emitir instrumentos de deuda, con plazo igual o menor a 1 año, no estarán obligadas a presentar el prospecto a que hace referencia este inciso. Sin embargo, en el evento de que lo elaboren, éste deberá ser aprobado por la Comisión, debiendo cumplir, en todo caso, con los requisitos legales aplicables a su contenido.

A más tardar dentro de los 5 días hábiles posteriores a la fecha en que haya concluido la oferta pública de que se trate, las Emisoras deberán entregar a la Comisión 3 ejemplares impresos del prospecto de colocación o suplemento informativo.

- n) La demás información y documentación que, por tipo de valor, se señala en el artículo 7o. de estas disposiciones.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 30.- Las solicitudes de Inscripción de instrumentos de deuda en la Sección de Valores y autorización de oferta pública de venta, emitidos por entidades federativas y municipios, deberán presentarse ante la Comisión por cada valor que pretenda Inscribirse, conforme al anexo A de estas disposiciones, acompañada de la información y documentación siguiente:

- I. Listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el anexo B de estas disposiciones.
- II. Copia del nombramiento de la persona que, de conformidad con la legislación local aplicable en la entidad federativa o municipio de que se trate, se encuentra facultada para realizar la gestión de la Inscripción o, en su caso, acuerdo expedido por autoridad competente, o bien, poder o mandato otorgado por autoridad competente o ante notario público, que faculte al solicitante a realizar las gestiones tendientes a la Inscripción.
- III. Copia de la Ley de Ingresos correspondiente al ejercicio fiscal en que se pretenda emitir los valores o, de ser el caso, Decreto emitido por la Legislatura Local o Cabildo que contenga el programa de financiamiento o la cantidad total estimada y autorizada de endeudamiento para la entidad federativa o municipio de que se trate.
- IV. Copia de la Ley de Deuda correspondiente al ejercicio fiscal en que se pretenda emitir los valores o, de ser el caso, Decreto emitido por la Legislatura Local o Cabildo que contenga las bases y requisitos para la contratación de endeudamientos que constituyan la deuda pública de la entidad federativa o municipio de que se trate.
- V. Copia del presupuesto de egresos correspondiente al ejercicio fiscal en que se pretenda emitir los valores, cuando menos, por lo que corresponde al destino de los recursos.
- VI. En su caso, la autorización de la Legislatura Local o acuerdo de Cabildo, según corresponda, para la emisión de los valores a Inscribir en el Registro.
- VII. Estado de ingresos y egresos de los últimos 3 ejercicios fiscales de la entidad federativa o municipio de que se trate, elaborados conforme a los principios de contabilidad aplicables a éstos, o bien, de conformidad con lo dispuesto por su legislación aplicable, dictaminados por Auditor Externo, sin que el estado de ingresos y egresos correspondiente al ejercicio más reciente tenga una antigüedad superior a 15 meses. Tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a 1 año, podrán presentarse los Estados Financieros relativos al último ejercicio fiscal.

Quando el estado de ingresos y egresos del ejercicio más reciente a la fecha de colocación llegue a tener una antigüedad mayor a 6 meses, se presentarán adicionalmente estado de ingresos y egresos internos con fecha de corte no mayor a dicho periodo, en forma comparativa con el estado de ingresos y egresos correspondientes al mismo lapso del ejercicio anterior.

Los estados de ingresos y egresos deberán acompañarse de un documento que contenga la explicación de las bases o reglas contables utilizadas para el registro de las operaciones y

Ley del Mercado de Valores
Artículo 3°

la preparación de dicho estado de ingresos y egresos y que señale, además, las diferencias relevantes entre esas bases y los principios de contabilidad generalmente aceptados emitidos por el Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera, A.C.

- VIII. Copia del informe presentado por el titular del Ejecutivo a la Legislatura Local o Cabildo, de conformidad con las leyes aplicables, relativo a la situación que guarda la cuenta pública por el ejercicio fiscal inmediato anterior.
- IX. La documentación a que hace referencia el artículo 2o., fracción I, incisos e), g), h), i), k) y l) de estas disposiciones.
- X. Prospecto de colocación o de suplemento informativo, tratándose de programas de colocación de valores, preliminares, que contenga la información que se detalla en el anexo L de estas disposiciones.

El prospecto o suplemento informativo, preliminares, que se presenten a la Comisión para su autorización, podrán omitir la información relativa al precio, tasa y monto definitivos, así como aquella que sólo sea posible conocer hasta el día previo al inicio de la oferta pública y deberá estar rubricado en todas las hojas por servidor público autorizado para ello.

El prospecto que se utilice para difusión al público en general deberá estar suscrito en la hoja final por:

- a) Servidor público que, conforme a la legislación local, esté facultado para contratar créditos o suscribir títulos de crédito o valores como representante de la entidad federativa o municipio de que se trate, así como por el responsable de las finanzas, en sus respectivas competencias, al calce de la leyenda siguiente:

“Los suscritos manifestamos bajo protesta de decir verdad que, en el ámbito de nuestras respectivas competencias, preparamos la información relativa a la entidad federativa o municipio (según sea el caso) contenida en el presente prospecto, la cual, a nuestro leal saber y entender, refleja razonablemente su situación. Asimismo, manifestamos que no tenemos conocimiento de información relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

- b) El representante legal del Intermediario Colocador que cuente con poder general o especial suficiente para obligarlo, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que su representada en su carácter de intermediario colocador, ha realizado la investigación, revisión y análisis del estado que guarda la administración financiera de la entidad federativa o municipio (según sea el caso), así como participado en la definición de los términos de la oferta pública y que a su leal saber y entender, dicha investigación fue realizada con amplitud y profundidad suficientes para lograr un entendimiento adecuado del informe de la cuenta pública del ejercicio fiscal inmediato anterior. Asimismo, su representada no tiene conocimiento de información relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.

Igualmente, su representada está de acuerdo en concentrar sus esfuerzos en alcanzar la mejor distribución de (los valores correspondientes) materia de la oferta pública, con vistas a lograr una adecuada formación de precios en el mercado y que ha informado a la emisora el sentido y alcance de las responsabilidades que deberá asumir frente al público inversionista, las autoridades competentes y demás participantes del mercado de valores,

ANEXO 2

Ley del Mercado de Valores Artículo 3°

como una persona con valores inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores y en bolsa.”

- c) El Auditor Externo, exclusivamente para efectos de la información relativa a los estados de ingresos y egresos que dictamine de conformidad con la fracción VII anterior, así como cualquier otra información financiera que se incluya en el prospecto y cuya fuente provenga de los estados de ingresos y egresos dictaminados o de su dictamen, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que los estados de ingresos y egresos que contiene el presente prospecto, fueron dictaminados de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas. Asimismo, manifiesta que, dentro del alcance del trabajo realizado, no tiene conocimiento de información financiera relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

- d) El licenciado en derecho exclusivamente para efectos de la opinión legal a que hace referencia el artículo 2o., fracción I, inciso h) anterior, así como de la información jurídica que fue revisada por éste e incorporada en el prospecto, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que a su leal saber y entender, la emisión y colocación de los valores cumple con las leyes y demás disposiciones legales aplicables. Asimismo, manifiesta que no tiene conocimiento de información jurídica relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

El suplemento informativo que se utilice para difusión al público en general, deberá estar suscrito en la hoja final por las personas a que hacen referencia los incisos a), b) y, en su caso, c) anteriores.

Con la autorización de la Comisión y, en caso de mantener valores colocados previamente, podrá incorporarse por referencia, en forma total o parcial en el prospecto de colocación, la información contenida en el reporte anual del ejercicio inmediato anterior o reportes trimestrales presentados con posterioridad al mencionado reporte anual y que la entidad federativa o municipio emisor de los valores haya proporcionado a la Comisión, a la Bolsa y al público inversionista, de conformidad con lo previsto en el artículo 14 Bis 2, fracción I de la Ley del Mercado de Valores y en las presentes disposiciones.

Las entidades federativas o municipios que pretendan emitir valores representativos de un pasivo a su cargo con vencimiento igual o menor a 1 año, no estarán obligadas a presentar el prospecto a que hace referencia esta fracción. Sin embargo, en el evento de que lo elaboren, éste deberá ser aprobado por la Comisión, debiendo cumplir, en todo caso, con los requisitos legales aplicables a su contenido.

A más tardar 5 días hábiles posteriores a la fecha en que haya concluido la oferta pública de que se trate, las Emisoras deberán entregar a la Comisión 3 ejemplares impresos del prospecto de colocación o suplemento informativo.

- XI.** La demás información y documentación que, por tipo de valor, se señala en el artículo 7o. de estas disposiciones.

Cuando la entidad federativa o municipio promovente, durante un mismo ejercicio fiscal haya presentado la información a que hacen referencia las fracciones II, III, IV, V y VIII del presente artículo, con motivo de Inscripciones anteriores de otros valores en el Registro, podrá omitir su presentación en solicitudes subsecuentes, que se realicen dentro del mismo ejercicio fiscal. Lo anterior, será aplicable siempre y cuando dichos documentos no hayan sufrido reformas o adiciones.

ANEXO 2

Ley del Mercado de Valores Artículo 3°

La Comisión, en los casos debidamente justificados, podrá autorizar que se presente documentación en sustitución a la información requerida por estas disposiciones, atendiendo a la legislación aplicable y a la naturaleza del valor que pretende Inscribirse.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 4o.- Las solicitudes de Inscripción de valores en la Sección de Valores emitidos por sociedades de nacionalidad extranjera al amparo del artículo 106 de la Ley del Mercado de Valores y autorización de oferta pública de venta, deberán presentarse ante la Comisión en idioma español, debidamente integradas por cada valor que pretenda Inscribirse, conforme al anexo A de estas disposiciones, acompañadas de la información y documentación siguiente:

- I. Listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el anexo B de estas disposiciones.
- II. Documento que acredite la personalidad y facultades del representante legal de la Emisora, con su correspondiente traducción por perito traductor.

Quando la promovente sea representada por la misma persona que la haya representado en Inscripciones anteriores, bastará con presentar copia simple del documento en el que se contengan su personalidad y facultades.

- III. Acta constitutiva y, en su caso, estatutos sociales vigentes actualizados de la Emisora o su equivalente, con su correspondiente traducción por perito traductor.
- IV. Resolución o acuerdo del órgano social competente de la Emisora que, en su caso, determine solicitar la Inscripción de los valores de que se trate, con su traducción por perito traductor, según resulte ser aplicable por tipo de valor.

- V. Estados Financieros dictaminados por Auditor Externo de la Emisora, así como de sus Asociadas relativos a los 3 últimos ejercicios sociales o desde la fecha de constitución de la empresa, cuando ésta sea menor a 3 años, sin que el Estado Financiero correspondiente al ejercicio más reciente tenga una antigüedad superior a 15 meses. Para los efectos de esta fracción, se considerarán exclusivamente las Asociadas que contribuyan con más de 10% en las utilidades o activos totales consolidados de la Emisora correspondientes al ejercicio inmediato anterior, exceptuando a las sociedades de inversión, cuando la Emisora sea entidad financiera.

Tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a 1 año, podrán presentarse únicamente los Estados Financieros a que se refiere el primer párrafo de esta fracción, relativos al último ejercicio social de la Emisora.

Quando los Estados Financieros del ejercicio más reciente a la fecha de colocación lleguen a tener una antigüedad mayor a 6 meses, se presentarán adicionalmente Estados Financieros con revisión limitada con fecha de corte no mayor a dicho periodo, en forma comparativa con los Estados Financieros correspondientes al mismo lapso del ejercicio anterior.

En el caso de valores que se Inscriban como resultado de una escisión o fusión, se entregarán Estados Financieros combinados dictaminados por Auditor Externo, o cuando no sea posible, información financiera proforma por el mismo periodo señalado en esta fracción, relativa a la sociedad que resulte de la escisión o de la fusión, de conformidad con el artículo 81, fracción IV de las presentes disposiciones.

- VI. Opinión legal, en la forma y términos establecidos en el anexo C de estas disposiciones, expedida por licenciado en derecho del país de origen de la Emisora o de cotización principal de

ANEXO 3

Ley del Mercado de Valores Artículo 4°

sus valores, pero en todo caso, para efectos de verificar su independencia, deberá reunir los requisitos de independencia a que se refiere el artículo 87 de estas disposiciones.

- VII. La documentación a que hace referencia el artículo 2o., fracción I, incisos e), g), i), k), l) y m) de estas disposiciones.
- VIII. La demás información y documentación que, por tipo de valor, se señala en el artículo 7o. de estas disposiciones.

La Comisión en los casos debidamente justificados y atendiendo a la naturaleza de las Emisoras, podrá autorizar que se presente documentación en sustitución a la información requerida por este artículo.

Las Emisoras determinarán bajo su responsabilidad, la información estratégica que habrán de reservarse para los efectos del presente artículo, siempre que no se trate de Información Relevante o eventos relevantes cuya divulgación no pueda diferirse. En todo caso, las Emisoras deberán adoptar las medidas necesarias para garantizar que la información reservada, sea conocida exclusivamente por las personas que sea indispensable que a ella accedan.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 5o.- Las solicitudes de Inscripción de instrumentos de deuda en la Sección de Valores, emitidos por Organismos Financieros Multilaterales y autorización de oferta pública de venta, deberán presentarse ante la Comisión, debidamente integradas por cada valor que pretenda Inscribirse conforme al anexo A de estas disposiciones, acompañadas de la información y documentación siguiente:

- I. Listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el anexo B de estas disposiciones.
- II. Documento que acredite la personalidad y facultades del representante legal de la Emisora.
Cuando la promovente sea representada por la misma persona que la haya representado en Inscripciones anteriores, bastará con presentar copia simple del documento en el que se contengan su personalidad y facultades.
- III. Opinión legal expedida por licenciado en derecho del país sede del Organismo Financiero Multilateral que verse sobre la validez de los valores a ser Inscritos.
- IV. Copia del título de los valores a ser Inscritos.
- V. Opinión favorable de la Bolsa respecto de la inscripción de valores en su listado de valores. Dicha opinión deberá presentarse a más tardar 5 días hábiles previos a la fecha en que se pretenda dar inicio a la oferta pública de que se trate.
- VI. Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión o del Organismo Financiero Multilateral.
Tratándose de emisiones y colocaciones al amparo de un programa, podrá presentarse la calificación de cada emisión o colocación que se realice o, en su caso, la calificación del programa actualizada o del Organismo Financiero Multilateral de que se trate.
- VII. Proyecto del contrato de colocación a suscribir con el Intermediario Colocador.
La copia del contrato de colocación firmado deberá entregarse a la Comisión, a más tardar el día en que inicie la oferta pública de que se trate.
- VIII. Proyecto de aviso de oferta pública con la información que se contiene en la carátula del prospecto de colocación a que hace referencia la fracción siguiente.
El proyecto de aviso de oferta pública que se presente a la Comisión para su autorización, podrá omitir la información relativa al precio, tasa y monto definitivos, así como aquella que sólo sea posible conocer hasta el día previo al inicio de la oferta pública.
- IX. Prospecto de colocación o de suplemento informativo, tratándose de emisiones al amparo de programas de colocación de valores, preliminares, que contengan la información que se detalla en el anexo Q de estas disposiciones, en el que podrá incorporar por referencia o remitir a su página electrónica en la red mundial (Internet), en forma total o parcial, la información contenida en los informes que el Organismo Financiero Multilateral haya proporcionado a la Comisión, a la Bolsa y al público inversionista, de conformidad con lo previsto en el artículo 14 Bis 2, fracción I de la Ley del Mercado de Valores y con las presentes disposiciones.

ANEXO 4

Ley del Mercado de Valores Artículo 5º

El Organismo Financiero Multilateral, para efectos de dar cumplimiento a lo dispuesto por la fracción IX anterior, podrá presentar el prospecto de colocación o suplemento informativo que haya distribuido en otros mercados.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 6o.- Las Emisoras con valores Inscritos en la Sección de Valores, siempre que se encuentren al corriente en la entrega de la información periódica a que hace referencia el Título Cuarto de las presentes disposiciones, podrán omitir al tramitar las solicitudes a que se refieren los artículos 2o., 3o. y 4o., anteriores, la información y documentación siguiente:

- I.** La señalada en los artículos 2o., fracción I, incisos c) y f), 3o., fracción VII y 4o. fracciones III y V. anteriores, según corresponda.
- II.** La que se indica en el artículo 2o., fracción II, inciso c) de estas disposiciones.
- III.** La mencionada en el artículo 2o., fracción I, inciso j) de estas disposiciones, cuando dicha información haya sido presentada por la Emisora durante el año inmediato anterior al que pretenda obtener la Inscripción, excepto en el caso de existir cambios no hechos del conocimiento público.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 7o.- Las Emisoras, adicionalmente a la información y documentación requerida conforme a los artículos 2o., 3o. y 4o. anteriores, para obtener la Inscripción en la Sección de Valores, deberán presentar a la Comisión, por tipo de valor, la documentación siguiente:

- I. Tratándose de acciones...
- II. Tratándose de certificados de participación ordinarios:
 - a) Sobre acciones:
 1. La documentación señalada en la fracción I anterior, respecto del fideicomitente, excepto tratándose de certificados de participación ordinarios sobre acciones de 2 o más Emisoras.
 2. La documentación a que hace referencia el artículo 2o., fracción I, incisos c), d), f), g) y j) de estas disposiciones, deberá ser respecto del fideicomitente, excepto tratándose de certificados de participación ordinarios sobre acciones de 2 o más Emisoras.
 3. Proyecto de contrato de fideicomiso base de la emisión y del acta de emisión, que cumplan con lo previsto en el artículo 228 m de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.
El contrato definitivo deberá entregarse a la Comisión a más tardar el día hábil previo a la fecha en que inicie la oferta pública de que se trate.
 4. Dictamen a que se refiere el artículo 14 Bis 9 de la Ley del Mercado de Valores.
 - b) Sobre bienes distintos a acciones:
 1. El balance del patrimonio afecto en fideicomiso. Cuando el cumplimiento de las obligaciones del fideicomiso dependa total o parcialmente del fideicomitente, del administrador de los activos o de cualquier otro tercero, deberá presentarse adicionalmente la información a que hacen referencia los artículos 2o., fracción I, incisos c) y f), o 3o., fracción VII anteriores, según corresponda, respecto de estos últimos.
El fideicomitente, el administrador de los activos o el tercero a que se refiere este numeral, que ya sean Emisoras, no estarán obligados a presentar la referida información, siempre que éstas se encuentren al corriente de la entrega de la información periódica a que se refiere el Título Cuarto de las presentes disposiciones.
 2. La opinión legal a que se refiere el artículo 2o., fracción I, inciso h) de estas disposiciones, en la que adicionalmente se alude a la validez del contrato de fideicomiso, la existencia del patrimonio fiduciario y las facultades del fideicomitente para afectar dicho patrimonio en fideicomiso.
 3. En el caso de certificados de participación inmobiliarios, el certificado de libertad de gravámenes vigente, respecto de los inmuebles afectos en fideicomiso.

ANEXO 6

Ley del Mercado de Valores Artículo 7°

4. Proyecto de contrato y dictamen a que se refiere el inciso a), numerales 3. y 4. de esta misma fracción II, respectivamente.

El contrato definitivo deberá entregarse a la Comisión a más tardar el día hábil previo a la fecha en que inicie la oferta pública de que se trate.

5. Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión expedido por una institución calificadora de valores, con fecha de expedición no mayor de 90 días hábiles a la fecha de colocación. El dictamen deberá incluir las razones que motivaron dicha calificación, así como los condicionamientos o consideraciones que, en su caso, se hayan establecido para la calificación y la evidencia de la revisión jurídica efectuada tratándose de emisiones estructuradas.

El mismo día en que se modifique la calificación de los instrumentos o su perspectiva, la calificadora deberá enviar a la Bolsa a través del SEDI el dictamen correspondiente. En todo caso, deberá mantenerse calificada la emisión durante toda su vigencia.

- III. Tratándose de instrumentos de deuda, dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión expedido por una institución calificadora de valores, con fecha de expedición no mayor de 90 días hábiles a la fecha de colocación. El dictamen deberá incluir las razones que motivaron dicha calificación, así como los condicionamientos o consideraciones que, en su caso, se hayan establecido para la calificación y la evidencia de la revisión jurídica efectuada tratándose de emisiones estructuradas.

El mismo día en que se modifique la calificación de los instrumentos o su perspectiva, la calificadora deberá enviar a la Bolsa a través del SEDI el dictamen correspondiente. En todo caso, deberá mantenerse calificada la emisión durante toda su vigencia.

En el evento de emisiones con plazo igual o menor a 1 año al amparo de un programa de colocación el dictamen a que hace referencia este inciso podrá referirse únicamente al programa de colocación.

Adicionalmente, tratándose de:

- a) Emisiones con avales o garantías:

1. Opinión legal a que se refiere el artículo 2o., fracción I, inciso h) de estas disposiciones, en la que adicionalmente se aluda a la debida constitución de las garantías y, en su caso, a las facultades del aval para fungir como tal, así como al procedimiento de ejecución de la garantía.
2. Información financiera del aval o garante a que se refieren los artículos 2o., fracción I, inciso f) o 3o., fracción VII de las presentes disposiciones, en este último caso, tratándose de entidades federativas o municipios. Lo anterior no será aplicable en el caso de Subsidiarias de la Emisora, ni cuando el aval o garante sea una Emisora que se encuentre al corriente de la entrega de la información periódica a que se refiere el Título Cuarto de las presentes disposiciones.
3. En su oportunidad y según corresponda, constancia relativa a la inscripción en el registro de obligaciones y empréstitos de entidades federativas y municipios a cargo de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en el caso de que, en su calidad de Emisoras, afecten las participaciones en ingresos federales que les corresponden, o bien, constancia relativa a la inscripción en el registro estatal de deuda pública cuando en términos de la legislación aplicable así proceda.

ANEXO 6

Ley del Mercado de Valores Artículo 7°

- b) Certificados bursátiles emitidos a través de fideicomisos, la documentación a que hace referencia el inciso b) de la fracción II anterior.
- c) Instrumentos que se emitan al amparo de un acta de emisión, proyecto de dicha acta con el contenido que resulte aplicable. El testimonio del acta de emisión debidamente inscrito en el Registro Público de Comercio, deberá entregarse a la Comisión a más tardar el día en que inicie la oferta pública de que se trate.

En el caso de obligaciones subordinadas y bonos emitidos por entidades financieras, proyecto de acta de emisión y, en su caso, copia del oficio de autorización de Banco de México. El acta de emisión deberá hacerse constar ante la Comisión a más tardar el día hábil previo a la fecha en que inicie la oferta pública de que se trate.

IV. Tratándose de títulos opcionales...

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Segundo
De la Inscripción sin oferta pública

ARTICULO 9o.- Las Emisoras que pretendan obtener la Inscripción de sus valores en la Sección de Valores, sin que al efecto medie oferta pública, deberán solicitarlo a la Comisión proporcionando la documentación e información a que se refieren los artículos 2o., fracción I, excepto lo establecido en los incisos k), l) y m). 3o., excepto lo establecido en la fracción X, 4o., y, en lo conducente, el 7o. de estas disposiciones. En todo caso, la Emisora deberá entregar el folleto informativo conforme a los anexos H, I o L, según sea el caso, de estas disposiciones, suscrito por las personas a que hacen referencia los artículos 2o., fracción I, inciso m), numerales 1. a 3., 5. y 6. y 3o., fracción X, incisos a), c) y d), de estas disposiciones, según corresponda.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Tercero
De la Inscripción preventiva

Sección I
De la Inscripción genérica

ARTICULO 10.- Los valores emitidos o garantizados por el Gobierno Federal o por el Banco de México, así como los valores representativos de un pasivo a cargo de instituciones de crédito a plazo igual o menor a 1 año, se Inscribirán en el Registro en forma preventiva y bajo la modalidad de genérica al amparo del artículo 15 de la Ley del Mercado de Valores, bastando la previa comunicación escrita de la Emisora, en la que señale las características de los títulos objeto de dicha Inscripción.

Al amparo de la Inscripción preventiva, en su modalidad de genérica, las Emisoras podrán llevar a cabo una o más emisiones de valores objeto de la misma y darán a conocer a la Comisión, por medios electrónicos, a más tardar al tercer día hábil siguiente a aquel en que se hubiere llevado a cabo una emisión, la información que se señala en el anexo G de estas disposiciones así como haber efectuado el depósito de los valores en alguna institución para el depósito de valores, cuando así corresponda. Una vez presentada esta información la Comisión procederá a efectuar la Inscripción de los valores en la Sección de Valores.

Tratándose de la Inscripción preventiva, en la modalidad de genérica, de acciones representativas del capital social de sociedades de inversión de cualquier tipo, bastará con la solicitud de Inscripción acompañada de copia simple del instrumento público en el que consten sus estatutos sociales, pudiendo igualmente, realizar una o más emisiones de acciones al amparo de la mencionada Inscripción.

Las Emisoras que inscriban preventivamente sus valores, en la modalidad de genérica, no están obligadas a presentar la información periódica a que hace referencia el Capítulo Cuarto de las presentes disposiciones.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Tercero
De la Inscripción preventiva

Sección III
**De la Inscripción preventiva de valores a emitirse
al amparo de programas de colocación**

ARTICULO 13.- Las Emisoras podrán solicitar a la Comisión la Inscripción preventiva de instrumentos de deuda en la Sección de Valores, bajo la modalidad de programa de colocación, con el objeto de contar con la posibilidad de emitir y colocar una o más series de valores, en forma sucesiva durante un plazo y por un monto determinado, con o sin revolvencia, siempre que se cumpla con los requisitos siguientes:

- I. Que acompañen a su solicitud la documentación a que hacen referencia los artículos 2o., 3o., 4o. y 7o. de estas disposiciones, según corresponda. Tratándose de instrumentos de deuda con plazo mayor a 1 año, en los que no exista colocación inicial, no estarán obligados a presentar la señalada en los artículos 2o., fracción I, incisos e), k) y l), ni la señalada en el artículo 7, fracción III.

El prospecto de colocación, la opinión legal independiente y la opinión de la Bolsa, deberán referirse al programa de colocación.

En el evento de que se modifiquen los términos bajo los cuales se otorgó la opinión legal del programa o transcurrido 1 año a partir de su expedición, la Emisora deberá presentar una nueva opinión legal independiente, antes de llevar a cabo colocaciones adicionales al amparo del programa.

- II. Que soliciten la autorización del aviso y del suplemento informativo a que hacen referencia los artículos 2o. fracción I, incisos l) y m) o 3o., fracción X, según corresponda de estas disposiciones y acompañen el título y el contrato previstos en los incisos e) y k) del citado artículo 2o., fracción I, así como el dictamen a que se refiere el artículo 7o., fracción III, inciso a) anterior, previamente a que lleve a cabo la colocación de cada emisión, tratándose de emisiones de instrumentos de deuda con plazo mayor a 1 año.

El plazo del programa podrá ser determinado libremente por la Emisora. En todo caso, las Emisoras en la emisión y colocación de sus valores, deberán ajustarse a las disposiciones legales y administrativas que resulten aplicables en la fecha de la emisión. En el evento de que la Emisora no realice la primera colocación de los valores al amparo del programa correspondiente, en un plazo improrrogable de 1 año, contado a partir de la fecha en que se otorgue la Inscripción preventiva de los valores, dicha Inscripción quedará sin efectos. Una vez realizada la colocación correspondiente, la Comisión procederá a efectuar la Inscripción de los valores en la Sección de Valores.

En todo caso, las Emisoras deberán cumplir con la entrega de la información a que se refiere el artículo 14 Bis 2, fracciones I y III y 16 Bis de la Ley del Mercado de Valores, ajustándose para ello, a lo dispuesto en los Títulos Cuarto y Quinto de estas disposiciones, a partir del momento en que obtengan la autorización de la Inscripción preventiva del programa de colocación respectivo, de lo contrario se cancelará la Inscripción.

GLOSARIO

GLOSARIO¹

A.

Accionistas:

Propietarios permanentes o temporales de acciones de una sociedad anónima. Esta situación los acredita como socios de la empresa y los hace acreedores a derechos patrimoniales y corporativos.

Acciones:

Partes iguales en que se divide el capital social de una empresa. Parte o fracción del capital social de una sociedad o empresa constituida como tal.

Aceptaciones Bancarias (AB'S):

Letras de cambio para financiar el comercio exterior e interior, giradas por una empresa mexicana y aceptadas por una Institución de Banca Múltiple, con base en líneas de crédito que le ha otorgado a la empresa emisora. Se colocan mediante oferta pública para operarse a través de la BMV y mediante oferta privada de las instituciones de crédito, para negociarse directamente con el público (operación extra bursátil)

Acta de Emisión:

Documento levantado ante notario público, que constituye la declaración unilateral de voluntad de una empresa de emitir títulos valor, conforme a la autorización de su consejo de administración. El acta debe contener la información del emisor, el representante, la descripción de los títulos emitidos, precio e importe de la emisión.

Activo:

Cualquier bien tangible ó intangible de valor que posee una empresa.

Activo Financiero:

Son los valores: oro, dinero y créditos contra terceros, así como el nombre genérico que se le da a las inversiones mobiliarias (acciones, obligaciones, bonos, etc.)

Activos Fijos:

Propiedades, bienes o derechos que representan una inversión de capital.

Administración del Riesgo:

Es el proceso mediante el cual se identifica, se mide y se controla la exposición al riesgo. Es un elemento esencial para la solvencia de cualquier negocio. La administración de riesgos asegura el cumplimiento de las políticas definidas por los comités de riesgo, refuerza la capacidad de análisis, define metodología de valoración, mide los riesgos y, establece procedimientos y controles homogéneos.

Administración de Valores:

Administración del servicio de pago de los ejercicios de derechos, en especie o en efectivo, que devenguen sobre los valores que se tienen en depósito.

¹ http://www.bmv.com.mx/BMV/HTML/sec1_glosario.html

Administradora de Fondos para el Retiro (AFORE):

Empresa financiera, contemplada en la ley del IMSS del 1 de enero de 1997, que se dedica a administrar las cuentas individuales de retiro de los trabajadores y canalizan los recursos a las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (SIEFORES)

Analistas:

Individuos encargados del estudio de antecedentes, composición de precios, fluctuaciones, estados financieros e indicadores bursátiles, con el propósito de realizar evaluaciones y pronosticar tendencias.

Apalancamiento:

1. Uso de préstamo de capital para aumentar el rendimiento de las inversiones.
2. Relación que guardan los pasivos exigibles de una empresa con su capital contable.
3. Condición de una operación que implica la utilización de recursos de terceros.

Arrendadora Financiera:

Organización auxiliar de crédito que, a través de un contrato de "arrendamiento", se obliga a adquirir determinado bien y a conceder su uso o goce temporal a plazo forzoso a una persona física o moral, obligándose ésta a realizar pagos parciales que cubran el costo de adquisición de los bienes, gastos financieros, etc.

B.**Banco de México:**

El Banco Central de México

Bolsa Mexicana de Valores:

Institución sede del mercado mexicano de valores. Institución responsable de proporcionar la infraestructura, la supervisión y los servicios necesarios para la realización de los procesos de emisión, colocación e intercambio de valores y títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV), y de otros instrumentos financieros. Así mismo, hace pública la información bursátil, realiza el manejo administrativo de las operaciones y transmite la información respectiva a SD Indeval, supervisa las actividades de las empresas emisoras y casas de bolsa, en cuanto al estricto apego a las disposiciones aplicable, y fomenta la expansión y competitividad del mercado de valores mexicanos.

Bondes:

Bonos de desarrollo del Gobierno Federal. Títulos de deuda emitidos por el Gobierno Federal con el propósito de financiar proyectos de maduración prolongada.

Bonos:

Títulos de deuda emitidos por una empresa o por el Estado. En ellos se especifica el monto a reembolsar en un determinado plazo, las amortizaciones totales o parciales, los intereses periódicos y otras obligaciones del emisor.

Bursátil:

Relativo a la actividad en Bolsa.

Bursatilidad:

Facilidad de comprar o vender la acción de una emisora en particular

C.**CB:**

Certificado Bursátil

Calidad Crediticia:

Grado de capacidad y oportunidad de pago del emisor a sus inversionistas. Bajo el rubro de "calidad crediticia", las calificadoras de valores evalúan la experiencia e historial de la administración de una sociedad de inversión; sus políticas operativas, controles internos y toma de riesgos; la congruencia de la cartera con respecto al prospecto, así como la calidad de los activos que componen la sociedad de inversión.

Calificadoras de valores:

Instituciones independientes que dictaminan las emisiones de instrumentos representativos de deuda y a las empresas emisoras de valores, para establecer el grado de riesgo que dicho instrumento representa para el inversionista. Evalúan la certeza de pago oportuno del principal e intereses por parte de la emisora y constatan su existencia legal, a la vez que ponderan su situación financiera.

Casas de Bolsa:

Intermediarios autorizados para realizar intermediación en el mercado bursátil. Se ocupan de las siguientes funciones: realizar operaciones de compraventa de valores; brindar asesoría a las empresas en la colocación de valores y a los inversionistas en la constitución de sus carteras; recibir fondos por concepto de operaciones con valores, y realizar transacciones con valores a través de los sistemas electrónicos de la BMV, por medio de sus operadores. "DIRECTORIO"

Cetes:

Certificados de la Tesorería de la Federación. Títulos de crédito al portador emitidos y liquidados por el Gobierno Federal a su vencimiento.

Circulares:

Disposiciones emitidas por la CNBV

CNBV Comisión Nacional Bancaria y de Valores:

Órgano de la SHCP, con autonomía técnica y facultades ejecutivas, que regula la operación de las bolsas de valores, el desempeño de los intermediarios bursátiles y el depósito central de valores. La CNBV puede ordenar la suspensión de la cotización de valores o intervenir administrativamente a los intermediarios que no mantengan prácticas sanas de mercado. Es la entidad responsable de mantener el Registro Nacional de Valores, en el que se inscribe todo valor negociado en la BMV.

Colocación de valores:

Es la venta efectiva de activos financieros, por la propia entidad emisora, o a través de intermediación. Puede conceptuarse también como la actividad conducente a transformar los excedentes de ahorro invirtiéndolos en los diferentes activos.

Contrato de Intermediación:

Contrato suscrito por un inversionista con una casa de bolsa mediante el cual le otorga la facultad para comprar y vender valores en su nombre

Contrato de Futuro:

Contrato estandarizado en plazo, monto, cantidad y calidad, entre otros, para comprar o vender un activo subyacente, a un cierto precio, cuya liquidación se realizará en una fecha futura determinada. Si en el contrato de Futuro se pacta el pago por diferencias, no se realizará la entrega del activo subyacente. De acuerdo con el subyacente es como se determina el tipo de futuro.

Contrato de Opción:

Contrato estandarizado, en el cual el comprador, mediante el pago de una prima, adquiere del vendedor el derecho, pero no la obligación de comprar o vender un activo subyacente a un precio pactado en una fecha futura, y el vendedor se obliga a vender o comprar, según corresponda, el activo subyacente al precio convenido. El comprador puede ejercer dicho derecho, según se haya acordado en el contrato respectivo. Si en el contrato de opción se pacta el pago por diferencias, no se realizará la entrega del activo subyacente.

Contrato Forward:

El realizado por dos partes que acuerdan comprar o vender un artículo específico en una fecha futura. Difiere de un futuro en que es contratado directamente entre las partes, sin intervención de una cámara de compensación y sólo puede realizarse hasta su vencimiento.

CPO:

Certificado de Participación Ordinaria. Títulos representativos del derecho provisional sobre los rendimientos y otros beneficios de títulos o bienes integrados en un fideicomiso irrevocable.

Custodia:

Se entenderá por custodia el servicio de guarda física de los valores y/o su registro electrónico en un banco o en una institución para el depósito de valores, en la cual el banco o el depósito (según sea el caso) asume la responsabilidad por los valores en depósito.

D.**Derivados:**

Familia o conjunto de instrumentos financieros, implementados a partir de 1972, cuya principal característica es que están vinculados a un valor subyacente o de referencia (títulos representativos de capital o de deuda, índices, tasas, y otros instrumentos financieros). Los productos derivados surgieron como instrumentos de cobertura ante fluctuaciones de precio en productos agroindustriales (commodities), en condiciones de elevada volatilidad. Los principales derivados financieros son: futuros, opciones sobre futuros, warrants y swaps.

Devaluación:

Pérdida del valor o poder adquisitivo del dinero, en moneda nacional, con relación a otras divisas.

Dividendos:

Derechos decretados por las empresas emisoras de acciones.

E.**Emisnet:**

Red de transmisión de datos desarrollada por la BMV, a través de la cual las empresas emisoras transmiten a la Bolsa, la CNBV y el público general, vía internet, sus eventos relevantes y reportes financieros.

Estados Financieros:

Documentos que indican la situación financiera de una empresa

Emisoras:

Empresas que emiten títulos de capital y/o de deuda.

Especulación:

Actuación consistente en asumir conscientemente un riesgo superior al corriente con la esperanza de obtener un beneficio superior al medio que se obtiene normalmente en una operación comercial o financiera. La especulación se ejerce en torno a la compra y venta de cualquier categoría de bienes de consumo, primeras materias, títulos, valores, divisas, etc.

Eventos Relevantes:

Aquellos actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en el precio de un valor.

F.**Fideicomiso:**

Figura jurídica que ampara la entrega de determinados bienes por parte de una persona física o moral (el fideicomitente) a una institución que garantice su adecuada administración y conservación (el fiduciario), y cuyos beneficios serán recibidos por la persona que se designe (el fideicomisario), en las condiciones y términos establecidos en el contrato de fideicomiso.

Financiamiento Bursátil:

Financiamiento obtenido a cambio de la colocación de valores en la Bolsa.

Fluctuaciones:

Rango de variación de un determinado valor. Diferencias en el precio de un título respecto a un promedio o a un precio base.

I.**Índice:**

Medida estadística diseñada para mostrar los cambios de una o más variables relacionadas a través del tiempo. Razón matemática producto de una fórmula, que refleja la tendencia de una muestra determinada.

Índice Accionario:

Valor de referencia que refleja el comportamiento de un conjunto de acciones. Se calcula mediante una fórmula que considera diferentes variables.

Índice de Precios y Cotizaciones (IPC):

Indicador de la evolución del mercado accionario en su conjunto. Se calcula en función de las variaciones de precios de una selección de acciones, llamada muestra, balanceada, ponderada y representativa de todas las acciones cotizadas en la BMV.

Interés:

Precio que paga el emisor por el uso de los fondos que le son prestados. El interés es una carga para aquél que lo desembolsa y una renta para aquél que lo recibe.

Intermediarios Bursátiles:

Son aquellas personas morales autorizadas para: realizar operaciones de correduría, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores; efectuar operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros respecto de las cuales se haga oferta pública; así como administrar y manejar carteras de valores propiedad de terceros.

Inversionistas:

Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras que, a través de una casa de bolsa, colocan sus recursos a cambio de valores, para obtener rendimientos.

Inversionistas institucionales:

Inversionistas representados por sociedades de inversión, fondos de pensiones, y otras entidades con alta capacidad de inversión.

L.**Ley del Mercado de Valores:**

Disposición que regula la oferta pública de valores; su intermediación; las actividades de las personas y entidades operativas que intervienen en el mercado; la estructura y operación del Registro Nacional de Valores; y los alcances de las autoridades responsables de promover el desarrollo equilibrado del mercado y la sana competencia.

Liquidación:

Mecanismo por medio del cual los valores son traspasados a la(s) cuenta(s) de valores del nuevo propietario de los mismos, el efectivo acreditado a la(s) cuentas de la contraparte correspondiente, después de realizar una operación de compraventa de valores.

Liquidez:

Calidad de un valor de ser negociado en el mercado con mayor o menor facilidad.

Listado:

Padrón de Bolsa en el que se inscriben valores (instrumentos de deuda o capital) en términos del reglamento interior de la BMV.

Listado Previo:

Apartado del listado de valores de la Bolsa que realizan aquellas sociedades mercantiles que pretenden, colocar acciones de acuerdo con las disposiciones aplicables.

M.**Mercado de Capitales:**

Espacio en el que se operan los instrumentos de capital (las acciones y obligaciones).

Mercado de Valores:

Espacio en el que se reúnen oferentes y demandantes de valores.

Mercado Primario:

Se refiere a aquél en el que se ofrecen al público las nuevas emisiones de valores. Ello significa que a la tesorería del emisor ingresan recursos financieros. La colocación de los valores puede realizarse a través de una oferta pública o de una colocación privada.

Mercado Secundario:

La compra-venta de valores existentes y cuyas transacciones se realizan en las bolsas de valores y en los mercados sobre el mostrador (over the counter). Cabe destacar que estas operaciones con valores en el mercado secundario ya no representan una entrada de recursos a la tesorería de los emisores.

O.**Obligaciones:**

Título de crédito que representa la participación individual de los tenedores en un crédito colectivo a cargo de una sociedad anónima.

Oferta Pública:

Colocación inicial de valores entre el público inversionista a través de la BMV.

Operación:

Acción por medio de la cual se concreta una negociación de compraventa entre dos o más personas.

Operadores:

Individuos designados y apoderados por las casas de bolsa, y autorizados por la BMV y la CNBV para realizar operaciones de compraventa con valores, a través de los sistemas de negociación electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV-SENTRA).

Over the Counter (OTC):

Anglicismo que se utiliza para denominar a todas aquellas operaciones o productos que se negocian fuera de una bolsa organizada de valores. En Estados Unidos existe un mercado conocido como OTC en donde se negocian bonos, productos derivados y acciones de empresas, con requisitos de cotización más flexibles que las grandes bolsas de valores.

P.**Pagarés:**

Documento que registra la promesa incondicional de pago por parte del emisor o suscriptor, respecto a una determinada suma, con o sin intereses, dentro de un plazo estipulado en el documento, a favor del beneficiario o tenedor.

Papel Comercial:

Pagaré negociable sin garantía específica o aval de una institución de crédito. Estipula deuda a corto plazo.

Pasivo:

Valor que se sitúa en la parte derecha del balance, presenta los recursos de la empresa y especifica el origen de los fondos que financian el activo. Los principales elementos del pasivo son los créditos y otras obligaciones contraídas a corto o largo plazo, así como las provisiones (Pasivo Contingente).

Pasivo a Largo Plazo:

Valor que representa las obligaciones de la empresa que serán liquidadas en plazos superiores a un año a partir de la fecha en que se reflejan en los estados financieros de la empresa.

Pasivo Circulante:

Valor que representa las obligaciones contraídas por la empresa que serán liquidadas dentro del plazo de un año a contar de la fecha de la emisión de los estados financieros de la empresa.

Plazo:

Periodo de tiempo que transcurre antes del vencimiento de un título de deuda. Por lo general, las emisiones suelen ser a 28, 91, 182 y 364 días, aunque se han realizado emisiones a plazos mayores.

Precio:

Valor monetario que se asigna a un activo.

Precio Ajustado:

Precio resultante de aplicar al precio de cierre de una acción, el valor que implique el ejercicio de un derecho corporativo o patrimonial decretado por la emisora en cuestión. El precio ajustado es calculado por la Bolsa.

Prospecto de Colocación:

Documento elaborado por la empresa emisora y su agente colocador como requisito para realizar una oferta pública de acciones y certificados de participación ordinarios sobre acciones. Contiene toda información relevante de los instrumentos que serán colocados en el mercado, suficiente para una revelación de información completa y adecuada sobre la emisora. El prospecto de colocación es requerido por la autoridad para obtener la inscripción de los Valores en el Registro Nacional de Valores. Los prospectos de colocación están a disposición del público inversionista con 10 días antes de anticipación de que tenga lugar la oferta pública de los valores, a través de la página de internet de la BMV.

Promotores:

Empleados de las casas de bolsa autorizados por la CNBV para realizar operaciones con el público inversionista.

R.**Registro Nacional de Valores (RNV):**

Registro administrado por la CNBV. Solo pueden ser objeto de oferta pública los documentos inscritos en la sección de valores. La oferta de suscripción o venta en el extranjero, de valores emitidos en México, estará sujeta a la inscripción de los valores en la sección especial.

Rendimientos:

Beneficio que produce una inversión. El rendimiento anualizado y expresado porcentualmente respecto a la inversión se denomina tasa de rendimiento. Los rendimientos no sólo se obtienen a través de ganancias de capital (diferencia entre el precio de compra y el precio de venta), sino también por los intereses que ofrezca el instrumento, principalmente en títulos de deuda y por dividendos que decreta la empresa emisora.

Riesgo de Mercado:

Riesgo que afecta al tenedor de cualquier tipo de valor, ante las fluctuaciones de precio ocasionadas por los movimientos normales del mercado.

S.**SD Indeval:**

Institución encargada de hacer las transferencias, compensaciones y liquidaciones de todos los valores involucrados en las operaciones que se realizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Es una empresa privada que opera con la concesión de las autoridades financieras del país, y está regulada por la Ley del mercado de Valores.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público:

Organismo que representa a la máxima autoridad del Gobierno Federal en materia económica, así como el brazo ejecutor de la política financiera. Entre otras funciones le corresponde otorgar o revocar las concesiones de los intermediarios bursátiles y bolsas de valores, definir sus áreas de actividad y sancionar administrativamente a quienes infrinjan leyes y reglamentos.

Sesión de Remates:

Periodo durante el cual se llevan a cabo las operaciones bursátiles en la BMV.

Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC):

Mecanismo diseñado para listar y operar, en el ámbito de la BMV, valores que no fueron objeto de oferta pública en México y que se encuentran listados en mercados de valores extranjeros que han sido reconocidos por la CNBV, o cuyos emisores hayan recibido un reconocimiento correspondiente por parte de la citada Comisión.

Sociedades de Inversión:

Sociedades anónimas constituidas con el objeto de adquirir valores y documentos seleccionados de acuerdo al criterio de diversificación de riesgos, con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista.

T.**Tasa de interés:**

Porcentaje de rendimiento (para el inversionista) o costo (para el emisor), respecto al capital comprometido por un instrumento de deuda.

Títulos: Documentos que representan el derecho que tiene su poseedor sobre un capital o crédito. Estos documentos son objeto de comercio y su cesión o endoso transfiere la propiedad o derechos implícitos.

Títulos de deuda:

Instrumento que representa un compromiso por parte del emisor, quien se obliga a restituir el capital en una cierta fecha de vencimiento. El título es emitido a valor nominal, debe especificar los intereses y amortizaciones si los hubiera.

Transferencia:

Se entenderá por transferencia el cambio de propiedad de valores. En el caso del Depósito de Valores, el cambio de propiedad se hará por el procedimiento de giro o transferencia de cuenta a cuenta, mediante asientos en los registros de la institución.

Traspaso:

Transferencia entre cuentas.

U.**Udi:**

Unidad de Inversión, unidad de cuenta cuyo valor en pesos publica periódicamente el Banco de México en el Diario Oficial de la Federación.

Udibonos:

Bonos del gobierno federal a largo plazo denominados en unidades de inversión. La conversión a moneda nacional se realiza al precio de la udi, vigente en el día que se haga la liquidación correspondiente.

V.**Valor nominal:**

Es el precio de referencia, expresado en moneda nacional, que aparece en los títulos en el momento de su emisión, como expresión de parte del capital contable que represente y como antecedente para definir el precio de su suscripción. En los títulos de deuda, el valor nominal es el valor del título a vencimiento.

FUENTES DE INFORMACIÓN

FUENTES DE INFORMACION

1. <http://www.banxico.org.mx/sie/cuadros/CF88.asp?lista=cerrar&select=todo>
2. Base de datos del Registro Nacional de Valores.
3. Bortoluz, Paola, “*Emisión de deuda en México; avances y desafíos*” en Ejecutivos de Finanzas, editorial Instituto Mexicanos de Ejecutivos de Finanzas, A.C., marzo 2003, número 2, México, D.F.
4. Caro, R. Efraín; Vega, R. Francisco J.; Robles F. Javier J. Y Gamboa O. Gerardo J., “*El Mercado de Valores en México*”, Colección: Ariel-Divulgación, 1995.
5. Chávez, Rivero, Alejandro José, “*Cómo emiten deuda estados y municipios*” en Ejecutivos de Finanzas, editorial Instituto Mexicanos de Ejecutivos de Finanzas, A.C., mayo, 2004, número 17, México, D.F.
6. <http://www.cnbv.gob.mx>
7. <http://www.condusef.gob.mx>
8. “*Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores*” publicadas el 13 de marzo de 2003 en el Diario Oficial de la Federación.
9. <http://joseacontreras.net/sistfin/sistfin.pdf>
10. Ley del Mercado de Valores.
11. Mansell, Carstens Catherine, “*Las nuevas Finanzas en México*”, Editorial Milenio, S.A. de C.V. 1996.
12. Miranda. Jacobo, “*Sistema Financiero Mexicano*”, artículo obtenido en: <http://www.gestiopolis.com/canales/economia/articulos/42/conmercadhel.html>
13. Diversos prospectos de colocación de instrumentos de deuda publicados en la página de Internet de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V: <http://www.bmv.gob.mx>
14. <http://www.sugeval.fi.cr/download/publicaciones/libros/banca/expo2.pdf#search='titularizacion'>
15. <http://www.supervalores.gov.co/saf/ie980729.htm>
16. <http://www.titularizadora.com.latitularizacion.asp?Opcion=Latin>
17. Vega Rodriguez, Franciso Javier, *La Bursatilización de Activos Financieros*, Colección: Ariel-Divulgación, México, D.F., 1995.

ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO	i
METODOLOGIA	iv
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1 EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO	
1.1 El Sistema Financiero Mexicano	6
1.2 El Mercado de Valores en México y su diagnóstico	12
1.3 Antecedentes de los Certificados Bursátiles	18
CAPÍTULO 2 LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES	
2.1 Definición y características generales	28
2.2 Legislación aplicable	29
2.3 Proceso de autorización de emisión de Certificados Bursátiles	31
2.4 Aspectos relevantes de los Certificados Bursátiles	32
2.5 Evolución del Certificado Bursátil	47
CAPÍTULO 3 ESQUEMAS DE BURSATILIZACIÓN VÍA CERTIFICADOS BURSÁTILES	
3.1 Definición de Bursatilización	58
3.2 Antecedentes de la Bursatilización	59
3.3 Aspectos relevantes en una Bursatilización	64
3.4 Tipos de Bursatilización	71
3.5 Diferentes esquemas de Bursatilización: Un traje hecho a la medida	72
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	96
ANEXOS: Artículos de las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores	104
GLOSARIO	124
FUENTES DE INFORMACIÓN	134

RESUMEN EJECUTIVO

Ante el contexto de globalización económica y financiera es pertinente que el mercado de valores mexicano se ajuste a los lineamientos internacionales y las necesidades de inversión.

Las reformas a la Ley del Mercado de Valores de 2001 y 2003 dieron lugar al surgimiento de los Certificados Bursátiles (CB's) que son títulos de crédito emitidos por el sector privado y entidades gubernamentales. Pueden ser emitidos en pesos o en Unidades de Inversión, o estar indexados al tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana. Dichas emisiones pueden ser en colocación única o mediante un programa de emisiones, pueden ser de corto, mediano o largo plazo y a tasa de interés fija o variable. Dichos instrumentos pueden contar con algún tipo de garantía o apoyo crediticio, ser amortizados al vencimiento de la emisión o con amortizaciones calendarizadas de capital e intereses y tienen la opción de emitirse bajo un acta de emisión.

Las citadas reformas han permitido explorar el financiamiento mediante la bursatilización de activos. No se debe olvidar que estas bursatilizaciones, adicionalmente, se pueden lograr mediante la emisión de Certificados de Participación Ordinarios. Sin embargo, éstos han perdido fuerza en el mercado.

Los CB's operan en el mercado bursátil mexicano desde el 9 de agosto de 2001, dicha fecha marcó la pauta en las emisiones de títulos de deuda en México, ya que desde entonces, la emisión de Certificados Bursátiles ha tenido una evolución excepcional, en comparación con los instrumentos de deuda tradicionales, tales como el Papel Comercial, Pagarés Financieros, Pagarés de Mediano Plazo, Obligaciones y Certificados de Participación Ordinarios, entre otros.

Tradicionalmente los instrumentos de deuda podían ser emitidos por empresas o por instituciones financieras, ahora, derivado de las citadas reformas, además, las entidades federativas y los municipios pueden tener acceso al mercado de deuda mexicano. Asimismo, se pueden identificar otras ventajas en la emisión de CB's, tales como el otorgamiento a sus tenedores de una seguridad jurídica —a través de un acta de emisión— como la proporcionan las emisiones de Obligaciones, sin embargo, éstas a su vez, son más complejas de emitir. Por otro lado, incluyen las ventajas de los Pagarés, ya que son de fácil emisión, así como, la versatilidad de los Certificados de Participación, al permitir realizar diferentes esquemas de bursatilización de activos. Es así, como los CB's son un instrumento que conjuga todas las ventajas de los

instrumentos de deuda que tradicionalmente se han emitido en el mercado mexicano y que por ello han tenido una adecuada aceptación.

El dinamismo de los Certificados Bursátiles ha sido impresionante si se contrastan las cifras: del año 2001 a finales del 2004, las emisiones de Pagarés de corto plazo han disminuido en un 70%, mientras que los Certificados Bursátiles de corto plazo, en el mismo periodo, se han incrementado un 181%. Por otro lado, las emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, en ese mismo periodo, han crecido un 646%. Dentro de estas emisiones, las emitidas por la iniciativa privada crecieron 369% y las Gubernamentales un 207%. Durante el 2004 no se realizó emisión alguna de Bonos, Pagarés de mediano y largo plazo, Obligaciones, Certificados de Participación y Pagarés de Indemnización Carretera. Dichas cifras se muestran a favor de los CB's, debido a las citadas reformas y probablemente a las mejores condiciones macroeconómicas en nuestro país, situaciones que favorecieron la aceptación de los CB's.

Derivado de lo anterior, es de señalar que efectivamente los CB's son una opción flexible de financiamiento para las empresas, entidades federativas e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias.

El financiamiento bursátil también se ha logrado a través de las Bursatilizaciones, siendo éste un mecanismo bajo el cual la empresa, Gobierno, entidad municipal y la institución financiera en su carácter de fiduciaria, pueden obtener financiamiento bursatilizando sus activos como por ejemplo: cuentas por cobrar; créditos hipotecarios, flujos futuros, préstamos para autos, participaciones federales, entre otros, los cuales por sí solos son poco líquidos pero una vez ingresados a un fideicomiso (vehículo emisor) por medio del cual se ofrece al público inversionista Certificados Bursátiles respaldados por los activos que bursatiliza, los hace activos líquidos. El pago de los Certificados Bursátiles depende, primordialmente, de las corrientes de efectivo generadas por los activos bursatilizados y otros derechos diseñados para asegurar el pago, tales como las garantías; apoyos crediticios y una administración adecuada de los activos fideicomitados, entre otros.

Por lo anterior, se torna interesante y necesario el conocimiento de este instrumento como una alternativa más de financiamiento bursátil en directo o a través de la bursatilización, propiciando el desarrollo y consolidación de proyectos de inversión; así como, para el fortalecimiento de la estructura financiera del

emisor de los títulos a ser colocados entre inversionistas nacionales y extranjeros, con el objeto de volverse una realidad para las empresas y gobierno con visión de trascender.

METODOLOGÍA DEL TRABAJO

HIPOTESIS.- El mercado de valores y, en especial, el mercado de deuda mexicano se encontraba con ciertas limitaciones o en una situación aletargada, ante ello, una forma idónea de respuesta es procurar la incorporación de instrumentos financieros. Con la creación de los Certificados Bursátiles se ha logrado un dinamismo en el mercado de deuda mexicano, debido principalmente, a su flexibilidad de emisión y la posibilidad de realizar bursatilizaciones de activos.

OBJETIVO GENERAL.- Identificar qué son los Certificados Bursátiles y exponer los requisitos y beneficios que conlleva su utilización como una opción de financiamiento corporativo, institucional y gubernamental de acuerdo al perfil de necesidad del emisor; mostrar cómo se puede obtener financiamiento bursátil en directo y vía bursatilización de activos, lo cual resulta fundamental para el crecimiento del mercado de valores y la economía en general y con ello fomentar una cultura bursátil ante el nuevo dinamismo de los mercados internacionales.

OBJETIVOS PARTICULARES.- Mostrar la integración del Sistema Financiero Mexicano, resaltando la composición del financiamiento en México, ya que de conformidad con las estadísticas que proporciona el Banco de México, resalta que más del 50% de dicho financiamiento se obtiene del Mercado de Valores. Por lo anterior, el marco teórico del presente ensayo considera el análisis propio de dicho mercado y en específico del Mercado de Deuda, siendo el mercado en que se desarrollan los títulos que hoy se analizan.

Identificar la situación del composición del Mercado de Valores, específicamente, la **operatividad de los Certificados Bursátiles**, es de gran importancia, por varias razones, una de ellas es que la operatividad de este instrumento en el mercado de valores mexicano es relativamente novedoso, por lo que lo hace aún más atractivo, otra razón es que este trabajo intenta dar a conocer su forma de operación, lo cual nos permitirá saber los beneficios en cuanto al financiamiento y su influencia en el desarrollo del sistema financiero.

Este trabajo pretende dar un panorama en que se destaque **qué son los Certificados Bursátiles**, los **requisitos de emisión**, sus **participantes**, **cómo funcionan** y **qué beneficios** otorga a los agentes productivos de nuestra economía, específicamente, las empresas industriales, comerciales y de servicios,

entidades federativas, municipios e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias. Al respecto, se integran al presente trabajo ciertas estadísticas, en las cuales se identifica la situación en la que se encuentran las emisiones de dichos títulos versus otros títulos de deuda, llegando a mostrar que durante 2004 se realizaron emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo por un monto emitido de \$153,051.0 millones de pesos y que en ese mismo año, no se realizó emisión alguna de los otros títulos de deuda existentes en el mercado de valores.

Bajo esta línea, otro objetivo del presente trabajo es mostrar la **importancia de la Bursatilización** de activos, como herramienta de financiamiento, es decir, este esquema estructurado permite el financiamiento de proyectos productivos dando valor presente a los ingresos futuros de los mismos.

Una vez entendido la operatividad de los Certificados Bursátiles e identificar las ventajas que ofrecen como alternativa de financiamiento, se pretende analizar **cómo estos instrumentos pueden ser *trajes a la medida*** para los emisores de dichos títulos, ya sea en emisiones en directo o vía bursatilización.

Esta última idea nos lleva a la exposición de diferentes esquemas estructurados que hasta hoy se han dado en el mercado mexicano, los cuales se muestran desde el objetivo que pretenden los emisores con la operación de bursatilización; los participantes; la estructura misma de la operación; factores de riesgo que conlleva; calificación de la emisión y el destino de los fondos obtenidos en la operación.

Todo lo anterior, nos lleva necesariamente al estudio del **papel que juegan las entidades reguladoras** del sector financiero, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México, entre otras, resaltando su importancia en el mercado bursátil y su adecuado papel en dos escenarios: contexto interno y externo, en el primero con el fin de supervisar las prácticas financieras y prever situaciones de riesgo, y en el segundo escenario supervisar y evaluar la desregulación e internacionalización del sistema financiero mexicano ante el contexto de integración de bloques económicos.

Por último, en todo momento el presente trabajo pretende ser *una semilla de la educación financiera en México*, tan necesaria para la economía y exigible a nivel internacional, con la cual se espera una competitividad financiera acorde a los lineamientos financieros internacionales.

Fomentar una cultura financiera en un país que está inmerso en una tendencia a la globalización o integración económica financiera internacional, es de gran importancia, ya que proporciona al inversionista, empresario o especulador estrategias de inversión acordes a la estructura económica mexicana, ello les permitirá desarrollarse con la elección del instrumento financiero adecuado a sus perspectivas financieras y económicas.

IMPORTANCIA DEL TEMA.- Conocer la importancia y trascendencia que ofrece la utilización de los Certificados Bursátiles como forma de financiamiento de los inversionistas y empresarios que apuntan a un desarrollo dentro del esquema financiero internacional.

JUSTIFICACIÓN.- El análisis del sistema financiero es un tema basto, el cual, en este trabajo, se delimitará al estudio de los Certificados Bursátiles. Las seis interrogantes que girarán en torno al presente trabajo, serán:

1. ¿Qué son los Certificados Bursátiles?
2. ¿Para qué sirven y cuáles son los aspectos relevantes que deben considerarse para su emisión?
3. ¿Cuáles son los requisitos para la emisión de los Certificados Bursátiles en México?
4. ¿Qué es la Bursatilización?
5. ¿Cuáles son los aspectos relevantes que deben considerarse para una emisión de Certificados Bursátiles vía Bursatilización?
6. ¿Qué tipos de esquemas de Bursatilización se han dado en el mercado mexicano?

Este estudio, hoy por hoy, es de gran importancia y trascendencia, ya que permite dilucidar qué opciones de financiamiento ofrece el mercado mexicano a los agentes productivos que apuntan a un desarrollo dentro del esquema financiero internacional, que aunados a las nuevas perspectivas tecnológicas en la red de intercomunicación, les permite tener un mayor conocimiento en financiamientos, por un lado; y por otro, la opción de un esquema de Bursatilización que se adecue a sus perspectivas y necesidades económicas, en función de la apertura económica.

Es en esta idea donde recae la importancia del tema elegido, porque al tratar de ofrecer en México un nuevo mecanismo financiero eficiente como es el caso de los Certificados Bursátiles, le da al inversionista, empresario, organismo o especulador, una alternativa de financiamiento, así como, una

posibilidad para hacerle frente a sus compromisos financieros de corto, mediano y largo plazo, al mismo tiempo que da liquidez al mercado de deuda.

Es así, como el 9 de agosto de 2001 fue un “parteaguas” en la historia financiera, fecha en que nace el Certificado Bursátil en México, dado que los agentes productivos tienen la opción de un nuevo instrumento de financiamiento que se adapta a sus necesidades, tomando en cuenta los bajos costos, maximizando sus rendimientos o reestructurando sus deudas.

Por otro lado, los importantes cambios sociopolíticos y sus efectos económicos se manifiestan en un ámbito de notable incertidumbre, amplia volatilidad de tasas de interés, mayores riesgos cambiarios, y falta de mecanismos de financiamiento hechos a la medida, es aquí donde los Certificados Bursátiles juegan un papel fundamental en el sano y acelerado desarrollo de los agentes económicos.

En un contexto macroeconómico el presente tema es de gran relevancia, ya que los agentes productivos al tener una opción más de financiamiento y tan flexible como es el Certificado Bursátil, llámese de corto, mediano o largo plazo, es fundamental para el crecimiento del mercado de deuda y la economía en general. Sin embargo, es de comentarse, que el financiamiento a través del mercado de deuda sigue siendo escaso, por lo que será necesario dar impulso al mercado secundario de instrumentos de deuda, ya que un mercado líquido permite la entrada y salida de los inversionistas de acuerdo a sus necesidades y las referencias sobre el costo de financiamiento, o de oportunidad de los recursos.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DE ESTE TRABAJO?- El presente trabajo pretende realizar un análisis general de los denominados Certificados Bursátiles en cuanto a su operatividad, requisitos, factores de riesgo, participantes, entre otros. Así como, el análisis de la Bursatilización de activos que se pueden lograr vía emisión de Certificados Bursátiles y que hasta hoy día se han realizado en el mercado mexicano. De igual forma, con este trabajo se pretende dar a conocer el mecanismo o las condiciones mínimas bajo las cuales se puede lograr la emisión de estos títulos, aún tan desconocido por las empresas y gobiernos, por lo cual, se pretende mostrar las ventajas que se obtienen con la emisión de los Certificados Bursátiles. Asimismo, se propone la necesidad de fomentar nuestro mercado de deuda, dándole liquidez al mismo.

Por último, se torna necesario enfatizar que el presente trabajo abarca un periodo de análisis del año 2001 a la fecha, ya que es en ese año cuando inicia la operatividad de los Certificados Bursátiles en México.

¿QUÉ NO SE PUEDE ESPERAR DE ESTE TRABAJO?- Este trabajo no pretende exponer a los Certificados Bursátiles como la única opción de financiamiento en el mercado de valores mexicano, sino, como una opción más que el emisor tiene con mayores facilidades de emisión. Por otro lado, no se pretende exponer una cátedra sobre financiamiento bursátil y, por lo tanto, no se pretende exponer otras fuentes de financiamiento, excepto por el indicado y mediante el título de crédito en cuestión. Por último, el presente ensayo no pretende realizar un análisis general del mercado de valores en general; es decir, no se analizará el mercado de capitales y el mercado de derivados que operan en México, ya que no son objeto de estudio. De igual forma, no se puede esperar, en este trabajo, un período de análisis anterior al año 2001, debido a que se torna innecesario por una cuestión a saber: Antes de este año no existían los Certificados Bursátiles y si el objetivo es resaltar la importancia de estos títulos versus otros títulos de deuda, se torna innecesario realizar un análisis de los títulos de deuda existentes antes de este año.

INTRODUCCIÓN

La economía mexicana forma parte de la globalización económica, que en los aspectos monetarios y financieros es más acentuado, situación que intensifica la volatilidad de los mercados, ya que los movimientos en tasas de interés, tipo de cambio y la tasa inflacionaria principalmente, afectan a cualquier economía y sus transacciones financieras.

En este contexto de globalización o integración financiera, México debe buscar las formas o mecanismos más adecuados para hacer frente a las necesidades de financiamiento. Dicho tema ha sido uno de los más preocupantes del sistema económico nacional e internacional. Lo anterior, pone el acento sobre el verdadero papel que juega el financiamiento bancario y el no bancario –llámese a este último, el otorgado por instituciones de seguros, sociedades financieras de objeto limitado, arrendadoras, uniones de crédito, empresas de factoraje y sobre todo el otorgado por las emisiones en el mercado de valores– para detonar inversiones que generen el tan ansiado y prometido progreso que se traduce en el bienestar económico de los mexicanos y la posibilidad de integración financiera internacional. Según cifras del Banco de México, al cierre de 2004, el financiamiento no bancario representó el 64%, mientras que el bancario representó el restante 36% y dentro de ese 64% de financiamiento no bancario, el 68% es financiamiento bursátil. Sin embargo, lo anterior, lleva a dos análisis o situaciones que resaltar: i) Los factores que han llevado a una escasez del crédito bancario y; ii) La situación real del mercado de valores.

El primer análisis –escasez de crédito- se puede abordar indicando que exigen altas de interés, existe un continuo rechazo de solicitudes de crédito al requerir garantías, tales como, tener un gran margen de utilidades, que en nuestros días no cualquier tipo de empresas puede llegar a alcanzar, ello aunado a la incertidumbre económica que vive nuestro país, es prácticamente, inaccesible este financiamiento.

El segundo análisis –situación real del mercado de valores- se puede indicar que, si bien, las cifras indican que dicho mercado ha tenido gran aceptación, no hay que olvidar que en años anteriores dicho mercado prácticamente se mostraba aletargado o limitado en cuanto a su crecimiento, demanda de inversionistas y escasa oferta de títulos financieros, ante ello, una forma idónea de respuesta es procurar la incorporación

de instrumentos financieros, como el Certificado Bursátil, para darle una salida dinámica al mercado de valores.

De igual forma, hay que destacar en este mercado la mayor presencia de inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, sociedades de inversión, empresas de seguros, que ya no sólo concentran sus inversiones en valores de corto plazo, sino que ante un entorno económico más estable, aunado a la relajación de su régimen de inversión, demandan instrumentos de inversión de largo plazo.

Es así como, dada la escasez en los créditos bancarios, el mercado de valores se ha convertido en uno de los principales medios de financiamiento de las empresas, gobiernos estatales y municipales; así como, de las instituciones financieras (en su carácter de fiduciarias), por lo que las autoridades financieras están procurando su desarrollo, y un claro ejemplo son los títulos denominados “Certificados Bursátiles”.

Los Certificados Bursátiles son títulos de crédito emitidos por el sector privado y entidades gubernamentales, pueden ser emitidos en pesos o en Unidades de Inversión, o estar indizados al tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana, dichas emisiones pueden ser en colocación única o mediante un programa de emisiones, pueden ser de corto, mediano o largo plazo y a tasa de interés fija o variable. Asimismo, dichos instrumentos pueden contar con algún tipo de garantía o apoyo crediticio y ser amortizados al vencimiento de la emisión o con amortizaciones parciales de capital.

Tales instrumentos operan en el mercado bursátil mexicano desde el 9 de agosto de 2001, dicha fecha marcó una tendencia en las emisiones de títulos de deuda en México. América Móvil, S.A. de C.V., fue la primera empresa en emitir un programa de Certificados Bursátiles por un monto de \$5,000'000,000.00 de pesos mexicanos. Desde entonces, la emisión de Certificados Bursátiles ha tenido una aceptación favorable, en comparación con los instrumentos de deuda tradicional, tales como el Papel Comercial, Pagarés Financieros, Pagarés de Mediano Plazo, Obligaciones y Certificados de Participación Ordinarios, entre otros. Lo anterior, debido a las reformas que se han dado a la Ley del Mercado de Valores y probablemente a las mejores condiciones macroeconómicas en nuestro país, situaciones que favorecieron la aceptación de los CB's.

Por primera vez en décadas se reactivó la participación de estados y municipios, iniciando con la participación de Aguascalientes, San Pedro Garza García y Monterrey.

De acuerdo con las estadísticas de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, las emisiones de Certificados Bursátiles han superado las colocaciones de otros valores de deuda desde su aparición, lo cual refleja la tendencia del mercado de sustituir tales valores por el nuevo instrumento.

Existía en el mercado demanda de inversionistas institucionales tanto internos como internacionales por instrumentos de deuda de mediano y largo plazo para conformar sus carteras de inversión, además de que había interés de empresas en emitir deuda de mediano y largo plazo.

Es decir, en el mercado se disponía de instrumentos para satisfacer intereses de los emisores e instrumentos que se adaptaban a las necesidades del inversionista. Sin embargo, no existía un instrumento que cubriera satisfactoriamente los intereses de ambas partes. Dada la rigidez en cuanto a las características de los instrumentos existentes en el mercado de deuda mexicano.

Por una parte, los Pagarés de Mediano Plazo y los Financieros son fáciles de emitir y resultan atractivos para los emisores, pero no otorgan a sus tenedores la seguridad jurídica que; por ejemplo, proporciona las Obligaciones al contener cláusulas de obligaciones de hacer o no hacer que, en caso de incumplimiento, facultan a los tenedores a hacer exigible el pago de sus títulos. Sin embargo, éstas a su vez, son más complejas de emitir. Ante las desventajas de los instrumentos existentes en el mercado, se diseñó un instrumento que atendiera las necesidades del mercado, que fuera un título flexible financieramente y otorgara mayor seguridad jurídica. Es así como nacen los Certificados Bursátiles como títulos de crédito emitidos en serie destinados a circular en el mercado de valores que incluyen las ventajas de los Pagarés, ya que son de fácil emisión, las bondades de las Obligaciones al otorgar mayor seguridad jurídica a su tenedor y la versatilidad de los Certificados de Participación Ordinarios, al permitir realizar diferentes esquemas de bursatilización de activos.

Por lo anterior, se presenta este ensayo que identifica la operatividad de los Certificados Bursátiles y expone los beneficios que conlleva su utilización como una opción de financiamiento corporativo, institucional y gubernamental de acuerdo al perfil de necesidad. Asimismo, se expone qué es la

bursatilización de activos y algunos esquemas que han sido realizados en México, vía emisión de Certificados Bursátiles, lo cual ha resultado benéfico para emisores, inversionistas y el crecimiento del mercado de valores y con ello fomentar una cultura bursátil ante el nuevo dinamismo de los mercados internacionales.

En este sentido, se exponen a los Certificados Bursátiles como una opción flexible de financiamiento para su emisor, siendo el “parteaguas” en la historia financiera de los instrumentos de deuda en México, dado que el emisor, puede elegir las características de emisión de Certificados Bursátiles que mejor se adapte a sus necesidades. Por otro lado, derivado de esta operatividad se espera fomentar un mercado secundario que ofrezca liquidez al mercado bursátil mexicano, y con ello, crear una semilla en el desarrollo de la cultura financiera que requiere el nuevo contexto económico global.

La estructura y contenido de este ensayo se agrupa en tres capítulos a saber:

El **Capítulo 1** “El Mercado de Valores en México”, es nuestro marco teórico y es una descripción de cómo está conformado el Sistema Financiero Mexicano, y en especial, el Mercado de Valores en México, importantes para entender el marco de referencia en que operan los Certificados Bursátiles. Asimismo, se exponen los antecedentes del Certificado Bursátil, los cuales son los títulos que se operan en el Mercado de Deuda, concluyendo dicho capítulo con un razonamiento sobre la situación que propició la creación de los Certificados Bursátiles.

En el **Capítulo 2** “Los Certificados Bursátiles”, se plantea el estudio o análisis propio de estos títulos, empezando por su definición, la legislación aplicable que los rige, se identifican los aspectos más relevantes de estos títulos -características generales, participantes, modalidades, requisitos de inscripción, factores de riesgo a ser considerados por el público inversionista, calificación de riesgo crediticio- y el proceso de autorización de emisión. Asimismo, se muestra la evolución que han tenido dichos títulos y una comparación estadística con otros títulos de deuda. Dicho capítulo concluye mostrando los beneficios en la utilización de los Certificados Bursátiles.

El **Capítulo 3** “Esquemas de Bursatilización vía Certificados Bursátiles”, inicia con la definición de la bursatilización e identifica los antecedentes en el mundo y la experiencia mexicana. Asimismo, se resaltan

los aspectos relevantes a considerar en este tipo de operaciones –participantes, requisitos, operatividad y beneficios que pueden obtenerse con este tipo de operaciones- y los diferentes tipos de bursatilización que hasta hoy se han dado en el mercado mexicano. El presente capítulo concluye con la exposición de diferentes esquemas de Bursatilización que se han dado en el mercado mexicano –vía emisión de Certificados Bursátiles- los cuales se identifican como trajes hechos a la medida de los intereses del emisor y de las necesidades de los inversionistas.

Por último, este trabajo presenta ciertas conclusiones y recomendaciones, las cuales, se muestran muy interesantes ya que se identifica el auge que han tenido los Certificados Bursátiles como una opción de financiamiento bursátil para satisfacer los requerimientos de recursos para el desarrollo y fortalecimiento de los agentes productivos en México.

Por lo anterior, con los Certificados Bursátiles se espera un mayor dinamismo bursátil que conlleve a un crecimiento competitivo de la cultura financiera mexicana en el ámbito nacional e internacional, y con el presente ensayo se tiene la expectativa de que sea una semilla que fomente la cultura financiera del inversionista mexicano.

CAPÍTULO 1

EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO

1.1. EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

1.1.1 CONCEPTO E IMPORTANCIA

El Sistema Financiero Mexicano es “el conjunto de personas y organizaciones, tanto públicas como privadas, nacionales como internacionales, por medio de las cuales se captan, administran, regulan y dirigen los recursos financieros que se negocian entre los diversos agentes económicos, dentro del marco de la legislación correspondiente”¹.

En México generar ahorro es requisito necesario para lograr un sano y sostenido crecimiento de la economía y ese crecimiento puede alcanzarse mediante una adecuada transferencia de recursos entre diversas entidades. De allí, la importancia de todo sistema financiero, cuyo fin es precisamente **apoyar a esa generación y transferencia de recursos.**

Por ello, un sistema financiero eficiente debe **generar las bases para lograr los niveles de ahorro financiero e inversión necesarios para cubrir la demanda financiera** y brindar incentivos para la colocación de los recursos disponibles en los proyectos que pueden proporcionar los mejores perfiles de riesgo-rendimiento.

Estas funciones convierten al sistema financiero en el centro neurálgico de la actividad económica de cualquier país, al afectar prácticamente a todos sus sectores económicos y regiones, por ello se hace necesario identificar las características del sistema financiero mexicano, en el cual funcionan los mercados bancarios y el mercado de valores, y en este último, identificar a los **Certificados Bursátiles** como una opción de financiamiento viable y flexible.

1.1.2 FUNCIONES

El sistema financiero tiene tres funciones principales:

¹ <http://www.joseacontreras.net/sistfin/sistfin.pdf>

- i) Propiciar la acumulación de capitales
- ii) Contribuir a una adecuada asignación de la inversión
- iii) Facilitar las transacciones de bienes y servicios a nivel nacional como internacional

Es así que el sistema financiero mexicano se debe ver como un medio para alentar el ahorro y lograr su canalización óptima, es el catalizador de la inversión productiva, al transferir los recursos que a algunos inversionistas les sobran, hacia las empresas o individuos que los necesitan (financiamiento), siendo el enlace, mediante organismos o instituciones, entre las unidades económicas deficitarias y superavitarias de recursos.

1.1.3 INTEGRACIÓN

El sistema financiero mexicano esta integrado por:

- 1°. LOS MERCADOS FINANCIEROS.- Su función es determinar el precio de los activos, propiciar las transacciones y ofrecer liquidez al inversionista.
- 2°. LAS INSTITUCIONES.- Juegan el papel básico de captar activos financieros y hacerlos atractivos y accesibles para el público, transformando los plazos, reduciendo los riesgos y proveyendo mecanismos adecuados de pago.
- 3°. LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS.- Son a través de los cuales se transfieren los fondos de quienes tienen excedentes a quienes los requieren.

Es de señalar que todo sistema se encuentra interconectado, ello es posible gracias a los intermediarios financieros, esta figura pone en contacto a los oferentes con los demandantes, bajo una comisión establecida con sus clientes y plasmada en un contrato de intermediación.

1.1.4 EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Es necesario entender al Sistema Financiero Mexicano con objeto de establecer las condiciones en que operan los Certificados Bursátiles.

En los 80's y derivado de los acontecimientos económicos (alta inflación y devaluación del peso) obligó a una tendencia hacia la liberalización financiera como una forma de inserción en el proceso globalizador, hoy en día, se continúa con la reforma financiera en nuestro país, la que se propone modernizar al sistema financiero de acuerdo a las exigencias que impone el nuevo modelo de la economía mundial de crecimiento; así como, las nuevas condiciones que exigen las constantes transformaciones que registra la economía y el sistema financiero internacional. Dicha reforma se puede identificar en cuatro etapas significativas²:

“La **primera etapa** abarca los años 1988-1989, definida entre otros, por la liberación de las operaciones activas y pasivas; así como, de las tasas de interés y una mayor autonomía en la administración bancaria.

La **segunda etapa** se identifica por las reformas constitucionales de 1990 que autorizan la reprivatización de los bancos comerciales y la actualización de las normas a las operaciones bancarias. El marco legal en esta etapa facilita la inversión extranjera en los bancos, al permitir en ellos la participación minoritaria de la inversión extranjera (accionaria y administrativa).

La **tercera etapa** (mayo de 1993) está representada por las iniciativas legales que reforman nuevamente al marco jurídico del sistema financiero en su conjunto, aún sin terminar con la creación y consolidación de los grupos financieros. Se sigue la línea de extranjerización, el desmantelamiento y la modernización de los intermediarios financieros. Destacan las medidas que tratan de impulsar la competencia entre los intermediarios financieros y la profundización de la banca universal: uniones de crédito y almacenes generales de depósito los que podrán hacer operaciones tradicionalmente exclusivas de los bancos.

² Es de señalar que las reformas aquí planteadas no son las únicas, pero se optaron por ellas por considerarse las representativas para el trabajo que se está desarrollando.

En esta etapa, es significativa la amplia internacionalización del mercado de valores (inscripción de valores en el extranjero, manejo de nuevos instrumentos como los futuros, títulos opcionales y swaps, entre otros) ya que permite mayores opciones a la inversión externa en un mercado que actualmente es reducido. La medida que permite la emisión de Cetes a plazos de más de un año (la primera colocación con vencimiento de dos años fue lanzada en septiembre de 1993), destaca por la intención del gobierno federal de disminuir los riesgos derivados de las colocaciones de corto plazo y retener el capital externo”³.

La **cuarta etapa**, se da con las recientes reformas a las principales leyes federales como la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito (2000), la Ley de Concursos Mercantiles (2001) y la Ley del Mercado de Valores (2001 y 2003), introduciendo el nuevo instrumento denominado “Certificado Bursátil”; así como, la creación de un marco legal más conducente a las operaciones de bursatilizaciones en general, incorporando regulaciones con respecto a los fideicomisos mexicanos, el principal vehículo de propósito específico.

Es así como el 9 de agosto de 2001 con la primera emisión de Certificados Bursátiles, se muestra como el “parteaguas” en la historia financiera de los instrumentos de deuda, dado que los agentes económicos tienen la opción de un nuevo instrumento de financiamiento que se adapta a sus necesidades, tomando en cuenta los bajos costos, maximizando sus rendimientos o reestructurando sus deudas, dando así liquidez al mercado de deuda mexicano.

Se reitera que hoy en día, la reforma financiera continúa, con el propósito de fortalecer el sistema financiero de mejores instituciones, prácticas de mercado eficientes, inversionistas activos y nuevos instrumentos que alienten la inversión y transferencia de recursos, entre los diversos participantes del sistema.

Lo anterior, es importante en el sentido que la introducción de nuevos instrumentos financieros les permitirá a los inversionistas hacer frente a sus necesidades de liquidez y aseguramiento de producción para la continuidad económica del país y el mejoramiento en los flujos de capital.

³ Miranda, Jacobo, *Sistema Financiero Mexicano*, artículo obtenido en: <http://www.gestiopolis.com/canales/economía/articulos/42/comercadhel.html>

Asimismo, la reforma financiera debe propiciar el fortalecimiento de la capacidad competitiva de los intermediarios financieros, y con ello, adoptar medidas que incrementen la competitividad a nivel interno e internacional, con un continuo diseño que permita atender los más diversos requerimientos tanto de los emisores como los inversionistas, surgiendo de esta manera operaciones globales, las cuales tienden a trascender los mercados locales.

1.1.5 COMPOSICIÓN DEL FINANCIAMIENTO EN MÉXICO: UNA INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE VALORES

Una vez identificado el objetivo y la situación en la que se encuentra el Sistema Financiero Mexicano, se torna interesante resaltar la composición del financiamiento en México, éste ha cambiado significativamente en virtud del:

- Aumento en las fuentes de financiamiento no tradicionales, llámese a éstas, los créditos no bancarios -otorgado por instituciones de seguros, sociedades financieras de objeto limitado, arrendadoras, uniones de crédito, empresas de factoraje y sobre todo el otorgado por las emisiones en el mercado de valores-.
- Acceso de las grandes empresas a los mercados de capitales y de deuda versus el financiamiento bancario.

Según cifras publicadas por Banco de México, en el siguiente cuadro se muestra el crédito bancario y las principales fuentes alternativas de endeudamiento del sector privado del país y como se puede apreciar el crédito bancario se ve retraído respecto a otras fuentes alternativas de crédito, las que han tenido gran aceptación en el mercado, principalmente, por empresas y personas físicas con actividad empresarial.

Del total de financiamiento del país, el crédito bancario a finales del 2004 representó el 36%, mientras que otras fuentes alternas de financiamiento en ese mismo periodo representó el 64%. Ahora bien, dentro de estas fuentes alternas, se distingue que el 68% es endeudamiento de las empresas emisoras de valores.

Lo anterior denota que el financiamiento en nuestro país se está inclinando hacia una mayor participación en el mercado de valores. Otro factor relevante es que el ahorro y el financiamiento a través de

inversionistas institucionales se han convertido en el renglón más dinámico dentro del mercado de valores.

AGREGADOS MONETARIOS Y FINANCIEROS

Periodo: II /2004 - IV / 2004

(Millones de Pesos - Saldos Nominales)

	II/2004	III/2004	IV/2004
I. Crédito al consumo	195,096.2	214,395.9	244,046.1
1. Bancario	144,219.9	159,765.0	182,453.8
2. No bancario	50,876.3	54,630.9	61,592.3
II. Crédito a la vivienda	247,744.1	256,162.5	263,180.9
1. Bancario	147,828.6	150,469.3	152,648.5
2. No bancario	99,915.5	105,693.3	110,532.5
III. Endeudamiento de empresas y personas físicas con actividad empresarial	1,730,536.2	1,783,977.6	1,940,743.0
1. Crédito bancario del país	501,407.9	503,910.0	540,461.0
2. Endeudamiento no bancario	1,229,128.3	1,280,067.7	1,400,282.0
IV. Endeudamiento (I+II+III)	2,173,376.4	2,254,536.0	2,447,970.0
Bancario del país (I+II+III)	645,647.7	663,134.3	775,553.3
No bancario (I+II+III)	1,527,728.7	1,591,401.7	1,672,416.7
Memo: Total de endeudamiento en el exterior	566,142.7	564,725.7	558,834.5
Memo: Total de endeudamiento en el exterior	566,142.7	564,725.7	558,834.5

Fuente: <http://www.banxico.org.mx/sie/cuadros/CF88.asp?lista=cerrar&select=todo>

Nota Metodológica:

El crédito bancario proviene de la estadística de crédito por actividades de la banca comercial y de desarrollo, que publica el Banco de México. El crédito incluye cartera vigente, vencida, redescontada, reestructurada en UDIS, y la asociada a programas del FOBAPROA, intereses devengados vigentes y vencidos. El endeudamiento no bancario tiene como fuentes de información la estadística de recursos y obligaciones de otros intermediarios no bancarios, que contiene a las sociedades de ahorro y préstamo (SAPS), sociedades financieras de objeto limitado (SOFOPLES), uniones de crédito, arrendadoras financieras y empresas de factoraje. Asimismo, se incluye el pasivo no bancario de la información de los balances contables consolidados de las empresas que reportan a la Bolsa Mexicana de Valores, así como la emisión de deuda de aquellas empresas que no cotizan en bolsa. En el caso de tiendas departamentales, (Copel, Elektra, El Palacio de Hierro, El Puerto de Liverpool, Sanborns, Sears y Soriana) y otras no bancarias, se incluye el financiamiento otorgado a través de sus propias tarjetas de crédito.

Se considera también la encuesta sobre pasivos contratados en el exterior denominada Outstanding Consolidated Claims on Mexico. Esta información no contiene PIDIREGAS.

A partir de las cifras de marzo de 2001 se reemplazó el saldo del pagaré asociado al esquema de participación de flujos con FOBAPROA con la cartera afecte al esquema de participación de flujos con FOBAPROA. Asimismo los saldos de los CETES ESPECIALES UDIS se reemplazaron con la cartera reestructurada en UDIS. Estos dos cambios permitan una medición más adecuada del nivel de financiamiento otorgado por la banca.

Las modificaciones metodológicas que ha sufrido este cuadro se han aplicado retroactivamente desde diciembre de 1994.

1.2 EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO

1.2.1 CONCEPTO, IMPORTANCIA Y FUNCIONES

a) Concepto

La palabra “mercado” hace referencia a un acto o lugar donde participan o concurren compradores y vendedores de un determinado bien o servicio para realizar transacciones comerciales y donde, a través de la oferta y la demanda, se fija un precio.

Por otro lado, en el concepto de mercado, hoy en día, gracias a la tecnología, se debe contemplar el mercado electrónico, en el cual también existen compradores y vendedores de un bien a un determinado precio. Al margen, es de señalar que en México existen operaciones de títulos negociados en el mercado de mostrador también denominado mercado *Over The Counter* (OTC); es decir, fuera de bolsa, pero que necesariamente, dichas operaciones, se deben registrar en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

Ahora bien, la palabra “valores”, de conformidad con el artículo 3° de la Ley del Mercado de Valores, se define como “... *las acciones, obligaciones, bonos, certificados y demás títulos de crédito y documentos que se emitan en serie o en masa en los términos de la leyes que los rijan, destinados a circular en el mercado de valores...*”

Por lo anterior, se puede definir al mercado de valores⁴ como el sitio físico o electrónico donde oferentes y demandantes de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, realizan transacciones de compra y venta, con el propósito de obtener los recursos necesarios para: inversiones productivas, reestructuración de pasivos, capital de trabajo, o simplemente, especular obteniendo las mayores ganancias posibles, llevando a este mercado a ser una forma de financiamiento para las empresas públicas o privadas, nacionales o extranjeras.

⁴ Es de señalar que existe el mercado primario (mediante el cual entran recursos frescos a la empresa) y el mercado secundario (mediante el cual los valores sólo cambian de tenedor).

b) Importancia

Ante un contexto de la economía globalizada, el mercado de valores se torna importante e indispensable en cualquier sistema financiero, como fuente de financiamiento para los emisores de valores y como alternativa de inversión para obtener rendimiento en función al riesgo para el público inversionista.

Otro factor importante del mercado de valores es que permite a los agentes económicos (Empresas, Gobierno y Familia) conseguir los recursos para incrementar su capacidad productiva y de infraestructura, y por lo tanto, fomentar el crecimiento económico de cualquier país.

La importancia del mercado de valores, también se puede resaltar porque como todo mercado se encuentra regulado, en México es mediante la Ley del Mercado de Valores, la cual tiene por objeto proteger los intereses del público inversionista; desarrollar el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; minimizar el riesgo sistemático; fomentar una sana competencia y regular la inscripción, operatividad, oferta e intermediación de los valores; así como, la regulación de sus participantes.

Asimismo, el mercado de valores hoy en día ha dejado de ser un privilegio exclusivo de grandes capitales, ello con la ayuda de los fondos de inversión, que ha permitido a muchas familiar tener acceso a instrumentos o valores bursátiles.

Por el lado de los intermediarios colocadores⁵ se ha fomentado que se tenga el personal adecuado (mediante certificaciones) para lograr una mayor transparencia en la operación y protección a las minorías. Así, la transacción eficiente y ordenada fomenta el financiamiento bursátil permitiendo a las empresas ejecutar sus proyectos de inversión, lo que a su vez redundará en mejoras y expansión; así como, en la capacidad de aprovechar una serie de beneficios que incrementan el potencial de negocios de las mismas; de ahí la importancia de todo mercado de valores y, en especial, del mexicano: Dar las facilidades y garantías de financiamiento a través de la emisión de valores de deuda y/o de capitales.

⁵ El intermediario colocador es la figura que pone en contacto a oferentes y demandantes de valores, cuya operación se estructura mediante un contrato de intermediación bursátil.

Por último, la importancia del mercado bursátil, también radica en mostrar la transparencia de las empresas o gobiernos que acuden a él, ya que un emisor es verdaderamente transparente y público cuando se ajusta a los estándares que dicta el mercado, tales como dar a conocer al público inversionista su información financiera, eventos corporativos y manejar un buen gobierno corporativo, mediante el código de mejores prácticas corporativas, para con ello, dar protección a las minorías.

c) **Funciones**

El mercado de valores efectúa una función muy importante dentro del sistema financiero para movilizar el ahorro y la inversión.

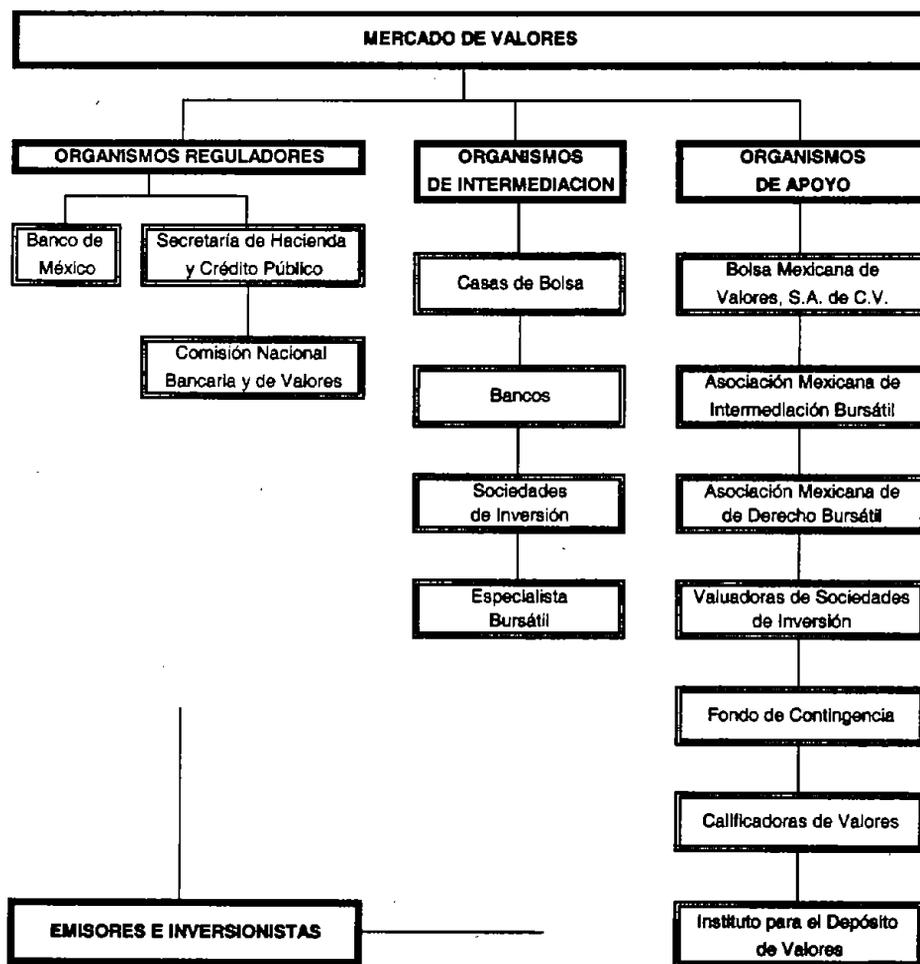
Dentro de cualquier mercado hay financiamiento y, como se ha indicado, las formas tradicionales de financiamiento basadas en el crédito bancario han perdido terreno ante los financiamientos no bancarios, y dentro de éste, el financiamiento bursátil tiene un gran peso, razón por la cual se hace necesario identificar las funciones del mercado de valores, ellas son:

- Financiamiento de la inversión productiva empresarial y gubernamental
- Captación y promoción del ahorro interno
- Regulación en las operaciones de títulos
- Divulgación de información financiera al público inversionista
- Optimizar costos financieros y obtener liquidez inmediata
- Consolidar y liquidar pasivos
- Crecer a nivel nacional e internacional
- Planear proyectos de inversión y financiamiento de corto, mediano y largo plazo

Como se ha establecido, el propósito del mercado de valores es la asignación eficiente del ahorro de una economía en las actividades productivas, ya que si este mercado capta el ahorro escaso y fragmentado de los agentes económicos, hay que considerar que puede llegar a tener dos vertientes: por una parte asignarlo a las actividades productivas, dando liquidez a las empresas, que es lo más idóneo, y por otra parte utilizar este mercado como mecanismo de especulación.

1.2.2 ESTRUCTURA INSTITUCIONAL DEL MERCADO DE VALORES

La estructura institucional del Mercado de Valores se describe en el siguiente diagrama:



Fuente: Caro Efraín, Vega Francisco, *El mercado de Valores en México*, Editorial Ariel, México, D.F., 1995, p.35

1.2.3 PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES

Como se ilustró en la sección anterior, el mercado de valores se compone de:

- Organismos Reguladores
- Organismos de Intermediación
- Organismos de Apoyo
- Emisores
- Inversionistas

Es de señalar que además de ellos, en el mercado de valores, indirectamente actúan:

- Abogados Externos
- Auditores Externos
- Garantes, avales y otros que otorguen una garantía o apoyo crediticio sobre el pago a los tenedores de los títulos.

Indirectamente, porque prestan sus servicios a los emisores en cuanto a la revisión jurídica de la operación, la dictaminación de sus estados financieros y el otorgamiento de garantías o apoyos crediticios que fortalezcan la emisión de sus valores.

Los Organismos Reguladores: Como su nombre lo indica, se encargan de regular el desempeño del mercado de valores, primordialmente para preservar la integridad del mismo.

Los Organismos de Intermediación: Se encargan de asesorar al emisor e inversionista siendo el intermediario entre ellos, por un lado para colocar los títulos del emisor y por otro lado, ofrecer títulos a sus clientes y al público inversionista. Su función se ve plasmada en el contrato de intermediación, el cual es firmado por el emisor y el intermediario colocador.

Los Organismos de Apoyo: Proporcionan la infraestructura para que se lleven a cabo las operaciones bursátiles y regulan a los emisores en cuanto a la divulgación de información corporativa, entre otras, (Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.); custodian los valores (Indeval); fomentan el

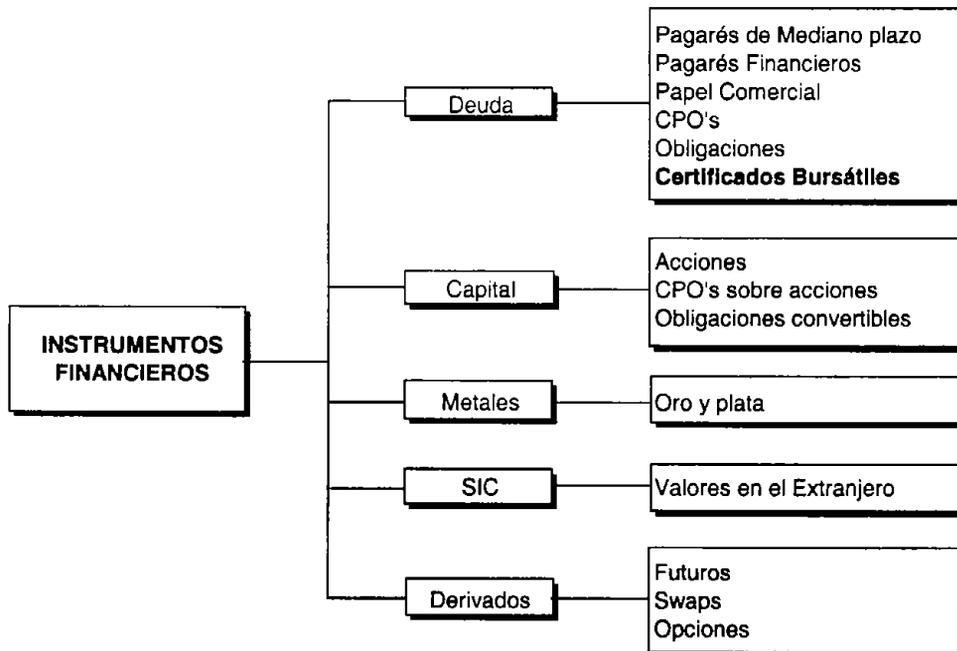
desarrollo y perfeccionamiento de nuevos mecanismos de operación (Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles).

Los Emisores e Inversionistas: Son los demandantes y oferentes de títulos en el mercado de valores dando así liquidez a este mercado.

Finalmente, es de señalar que para que estos participantes actúen entre si, deben existir títulos o valores susceptibles de ser negociados, por lo que es importante conocer cuáles son y sus principales características.

1.2.4 CLASIFICACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

A continuación se presenta un esquema en el que se identifican los diferentes instrumentos financieros y su clasificación:



Fuente: Elaboración propia.
 SIC: Sistema Internacional de Cotizaciones
 CPO's: Certificados de Participación Ordinarios

1.3 ANTECEDENTES DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

1.3.1 MERCADO DE TÍTULOS DE DEUDA

Es preciso partir de la siguiente interrogante: ¿Hay diferencia entre el Mercado de Dinero y Mercado de Deuda? Técnicamente es lo mismo, puesto que los instrumentos del mercado de dinero son instrumentos de deuda solo que de diferentes emisores, bancarios, gubernamentales o privados. Se usan indistintamente ambos términos, lo que sucede es que se usa el mercado de dinero para hacer referencia a inversiones de corto plazo y se aplica el término mercado de deuda en un sentido más amplio que involucra el mercado de bonos privados y soberanos que son de mayor plazo.

Bajo esta diferencia, y para efectos de este ensayo se considerará al mercado de deuda y al mercado de dinero como: Mercado de Títulos de Deuda.- como aquél mercado donde se negocian instrumentos financieros de corto, mediano y largo plazo emitidos por empresas, gobierno y entidades financieras.

La importancia del mercado de deuda mexicano radica en que es uno de los más líquidos del mundo, dada esta aseveración, se puede decir que este mercado es parte fundamental del sistema financiero de cualquier país y, en este caso, para México. Las cantidades negociables son exorbitantes y el lugar de este mercado ocurre en los llamados pisos financieros de los centros financieros de los bancos, en los centros de negociación de los corporativos financieros no bancarios, en los pisos de operaciones de las casas de bolsa, en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. y en el Banco de México, ya que como se indicó, pueden ser negociados fuera de bolsa, pero registrados en ella.

Los principales participantes del mercado son los **oferentes** o emisores del papel como el Gobierno Federal, las instituciones financieras, bancarias y las empresas que para tal efecto estén inscritas en el Registro Nacional de Valores con previa autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y por otro lado, están los **demandantes** que son personas físicas y morales en general y los inversionistas institucionales, principalmente, las sociedades de inversión y las Siefores (Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro).

Para la economía en general, con un mercado de títulos de deuda se logra asignar el capital de una manera más eficiente, ya que ofrece fondos para necesidades de inversión de corto y largo plazo y productos con un mayor margen de flexibilidad para inversionistas con distintas necesidades. Genera, de manera paralela, condiciones más saludables para el desarrollo del sector bancario, ya que disminuye la presión existente sobre éste para diversificar los riesgos de crédito.

En el ambiente macroeconómico, la facilidad de emitir deuda en el mercado de valores abre las opciones de endeudamiento de acuerdo al perfil de necesidad de los distintos emisores.

Por sus características, el mercado de títulos de deuda resulta más atractivo para obtener préstamos oportunos de corto y largo plazo y en gran escala, mientras que los préstamos bancarios son más operativos para obtener financiamiento continuo y de menores cantidades.

Como se puede observar, el desarrollo del mercado de valores como una opción de financiamiento en México debe incluir el desarrollo de un mercado de títulos de deuda corporativa y gubernamental⁶.

1. Instrumentos Gubernamentales
2. Instrumentos Corporativos

1.3.1.1 INSTRUMENTOS GUBERNAMENTALES

INSTRUMENTO	¿QUÉ SON?	VALOR NOMINAL	PLAZO	RENDIMIENTO
CETES	Instrumento de crédito al portador en los que se consigna la obligación de pagar un monto en una fecha determinada	\$10.00 Amortizables al vencimiento	28, 91, 182 y 364 días	A descuento
BREMS	Bonos de Regulación Monetaria (Emitidos por subasta)	\$100.00 Amortizables al vencimiento	27, 28 ó 29 días	Tasa única o múltiple

⁶ Es de señalar que dentro de los títulos corporativos se encuentran los títulos bancarios (servicios financieros). Por otro lado, es de señalar que existen otros títulos como los Certificados Plata, Bonos Bancarios y Certificados de Depósito.

UDIBONOS	Indizado al Índice Nacional de Precios al Consumidor	100.00 udis	3 y 5 años con pagos semestrales	A descuento con una sobretasa
BONDES	Bonos de Desarrollo	\$100.00	Vencimiento mínimo de 1 a 2 años	A descuento cada 28 ó 91 días
PAGARÉS DE INDEMNIZACIÓN CARRETERO	El fiduciario es Banobras con garantía del Gobierno Federal	100.00 udis	5 a 30 años	Depende del precio de adquisición, interés fijo cada 182 días
BONOS IPAB	Emisiones del Instituto Bancario de Protección al Ahorro para hacer frente a sus obligaciones y reducir su costo financiero. Garantía del Gobierno Federal	\$100.00 Amortizables al vencimiento	3 años	A descuento cada 28 ó 91 días

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

1.3.1.2 INSTRUMENTOS CORPORATIVOS

a) Corto Plazo

INSTRUMENTO	¿QUÉ SON?	VALOR NOMINAL	PLAZO	RENDIMIENTO
ACEPTACIONES BANCARIAS	Letra de cambio (aceptación) que emite un banco en respaldo al préstamos que hace una empresa	\$100.00	De 7 a 182 días	En base a una tasa de referencia más una sobretasa, ya que no cuenta con garantía
PAGARÉ CON RENDIMIENTO LIQUIDABLE AL VENCIMIENTO	Emitidos por instituciones de crédito, ayudan a cubrir la captación bancaria y alcanzar el ahorro interno de los particulares	\$1.00	De 7 a 360 días NOTA: También existen PRLV's con vencimiento mayor a 1 año	Determinado por el emisor al vencimiento del título y cuenta con la garantía del patrimonio de la institución
PAPEL COMERCIAL	Pagaré negociable emitido por empresas	100.00	De 1 a 360 días	A descuento respecto de su valor nominal, puede tener una sobretasa ya que no cuenta con garantía

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

b) Mediano Plazo

INSTRUMENTO	¿QUÉ SON?	VALOR NOMINAL	PLAZO	RENDIMIENTO
PAGARÉ DE MEDIANO PLAZO	Título emitido por empresas con facultad de contraer pasivos y suscribir títulos	\$100.00 ó 100.00 udis ó múltiplos	De 1 a 7 años	A tasa revisable con pagos mensual, trimestral, semestral o anual. Puede contar con alguna garantía

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

c) Largo Plazo

INSTRUMENTO	¿QUÉ SON?	VALOR NOMINAL	PLAZO	RENDIMIENTO
OBLIGACIONES	Instrumentos emitidos por empresas	\$100.00 ó 100.00 udis ó múltiplos	De 3 años en adelante con amortizaciones al vencimiento o parciales	Utilizan una tasa de referencia más una sobretasa. Puede contar con alguna garantía
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN INMOBILIARIA	Títulos colocados por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso cuyo patrimonio son bienes inmuebles	\$100.00	De 3 años en adelante con amortizaciones al vencimiento o parciales	Utilizan una tasa de referencia más una sobretasa.
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN ORDINARIOS	Títulos colocados por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso cuyo patrimonio son bienes muebles	\$100.00 ó 100.00 udis	De 3 años en adelante con amortizaciones al vencimiento o parciales	Utilizan una tasa de referencia más una sobretasa.

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

En cuanto a los riesgos que conlleva la operación y emisión de los citados instrumentos y que el público inversionista debe considerar para la compra de los títulos, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, se ha esforzado por proporcionar la mayor información posible (vía el prospecto de colocación) al público inversionista para la mejor toma de decisión.

Tales riesgos pueden ser, entre otros, los derivados de las operaciones propias de la actividad del emisor, posibles obstáculos para ejercer la garantía o cualquier apoyo crediticio, riesgo de Reinversión, riesgos de mercado, riesgos por la competencia, prelación de pago en caso de concurso mercantil o quiebra del emisor, mercado secundario limitado y situaciones económicas adversas en México.

1.3.2 RIGIDEZ DE LOS INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE DEUDA

Como se ha indicado el mercado de deuda considera una diversidad de instrumentos con características diferentes, que los emisores e inversionistas toman para sus diferentes necesidades de financiamiento, si el emisor quiere emitir a mediano plazo la opción es el Pagaré, para largo plazo la opción es emitir Obligaciones y para el corto plazo el emisor tiene la opción de emitir Papel Comercial. Sin embargo, dicho mercado en México llegó a enfrentar tres importantes presiones:

1. La presencia creciente de inversionistas institucionales en nuestro mercado incrementaba la demanda de un mayor número de instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.
2. El mercado se encontraba limitado en ofrecer nuevos instrumentos para el emisor y las características que éstos podían ofrecer al inversionista.
3. La economía mexicana y el mercado de valores se encontraban agotados, reservados, derivados de un estancamiento de las variables económicas, tales como, inflación de dos dígitos, altas tasas de interés, escasez de crédito bancario, poca participación de sociedades financieras de objeto limitado, entre otros.

Ante ello, los Organismos Reguladores se vieron en la necesidad de crear un nuevo instrumento bursátil que satisficiera al emisor y al inversionista, dando lugar al Certificado Bursátil, el cual es un instrumento que puede emitirse a corto, mediano o largo plazo, además de otras bondades que más adelante se irán indicando.

Es de señalar, que hoy en día, el emisor, según el caso, puede seguir emitiendo los instrumentos gubernamentales y corporativos ya señalados, pero con las presiones antes descritas, y como se indicó en el párrafo anterior, llevó a la creación de los Certificados Bursátiles.

Por tales razones, se consideran a los instrumentos del mercado de títulos de deuda como el antecedente de los Certificados Bursátiles.

1.3.3 ¿CÓMO NACE EL CERTIFICADO BURSÁTIL?

1.3.3.1 SITUACIÓN QUE PROPICIÓ SU CREACIÓN

El actual entorno macroeconómico nacional e internacional de estabilidad, da la posibilidad de planear a mediano y largo plazo. Adicionalmente, se presta a desarrollar nuevos instrumentos, que permiten opciones diferentes a las tradicionales para obtener financiamiento y el mercado de valores al ser una estructura fundamental dentro del sistema financiero mexicano, ha permitido la canalización de recursos económicos para el fomento de actividades productivas en el país.

Una de las mayores críticas con respecto a las opciones de inversión y financiamiento en México, es la reducida oferta de alternativas distintas a los instrumentos bancarios tradicionales o valores gubernamentales.

En el mercado existía demanda de inversionistas institucionales por instrumentos de mediano y largo plazo para conformar sus carteras de inversión, además de que había interés de empresas en emitir deuda de mediano y largo plazo. Por otro lado, en el mercado se disponía de instrumentos para satisfacer intereses de los emisores e instrumentos que se adaptaban a las necesidades del inversionista. Sin embargo, no existía un instrumento que cubriera satisfactoriamente los intereses de ambas partes.

Las empresas prefieren los pagarés, mientras que los inversionistas privilegian las Obligaciones, de conformidad con lo indicado en los siguientes cuadros:

PAGARÉS

VENTAJAS PARA LOS EMISORES	DESVENTAJAS PARA LOS INVERSIONISTAS
<p>No se requiere la celebración de una asamblea de accionistas.</p> <p>No requieren de un acta de emisión que deba inscribirse en algún registro público.</p> <p>Pueden emitirse al amparo de programas, mientras el monto en circulación no exceda el monto autorizado del programa.</p>	<p>Sólo pueden amortizarse en una exhibición al vencimiento.</p> <p>No se pueden establecer obligaciones de hacer y no hacer (<i>Covenants</i>), ni causas de vencimiento anticipado que permitan a los inversionistas exigir el principal cuando no se cumplan ciertas condiciones o se presenten determinadas circunstancias.</p>

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

OBLIGACIONES

VENTAJAS PARA LOS INVERSIONISTAS	DESVENTAJAS PARA LOS EMISORES
<p>Se permite la amortización anticipada y la inclusión de obligaciones de hacer y no hacer que, en caso de incumplimiento, facultan a los tenedores a hacer exigible el pago de la totalidad de la emisión.</p>	<p>El proceso de emisión es complejo.</p> <p>La asamblea de accionistas debe autorizar la emisión.</p> <p>El acta de emisión debe ser protocolizada ante fedatario público e inscrita en el Registro Público de Comercio.</p> <p>El macrotítulo depositado en Indeval debe incluir todas las características de la emisión, así el colocador debe determinar el monto definitivo, entre otros, 4 días antes de la oferta.</p>

	<p>No se puede emitir obligaciones por cantidades mayores al activo neto de la empresa, lo que puede ser un problema.</p> <p>Cada acta de emisión, incluso tratándose de programas, es autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores e inscrita en el Registro Público de Comercio.</p>
--	---

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diversas Circulares)

Ante las desventajas de los instrumentos existentes en el mercado se diseñó un instrumento que atendiera las necesidades del mercado, que fuera un título flexible financieramente y otorgara mayor seguridad jurídica a los tenedores de los títulos.

Es por ello que nacen los Certificados Bursátiles, el cual retoma las cualidades de ambos instrumentos: Las facilidades de emisión de los Pagarés y otorga mayor seguridad jurídica como las Obligaciones y, hasta la genialidad de los Certificados de Participación en cuanto a la implementación de mecanismos de bursatilización⁷.

Ante esta necesidad, en el 2001 se incorporó en las reformas a la Ley del Mercado de Valores la figura del Certificado Bursátil "... a efecto de dotar al mercado y a los emisores de valores de un nuevo instrumento que les permita el acceso a fuentes de financiamiento a través del mercado de valores, el proyecto que se presenta contempla la existencia de un nuevo título de crédito denominado certificado bursátil, el cual es de fácil emisión pero dentro de un marco que dota a los inversionistas de seguridad para su cobro.

A diferencia del pagaré de mediano plazo, el cual es un instrumento cuya emisión no implica actos corporativos y administrativos excesivos pero excluye, por su propia naturaleza, la posibilidad de consagrar dentro de su contenido obligaciones de dar, hacer o no hacer, el certificado bursátil es un instrumento también de fácil emisión, pero que puede consagrar, entre otros, cláusulas adicionales de

⁷ Esta última afirmación se explicará en el capítulo siguiente, el cual habla en específico de los diferentes esquemas de Bursatilización vía Certificados Bursátiles.

obligaciones de dar, hacer o no hacer y vencimientos anticipados, lo que lo convierte en un instrumento atractivo para el mercado;

*Por otra parte a diferencia de las obligaciones, que son títulos de crédito que pueden consagrar cláusulas y condiciones particulares dentro de su contenido, pero que su emisión implica la verificación de diversos actos corporativos, tales como la celebración de una asamblea extraordinaria de accionistas que acuerde su emisión y los términos del acta de emisión, así como la protocolización de la referida acta de asamblea y acta de emisión ante fedatario público para su subsecuente inscripción ante el Registro Público de Comercio, con los costos que ello representa, el certificado bursátil es un instrumento que permitirá, como ya fue mencionado, el establecimiento de obligaciones de dar, hacer o no hacer pero cuya emisión no deberá ser acordada por una asamblea de accionistas, sino por los órganos de administración o de autoridad competentes, en donde el acta de emisión no requerirá formalización ante fedatario público ni inscripción ante el Registro Público de Comercio; y, puede ser emitido, adicionalmente a las sociedades anónimas, por entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades federativas, municipios e instituciones fiduciarias, actuando con ese carácter y con cargo a los fideicomisos que administren.*⁸

1.3.3.2 PRIMERA EMISIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES EN MÉXICO

Una vez sentadas las bases de operación, la primera colocación de Certificados Bursátiles⁹ se realizó el 9 de agosto de 2001, cuyo emisor fue **América Móvil, S.A. de C.V.**, obteniendo una calificación de “AAA”, con las siguientes características de emisión:

- ~ El monto autorizado del programa fue de hasta \$ 5,000'000,000.00 (cinco mil millones de pesos 00/100 M.N.). Cada emisión al amparo del programa podrá realizarse en moneda nacional o en unidades de inversión, indistintamente.

⁸ Motivos de las reformas a la Ley del Mercado de Valores publicado en el Diario Oficial de la Federación el 1º de junio de 2001.

⁹ Prospecto de colocación publicado por el emisor el 9 de agosto de 2001 con el objeto de promocionar la oferta pública de los Certificados Bursátiles. Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

- ~ El monto total de las emisiones vigentes en ningún momento deberá ser superior al monto autorizado en pesos; si se efectúan emisiones en unidades de inversión, para determinar el monto en pesos se tomará el valor de la unidad de inversión en cada fecha de emisión.

- ~ La vigencia para realizar emisiones al amparo del programa fue de 2 años 6 meses y cada emisión de Certificados Bursátiles al amparo del programa tendrá un plazo mínimo de 1 año y máximo de 40 años.

- ~ Los Certificados Bursátiles que se emitan al amparo del programa quedaron autorizados para cotizar en bolsa, así como para ser objeto de inversión por parte de instituciones y sociedades mutualistas de seguros, instituciones de fianzas, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, uniones de crédito, empresas de factoraje financiero y sociedades de inversión.

CAPÍTULO 2

LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

2.1 DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS GENERALES

Los Certificados Bursátiles son títulos de crédito emitidos por el sector privado y entidades gubernamentales, pueden ser emitidos en pesos o en Unidades de Inversión, o estar indizados al tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana, dichas emisiones pueden ser en colocación única o mediante un programa de emisiones, pueden ser de corto, mediano o largo plazo y a tasa de interés fija o variable. Asimismo, tales instrumentos pueden contar con algún tipo de garantía o apoyo crediticio y ser amortizados al vencimiento de la emisión o con amortizaciones parciales.

Los Certificados Bursátiles han tenido un gran auge y aceptación gracias a la flexibilidad de su diseño, algunas características de este instrumento son:

CARACTERÍSTICA	PARTICULARIDADES
Emisor:	Sociedades anónimas, entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias. (siendo enunciativa, más no limitativa)
Monto:	Según las necesidades del emisor. Puede ser en pesos, Udis o dólares.
Valor Nominal:	\$100 pesos ó 100 Udis, dependiendo de la modalidad del monto.
Plazo:	Corto, mediano o largo plazo según las necesidades del emisor.
Rendimiento:	Tasa fija o variable.
Amortización:	Al vencimiento mediante un solo pago o a través de un programa de amortizaciones calendarizadas. Pueden existir cláusulas de vencimiento anticipado.
Colocación:	A través de oferta pública o privada.
Garantía:	Quirografaria, avalada, fiduciaria, o cualquier otro apoyo crediticio, etc. La determina libremente el emisor.

CARACTERÍSTICA	PARTICULARIDADES
Depósitos en administración:	Se mantendrán depositados en alguna de las instituciones para el depósito de valores reguladas por la Ley del Mercado de Valores, actualmente la que opera es la S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores.
Posibles adquirentes:	Personas físicas y personas morales de nacionalidad mexicana o extranjera, estos últimos quedan exceptuados de adquirir títulos emitidos por entidades gubernamentales o municipios.
Datos a incluir en el certificado:	El importe de la emisión, número de certificados y, cuando así se prevea, las series que la conforman. Así como, el valor nominal de cada uno de ellos. Adicionalmente la especificación del destino que haya de darse a los recursos que se obtengan con motivo de la emisión.
Generalidades:	La emisión de los certificados bursátiles podrá constar de diferentes series, los cuales conferirán a sus tenedores iguales derechos dentro de cada una de ellas. Los títulos podrán amparar uno o más certificados.

Fuente: Ley del Mercado de Valores artículo 14 Bis 6, Bis 7, Bis 8 y Bis 9.

2.2 LEGISLACIÓN APLICABLE

Los Certificados Bursátiles los coloca el emisor conforme a la Ley del Mercado de Valores en combinación con las disposiciones de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.¹⁰

Los artículos de la Ley del Mercado de Valores que le son aplicables son los siguientes:

Artículo 14 Bis 6

Las sociedades anónimas, entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias, podrán emitir certificados bursátiles en los términos y condiciones a que se refiere el artículo siguiente.

¹⁰ Por la letra de cambio, pagaré de mediano plazo y obligaciones (en cuanto a tenedores y representante común), suplen la necesidad de hacer colocaciones estructuradas de pagarés. www.condusef.gob.mx-mercado-III 2 3 1.htm

Artículo 14 Bis 7

Los certificados bursátiles son títulos de crédito que se emiten en serie o en masa, destinados a circular en el mercado de valores, los cuales deberán contener:

- I. La mención de ser certificados bursátiles y títulos al portador;
- II. El nombre o denominación del emisor, así como el objeto de la sociedad o de la entidad pública paraestatal de que se trate y, tratándose de fideicomisos, el fin para el que fueron constituidos.
Tratándose de entidades federativas y municipios, únicamente estarán obligadas a señalar su denominación;
- III. El importe de la emisión, número de certificados y, cuando así se prevea, las series que la conforman, así como el valor nominal de cada uno de ellos. Adicionalmente la especificación del destino que haya de darse a los recursos que se obtengan con motivo de la emisión;
- IV. El tipo de interés que, en su caso, devengarán;
- V. El plazo para el pago de capital y, en su caso, intereses;
- VI. Las condiciones y formas de amortización;
- VII. El lugar de pago;
- VIII. En su caso, las causas de vencimiento anticipado, entre las que podrán incorporarse las relativas al incumplimiento de obligaciones de hacer o no hacer a cargo del emisor;
- IX. La especificación, en su caso, de las garantías que se constituyan para la emisión;
- X. El lugar y fecha de emisión;
- XI. La firma autógrafa del representante o apoderado del emisor, quien deberá contar con facultades generales para suscribir títulos de crédito en los términos de las leyes aplicables, y
- XII. La firma autógrafa del representante común de los tenedores, haciendo constar su aceptación y declaración de haber comprobado la constitución y existencia de los bienes objeto de las garantías de la emisión, así como sus obligaciones y facultades.

La emisión de los certificados bursátiles podrá constar de diferentes series, los cuales conferirán a sus tenedores iguales derechos dentro de cada una de ellas.

Los certificados bursátiles podrán llevar cupones adheridos para el pago de intereses y en su caso, para las amortizaciones parciales, los cuales podrán negociarse por separado. Los títulos podrán amparar uno o

más certificados y se mantendrán depositados en alguna de las instituciones para el depósito de valores reguladas en la Ley del Mercado de Valores.

Las entidades financieras que actúen como fiduciarias en fideicomisos, cuya finalidad sea la emisión de certificados bursátiles, lo harán con base en un patrimonio afecto en fideicomiso irrevocable.

Artículo 14 Bis 8

En lo conducente, son aplicables a los certificados bursátiles y, en su caso, a sus cupones, los artículos 81, 130, 151 a 162, 164, 166 a 169, 174, segundo párrafo, 216, 217 fracciones VIII, X a XII, 218, salvo por la publicación de las convocatorias, mismas que podrán realizarse en cualquier periódico de amplia circulación nacional, 219 a 221 y 223 a 227 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

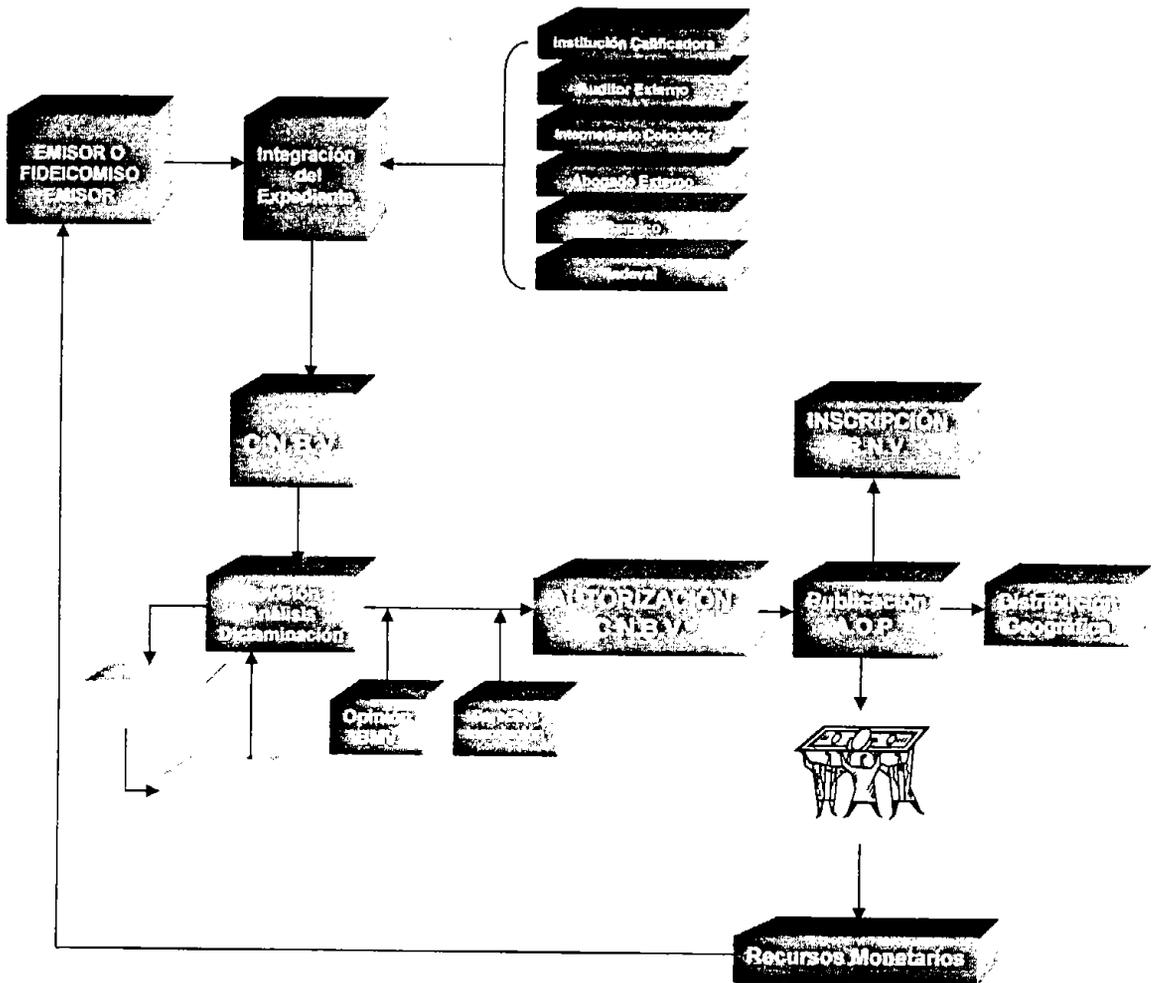
Artículo 14 Bis 9

Tratándose de los certificados de participación que se inscriban en la Sección de Valores o Especial del Registro Nacional de Valores, el dictamen a que se refiere el artículo 228-H de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, podrá ser formulado por instituciones de crédito o por las instituciones calificadoras de valores.

En cuanto a la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito: Le son aplicables a los Certificados Bursátiles y, en su caso, a sus cupones, los artículos 81, 130, 151 a 162, 164, 166 a 169, 174, segundo párrafo, 216, 217 fracciones VIII, X a XII, 218, salvo por la publicación de las convocatorias, mismas que podrán realizarse en cualquier periódico de amplia circulación nacional, 219 a 221 y 223 a 227.

2.3 PROCESO DE UNA AUTORIZACIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES

El proceso que aquí se describe es el que debe seguir cualquier emisor de estos títulos para obtener la autorización de inscripción en la Sección Valores por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y estar en condiciones de realizar la oferta de sus valores dirigida al público inversionista. Para un mejor entendimiento, se muestra el siguiente diagrama de flujo:



Fuente: Elaboración propia

C.N.B.V. Comisión Nacional Bancaria y de Valores

R.N.V. Registro Nacional de Valores

A.O.P. Aviso de Oferta Pública

2.4 ASPECTOS RELEVANTES DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

2.4.1 PARTICIPANTES

- Inversionistas (Gran público inversionista, inversionistas institucionales e inversionistas calificados)

- Emisores (En directo o a través de un fiduciario)
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- Bolsa Mexicana de Valores
- S.D. Indeval, S.A. de C. V., Institución para el Depósito de Valores
- Representante Común
- Intermediario Colocador
- Abogados Externos
- Auditores Externos
- Agencias Calificadoras
- Garantes, Aavales y otros que otorguen una garantía o apoyo crediticio
- Banco de México

2.4.2 MODALIDADES DE EMISIÓN

2.4.2.1 COLOCACIÓN ÚNICA O PROGRAMA

Los Certificados Bursátiles se pueden emitir mediante colocación única o programa.

Los emisores podrán solicitar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores la emisión de los Certificados Bursátiles mediante colocación única, es decir, que dicha emisión se lleve a cabo es una sola oferta pública, con un determinado monto y a un determinado plazo.

Las emisoras podrán solicitar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores la emisión de los Certificados Bursátiles bajo la modalidad de programa de colocación, con el objeto de contar con la posibilidad de realizar tantas emisiones como el monto autorizado le permita, en forma sucesiva durante el plazo autorizado, con o sin revolvencia.

2.4.2.2 EN DIRECTO O VÍA BURSATILIZACIÓN

Como efecto de la globalización de la economía y del desarrollo de nuevas tecnologías en informática y comunicaciones, los mercados de valores se han internacionalizado. Hoy en día, la Bolsa Mexicana de

Valores, S.A. de C.V. compete con sus similares en el resto del mundo, y está dentro de este sistema altamente interconectada e influenciada en los mercados globales. Con ayuda de esta infraestructura tecnológica la operatividad de títulos en dicha bolsa se muestra de una manera eficiente.

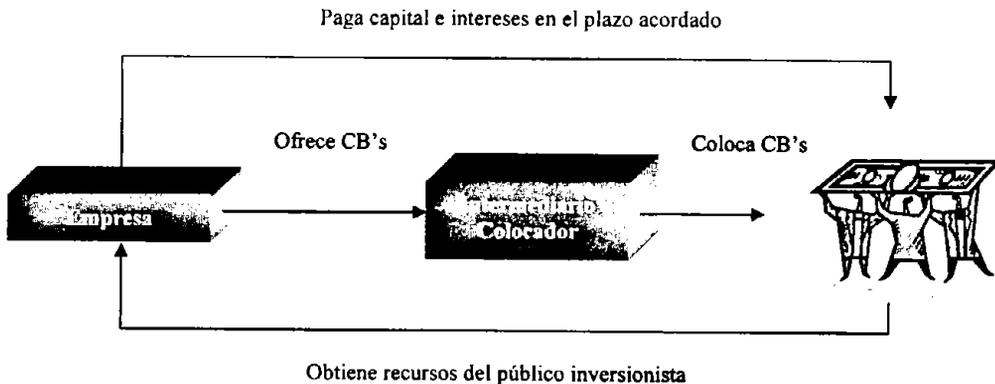
Así el mercado de títulos de deuda en México se muestra más dinámico con las emisiones de Certificados Bursátiles realizadas en Directo por las Empresas, Gobiernos e Instituciones Financieras en su carácter de fiduciarias, que los ofrecen al mercado para ser colocados por un intermediario colocador entre el público inversionista.

Asimismo, con la introducción del Certificado Bursátil se reactivó un mercado austero, el mercado de las Bursatilizaciones, ya que antes sólo los Certificados de Participación podían tener acceso a este tipo de operaciones. Actualmente, con las reformas a la Ley del Mercado de Valores (2003 en relación a los Fideicomisos y la transmisión de activos) ha permitido a los Certificados Bursátiles, adicionalmente, realizar emisiones vía bursatilización.

Por lo anterior, las emisiones de Certificados Bursátiles se pueden realizar en Directo o Vía Bursatilización.

EN DIRECTO:

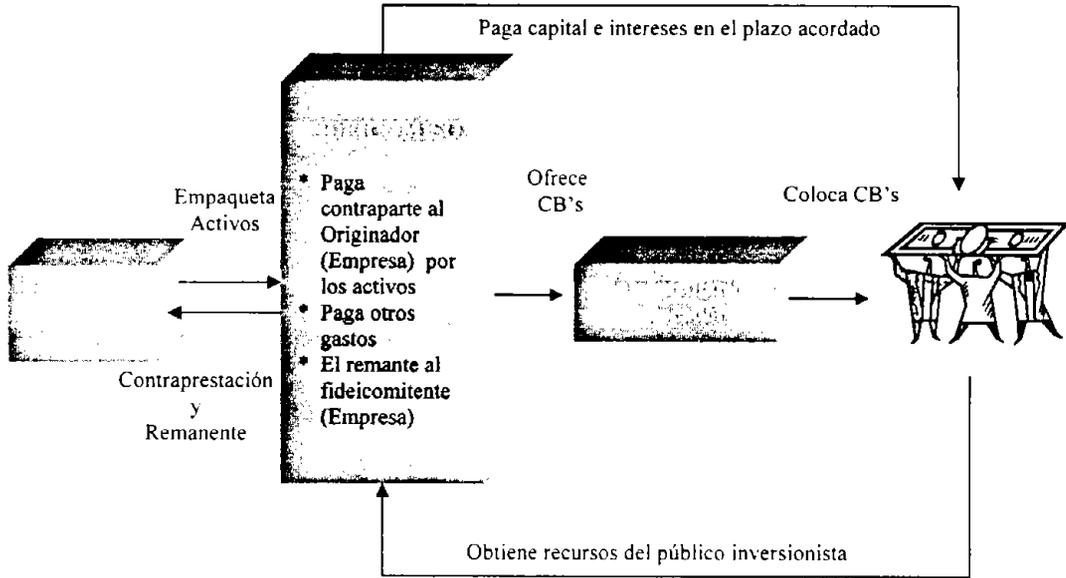
Las emisiones de Certificados Bursátiles pueden ser en Directo, es decir, si el emisor ofrece directamente, mediante una oferta pública sus títulos al público inversionista.



Fuente: Elaboración propia.

VÍA BURSATILIZACIÓN:

Las emisiones de Certificados Bursátiles vía bursatilización son las que hace el emisor a través de un vehículo, llamado fideicomiso, siendo el fiduciario el emisor de los títulos y el fideicomitente el dueño de los activos a bursatilizar, igualmente, los títulos se realizan mediante una oferta pública, siendo el público inversionista los fideicomisarios de la operación.



Fuente: Elaboración propia

Este es un punto muy importante, ya que la Bursatilización de activos “es una técnica que tiene por objeto la conversión de un conjunto de activos financieros con poco grado de liquidez, en un conjunto de valores bursátiles altamente líquidos”¹¹.

Como se verá más adelante, este tipo de operaciones están cobrando ventaja contra las emisiones en Directo, razón por la cual se destina el siguiente capítulo a desarrollar el tema de la Bursatilización y su aplicación en México.

¹¹ www.cnbv.gob.mx/recursos/GlosarioB.htm

2.4.3 REQUISITOS DE INSCRIPCIÓN

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores antes de las reformas a la Ley del Mercado de Valores (2001), mantenía un **régimen de cumplimiento de méritos** para obtener la autorización de inscripción y oferta pública de valores:

- Solvencia
- Liquidez
- Apalancamiento Financiero
- Pasivos en Moneda Extranjera
- Rendimiento a los accionistas de la empresa
- Cobertura de Gastos Financieros
- Efectivo generado por al operación

Con las reformas a la Ley del Mercado de Valores en 2001, se propuso promover un mayor grado de transparencia dentro del mercado de valores, para así incrementar la confianza del público inversionista. La protección de los inversionistas y la eficiencia del mercado dependen fundamentalmente de la adecuada y oportuna revelación de información por parte de las emisoras.

Bajo este enfoque de **revelación de información y responsabilidades**, tanto las autorizaciones de ofertas públicas, como la capacidad de los valores para cotizar en el mercado secundario, dependen principalmente, de la revelación de información relevante para la toma de decisiones por parte de los inversionistas.

Dicha revelación es dada a conocer a través de los **prospectos de colocación** que los emisores preparan con motivo de al oferta pública. Adicionalmente, dicho prospecto se difunde a través de Internet en la página de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. (www.bmv.com.mx)

El prospecto de colocación es preparado bajo el **principio de relevancia**, tomando en cuenta factores **cuantitativos y cualitativos**, tales como el comportamiento de cuentas financieras, desarrollo, descripción del emisor y las características de la operación de la oferta pública o en su caso de la bursatilización.

Otros aspectos importantes del documento es que contiene una sección de:

- Factores de riesgo: De la emisión como de la propia bursatilización, en su caso.
- Si existe dependencia de algún participante (fideicomitente, originador, aval, garante, administrador u otro), se incluye información cuantitativa y cualitativa.
- Ejecución de garantías internas o externas (en su caso)

De entre los “requisitos”¹² más importantes para la inscripción y oferta pública de Certificados Bursátiles se pueden citar los siguientes:

- Solicitud
- Prospecto de colocación
- Aviso de oferta
- Opinión favorable de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
- Opinión legal de abogado independiente.
- Título
- Estados financieros
- Acta constitutiva
- Dictamen sobre la calidad crediticia
- En su caso, contrato de fideicomiso, Notificación de cesión, autorización de Banco de México, entre otros, (si es vía Bursatilización)
- Diferentes contratos

Los requisitos puntuales de inscripción se establecen en las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores (las Disposiciones) publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003, en el Título Segundo “De la inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública”, Capítulo Primero “De la inscripción y oferta pública”, Capítulo Segundo “De la inscripción sin oferta pública”, Capítulo Tercero “De la inscripción preventiva” Sección I y III, dependiendo del tipo de emisor y tipo de colocación.

¹² Obtenidos de las “Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores” publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003.

Dentro de los requisitos por tipo de emisor se encuentran los siguientes:

TIPO DE EMISOR	FUNDAMENTO LEGAL DE LAS DISPOSICIONES
Todo tipo de emisor (excepto por los abajo señalados)	Artículo 2° Ver Anexos 1, 5 y 6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción.
Entidades Federativas y Municipios	Artículo 3° Ver Anexos 2, 5 y 6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción.
Sociedades de nacionalidad extranjera	Artículo 4° Ver Anexos 3, 5 y 6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción.
Organismos Financieros Multilaterales	Artículo 5° Ver Anexos 4, 5 y 6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción.

Fuente: Elaboración propia

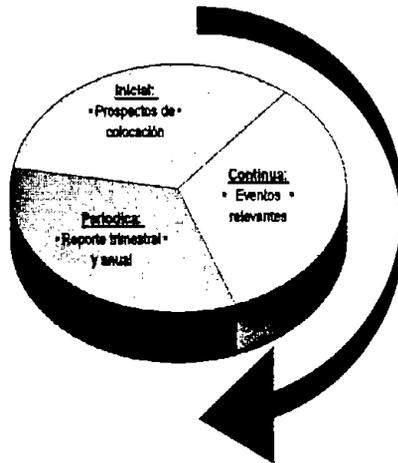
Dentro de los requisitos por tipo de inscripción se encuentran los siguientes:

TIPO DE COLOCACIÓN	FUNDAMENTO LEGAL DE LAS DISPOSICIONES
Colocación única Mediante un programa	Artículos 2°, 3°, 4° y 5° Según resulte aplicable por tipo de emisor. Ver Anexos 1-6 en los cuales se citan expresamente los requisitos de inscripción por tipo de emisor. Artículo 13 Ver Anexo 9 en los cuales se citan los requisitos de inscripción.

Es de señalar que las emisoras pueden obtener la inscripción de sus valores en la Sección Valores, sin que al efecto medie oferta pública, para ello el fundamento legal es el artículo 9 de las Disposiciones (Ver Anexo 9).

Las empresas una vez inscritas en el Registro Nacional de Valores y autorizadas para emitir valores y financiarse a través del mercado bursátil quedan obligadas a presentar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y a la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., para que esta última lo haga del conocimiento al público inversionista la siguiente información:

- Información financiera trimestral y anual dictaminada
- Reporte anual y grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas para México
- Información corporativa
- Información sobre eventos relevantes



2.4.4 FACTORES DE RIESGO EN LAS EMISIONES DE CERTIFICADOS BURSÁTILES

Como se indicó, uno de los requisitos para la autorización de inscripción en el Registro Nacional de Valores y para poder realizar la oferta pública de los Certificados Bursátiles, es el prospecto de colocación, el cual es un documento que contiene, entre otras, las características de la emisión, información corporativa, jurídica y financiera del emisor; así como, un capítulo relacionado con los factores de riesgo del emisor y de la propia operación.

Toda operación bursátil conlleva ciertos factores de riesgo que el público inversionista debe considerar para la compra de los títulos, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, se ha esforzado por proporcionar la mayor información posible al público inversionista para la mejor toma de decisión.

Entre los factores de riesgo que deben ser considerados en una emisión de Certificados Bursátiles, se encuentran los siguientes, los cuales se presentan a manera de ejemplo, ya que en los prospectos de colocación se consideran los propios de la empresa y los de la operación:

- **Del emisor**
 - Operaciones propias de su actividad
 - Poco historial operativo y ausencia de operaciones rentables en periodos recientes
 - Información financiera limitada
 - Posibles obstáculos para ejercer la garantía o cualquier apoyo crediticio
 - Riesgos derivados de la extensión de créditos
 - Demanda de pago de sumas adeudadas
 - Dependencia con la controladora
 - Concurso Mercantil del Fideicomitente
 - Riesgo de Reinversión
 - Concentración en la industria de desarrollos inmobiliarios de vivienda en México
 - Capacidad financiera
 - Deficiencia en el suministro de proveedores de los materiales y servicios necesarios
 - Entre otros.

- **De los Certificados Bursátiles**
 - Prelación de pago en caso de concurso mercantil o quiebra
 - Mercado secundario limitado para los certificados bursátiles
 - Entre otros.

- **Factores de Riesgo Económicos y Políticos**
 - Situaciones económicas adversas en México
 - Devaluación
 - Inflación
 - Volatilidad en las tasas de interés y tipo de cambio

- Cambios en disposiciones gubernamentales
- Entre otros
- Factores de Riesgo de Mercado
 - Mejores condiciones de crédito por parte de competidores
 - Mercados altamente competitivos
 - Ciclicidad del negocio
 - Deterioro del valor de las garantías
 - Mercados sujetos a una intensa renovación tecnológica
 - Desastres naturales
 - Riesgo de Construcción
 - Riesgo de Cobro
 - Mercados altamente regulados
 - Entre otros

2.4.5 CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE LA EMISIÓN

2.4.5.1 ¿QUÉ ES LA CALIFICACIÓN DE RIESGO?

La calificación de riesgo es otro de los requisitos para las emisiones de títulos de deuda, entre ellas, las de Certificados Bursátiles, la cual es un dictamen emitido por una institución calificadora que contiene su opinión respecto del riesgo de la emisión y del deudor de incurrir en incumplimiento de pago y en tiempo; la habilidad y disposición de efectuar los pagos de principal e intereses durante la vida del instrumento.

La calificación (*rating*) “mide la probabilidad de que una entidad que emite valores pague el valor de éstos a su vencimiento y cumpla con los pagos de intereses programados. Asimismo, es una medida globalmente comparable del riesgo entre un amplio espectro de emisores. Es un pronóstico de grado relativo de protección que un inversionista tendrá si un emisor enfrenta una adversidad económica”¹³.

¹³ http://condusef.gob.mx/informacion_sobre/calificadoras/calificadoras_valores.html

Para emitir el dictamen las instituciones calificadoras deberán considerar aspectos tales como, la situación financiera del emisor comparada con la del sector, los riesgos asociados a la operación, las garantías o apoyos crediticios que se otorgarán en la emisión, entre otros.

“Las instituciones calificadoras de valores utilizan un sistema simple de letras que indican su concepto sobre la seguridad de una emisión de bonos en relación con el pago de la cantidad de principal y la estabilidad de los intereses, por ejemplo, una emisión triple A (AAA) muestra una alta calidad crediticia, mientras que una emisión triple C (CCC) muestra un alto grado de incumplimiento del emisor”¹⁴.

Es de señalar, que un dictamen no es una recomendación al inversionista de comprar o vender determinado título y no es una garantía en contra de pérdidas del emisor.

La emisión de Certificados Bursátiles y cualquier otra de títulos de deuda, de conformidad con las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores, deberá estar dictaminada por alguna institución calificadora.

Dicho dictamen se encuentra insertado en el prospecto de colocación que se da a conocer al público inversionista y éste lo debe considerar para cualquier inversión en títulos de deuda que pretenda realizar. En el mercado los inversionistas demandan mayor rentabilidad a mayor riesgo, por tanto mientras más baja sea la calificación de un emisor, más altos serán los intereses anuales esperados.

Así, las calificaciones de las emisiones que se realizan en el mercado de deuda son de vital importancia para su viabilidad y posterior éxito tanto para los emisores como para los inversionistas, estos últimos para tener más seguridad del papel que esta comprando.

2.4.5.2 LAS INSTITUCIONES CALIFICADORAS DE VALORES EN MÉXICO

“Las instituciones calificadoras de valores son personas morales cuyo objeto social es exclusivamente la prestación habitual y profesional del servicio de estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación

¹⁴ http://condusef.gob.mx/informacion_sobre/calificadoras/calificadoras_valores.html

sobre la calidad crediticia de valores emitidos”¹⁵.

Estas instituciones contribuyen a perfeccionar los mecanismos del mercado de valores y a consolidar la confianza de los inversionistas en el medio.

Las instituciones calificadoras de valores al anunciar la calificación correspondiente indican que la bondad del valor o la solvencia del emisor podrán verse modificadas, lo cual afectará la calificación, en su caso, a la alza o a la baja, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de la propia institución calificadora.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores es la autoridad encargada de vigilar el funcionamiento de estas instituciones. Algunas de las instituciones calificadoras más importantes en México son las siguientes:

- a) Standard and Poor’s, S.A. de C.V.
- b) Fitch México, S.A. de C.V.
- c) Moody’s de México, S.A. de C.V.

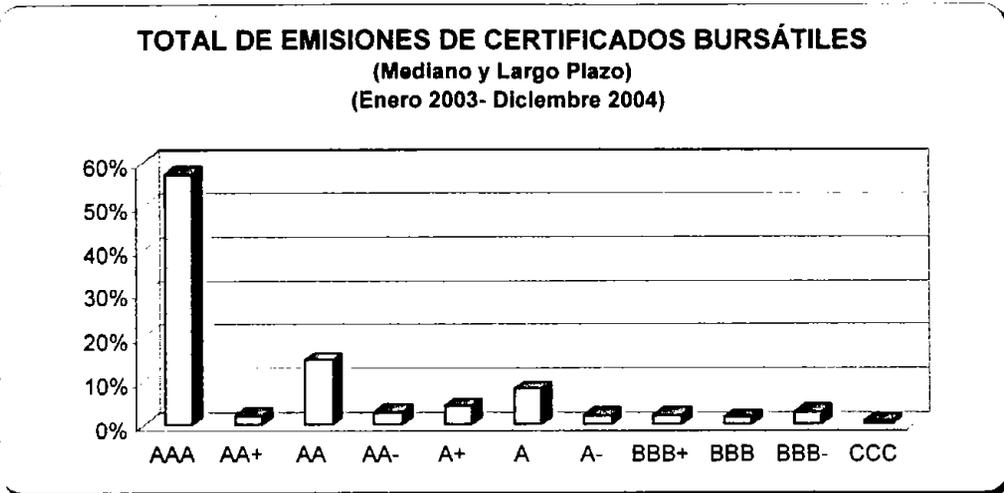
2.4.5.3 CALIDAD CREDITICIA DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

En el mercado predomina el interés de colocaciones de Certificados Bursátiles con calidad sobresaliente “AAA”.

En el periodo enero 2003 a diciembre de 2004, del total de emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, sin considerar a los Certificados Bursátiles de Indemnización Carreteros Segregables¹⁶, se realizaron 134 emisiones, de ellas el 57% obtuvo una calificación “AAA”, el 15% lo representan títulos “AA” y el 11% de las emisiones las calificaron con “A”, como lo muestra la siguiente gráfica.

¹⁵ http://condusef.gob.mx/informacion_sobre/calificadoras/calificadoras_valores.html

¹⁶ Estos certificados los emite o garantiza el Gobierno Federal o el Banco de México, bajo una inscripción genérica, Artículo 10 de las “Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores”, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003. Dichos títulos no son susceptibles de dictaminación crediticia.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Dirección General de Emisoras.

Como se observa, casi el 80% del total de Certificados Bursátiles obtuvieron una calificación alta (AAA, AA+, AA y AA-), lo anterior, es lo que busca el mercado, ofrecer títulos respaldados con un grado de inversión elevado para ofrecer un papel más seguro para el inversionista.

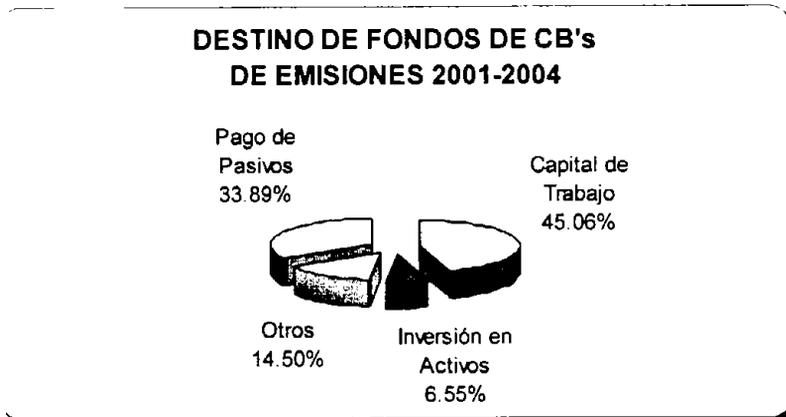
2.4.6 DESTINO DE LOS FONDOS PROVENIENTES DE EMISIONES DE CERTIFICADOS BURSÁTILES

Una vez que ya se logró identificar qué son los Certificados Bursátiles, su operación y evolución, resalta un cuestionamiento, ¿Qué se hacen con los dineros obtenidos mediante la emisión de Certificados Bursátiles?, por ello se hace necesario identificar a grandes rasgos el destino de fondos que les da los emisores.

Para toda emisión, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores requiere que se divulgue a través del prospecto de colocación¹⁷ el destino de los fondos provenientes de dicha emisión, detallando el proyecto o fines del financiamiento obtenido, así como el porcentaje destinado a cada uno de ellos.

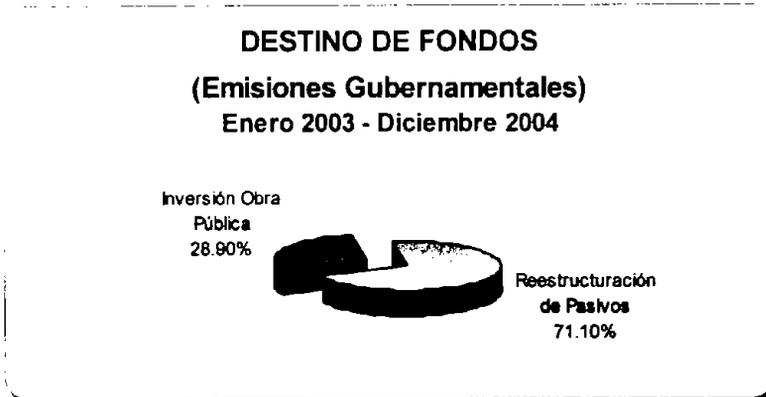
¹⁷ Dicho prospecto es uno de los requisitos para obtener la autorización de inscripción y oferta pública, el cual es distribuido al potencial inversionista.

Para las emisiones de corto plazo no se requiere un prospecto de colocación¹⁸ pero, regularmente estas emisiones, se realizan para obtener recursos destinados a capital de trabajo. Por el lado de las emisiones a mediano y largo plazo, el destino de los fondos de emisiones realizadas en el periodo 2001-2004, fue básicamente para capital de trabajo en un 45.06%; pago de pasivos 33.89%; Otros 14.50% e inversión en activos en un 6.55%, tal como lo muestra el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Dirección General de Emisoras.

En cuanto a las emisiones gubernamentales, se muestra la siguiente gráfica:



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Dirección General de Emisoras.

¹⁸ Obtenidos de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores", publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003.

2.4.7 BENEFICIOS EN LA UTILIZACIÓN DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES

A lo largo de este trabajo se ha manifestado de las características de los Certificados Bursátiles, por lo que resulta necesario resaltar o enfatizar los beneficios que efectivamente proporciona este título, desde el punto de vista del emisor como del inversionista, los cuales se pueden considerar los siguientes:

- Amplia aceptación porque es un mecanismo de financiamiento que reúne las ventajas de los pagarés y las obligaciones.
- Instrumento de fácil emisión.
- El emisor de conformidad con su necesidad de financiamiento puede delimitar las características de la emisión.
- Puede consagrar, entre otros, cláusulas adicionales de obligaciones de dar, hacer o no hacer y vencimientos anticipados, lo que lo convierte en un instrumento atractivo para el mercado.
- La emisión puede no ser acordada por una asamblea de accionistas, sino por los órganos de administración o de autoridad competentes, situación que reduce considerablemente los costos de emisión.
- Se puede autorizar en programas o colocación única.
- La emisión puede ser en directo o vía bursatilización.
- Las emisiones pueden ser de corto, mediano y largo plazo.
- Cada emisión al amparo de un programa puede considerar cualquier opción para fijar su rendimiento, ya sea en Udis, tasa nominal, tasa fija o ligado al tipo de cambio.
- Los cupones para pago de intereses pueden ser negociados por separado, ningún otro instrumento de deuda lo contempla (Art. 14 Bis 7 de la Ley del Mercado de Valores)
- Son instrumentos que se pueden operar fuera de bolsa, al igual que el pagaré, cualidad que no tienen las obligaciones.
- Pueden ser emitidos por empresas, entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades Federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias, mientras que los pagarés y las obligaciones solo pueden ser emitidos por sociedades anónimas.
- El Certificado Bursátil permite el diseño de esquemas de financiamiento para la bursatilización de activos, este punto es muy importante, como se han visto en las estadísticas planteadas en este

capítulo. Los esquemas de Bursatilización han logrado superar las emisiones en directo de Certificados Bursátiles, situación que lleva a tratarla y analizarla en el siguiente capítulo.

- Para los Estados y Municipios permite ampliar el horizonte de planeación para realizar obras de infraestructura; abre la posibilidad de efectuar proyectos que pueden financiarse con flujos futuros que éstos generen; sirve como instrumento para reestructurar pasivos; apoya el fortalecimiento de la gestión pública estatal, al acercar las decisiones en materia financiera a las autoridades, que por su proximidad conocen mejor las necesidades locales; promover una mayor profesionalización y transparencia de la administración.

2.5 EVOLUCIÓN DEL CERTIFICADO BURSÁTIL

Con la introducción de este título se observa un cambio en el mercado, dado que su emisión estuvo demandada por todo tipo de emisores: Empresas, Estados y Municipios e Instituciones financieras en su carácter de fiduciarias.

Con ello, la emisión de Certificados Bursátiles ha experimentado un incremento importante desde su introducción al mercado en el 2001, con lo cual se ha desarrollado el mercado de deuda incrementado el grado de sofisticación de los instrumentos, al incluir estructuras adecuadas a las características de los emisores.

Desde su introducción a la fecha el Certificado ha tenido una evolución importante¹⁹, ya que se han realizado 92 colocaciones de corto plazo por un monto de \$87,930 millones de pesos y 304 colocaciones de mediano y largo plazo por un monto de \$366,287 millones de pesos, como lo muestra el siguiente cuadro²⁰.

Las colocaciones de corto plazo representan el 23% del total, mientras que las colocaciones de mediano y largo plazo representan el 77% del total. Dentro de estas últimas colocaciones se destaca que el 66% han sido Certificados Bursátiles Privados, mientras que el 34% ha sido gubernamental:

¹⁹ Las cifras obtenidas en el presente capítulo fueron obtenidas del Registro Nacional de Valores.

²⁰ Los datos del cuadro representan la totalidad de Certificados Bursátiles, incluyendo emisiones en directo y emisiones vía bursatilización.

EVOLUCIÓN DEL CERTIFICADO BURSÁTIL EN MÉXICO
Periodo 2001-2004
(Millones de pesos)

2001			2002		2003		2004		TOTAL	
CORTO PLAZO (Monto autorizado)			#	MONTO	#	MONTO	#	MONTO	#	MONTO
CB's C.P.	0	0	16	13,470	31	22,689	45	51,771	92	87,930
Total Corto Plazo	0	0	16	13,470	31	22,689	45	51,771.4	92	87,929.9
MEDIANO Y LARGO PLAZO (Monto emitido)			#	MONTO	#	MONTO	#	MONTO	#	MONTO
CB's	14	14,190	73	99,259	113	99,787	104	153,051	304	366,287
Privados	13	14,100	59	33,906	68	50,985	61	91,711.8	201	190,703
Gubernamentales(1)	1	90	14	65,353	45	48,802	43	61,339.2	103	175,584
Total Deuda Mediano y Largo Plazo	14	14,190	73	99,259	113	99,787	104	153,051	304	366,287
TOTAL DEUDA (CORTO, MEDIANO, LARGO PLAZO)	14	14190	89	112,729	144	122,476	149	204,822	396	454,217

Fuente: Registro Nacional de Valores

Notas:

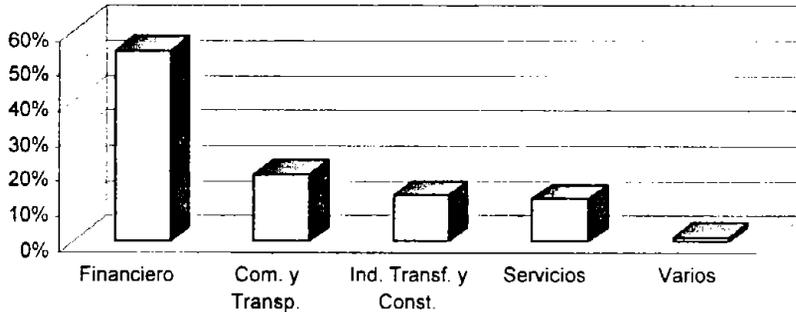
CB's = Certificados Bursátiles.

(1) Los CB's Gubernamentales incluyen emisiones de Estados, Municipios y Paraestatales, así como, Certificados Bursátiles de Indemnización Carretera Segregables.

2.5.1 DISTRIBUCIÓN DEL CERTIFICADO BURSÁTIL POR SECTOR

Como se indicó, en el periodo enero 2003 a diciembre de 2004, del total de emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, sin considerar a los Certificados Bursátiles de Indemnización Carreteros Segregables, se realizaron 134 emisiones, de las cuales el 55% las realizó emisoras que pertenecen al Sector Financiero, incluyendo a las Sociedades Financieras de Objeto Limitado, Arrendadoras e Hipotecarias; el 19% de emisiones las realizó el Sector Comunicaciones y Transportes, el 13% lo realizó el Sector de la Industria de la Transformación y Construcción, como se muestra en el siguiente gráfico.

**DISTRIBUCIÓN DE CB's POR SECTOR ECONÓMICO
Enero 2003 - Diciembre 2004**



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores.

2.5.2 DISTRIBUCIÓN DEL CERTIFICADO BURSÁTIL EN DIRECTO VERSUS VÍA BURSATILIZACIÓN

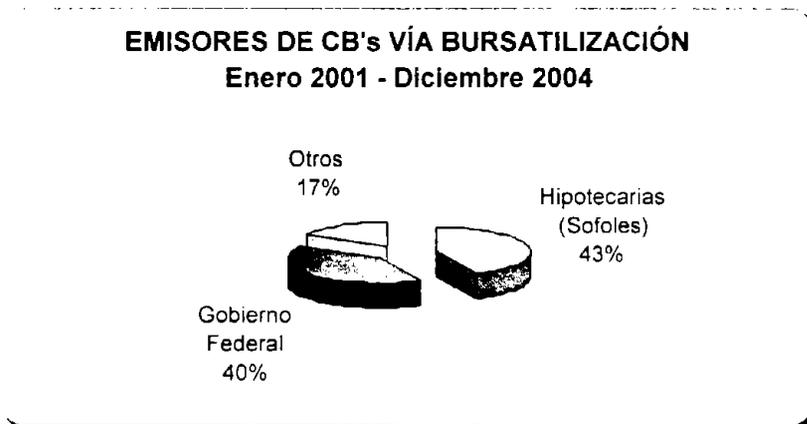
Se torna interesante comparar las emisiones de Certificados Bursátiles que se han realizado en Directo (del emisor al público inversionista) contra las realizadas vía Bursatilización (mediante un fideicomiso emisor), ya que las estadísticas nos demuestran que este último esquema está tomando fuerza en el mercado, llegando ser hoy en día un 57% por vía Bursatilización del total de emisiones que se han realizado en el periodo enero 2003 a diciembre de 2004, tal como lo demuestra la siguiente gráfica.

**EMISIONES DE CERTIFICADOS BURSÁTILES
(Bursatilización vs Emisiones en Directo)
Enero 2001 - Diciembre 2004**



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

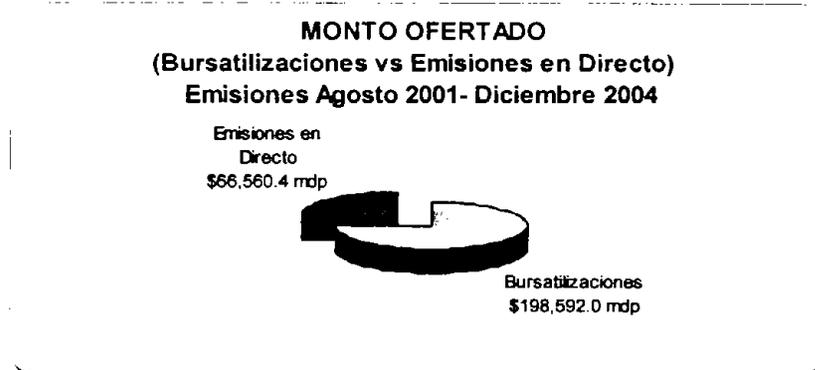
En dicha gráfica se consideran todo tipo de emisores tanto Gobierno Federal, empresas e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias. Se resalta que del total de estas Bursatilizaciones, el 43% las han realizado Hipotecarias (Sociedades Financieras de Objeto Limitado), mientras que el Gobierno Federal del total de sus emisiones el 40% las ha realizado vía Bursatilización.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

Dada la importancia que han tenido las bursatilizaciones de activos mediante la emisión de Certificados Bursátiles en México, en el siguiente capítulo se identifica qué es la Bursatilización y algunos casos prácticos que se están dando en el mercado de valores mexicano.

Tal aceptación ha tenido los Certificados Bursátiles como el medio más idóneo para realizar operaciones de Bursatilización que desde su aparición en 2001 a la fecha, el monto ofrecido en el mercado es superior al monto emitido por emisores en Directo, tal como lo muestra la siguiente gráfica:



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

2.5.3 CERTIFICADO BURSÁTIL VERSUS OTROS TÍTULOS DE DEUDA

La Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. se ha convertido en uno de los principales medios de financiamiento (como se indicó en el capítulo 1) para la planta productiva del país, mediante las emisiones de deuda que realizan las Empresas, los Estados y los Municipios y las Instituciones Financieras en su carácter de fiduciarias. De ahí que resulte necesario identificar la situación del mercado de deuda, ello con ayuda del siguiente cuadro:

MERCADO DE DEUDA

Periodo 2001-2004
(Millones de pesos)

	2001		2002			2003			2004		
CORTO PLAZO (Monto autorizado)	#	MONTO	#	MONTO	Inc. %	#	MONTO	Inc. %	#	MONTO	Inc. %
Pagarés	53	28,101	47	61,799	120%	21	56,393	-9%	16	43,678.0	-23%
CB's C.P.	0	0	16	13,470	-	31	22,689	68%	45	51,771.4	128%
Total Corto Plazo	53	28,101	63	75,269	168%	52	79,082		61	97,429.4	
MEDIANO Y LARGO PLAZO (Monto emitido)	#	MONTO	#	MONTO	Inc. %	#	MONTO	Inc. %	#	MONTO	Inc. %
CB's	14	14,190	73	99,259	599%	113	99,787	1%	104	153,051.0	53%
Privados	13	14,100	59	33,906	140%	68	50,985	50%	61	91,711.8	80%
Gubernamentales(1)	1	90	14	65,353	72514%	45	48,802	-25%	43	61,339.2	26%
Bonos Bancarios	0	0	1	2,000	-	3	5,544	177%	0	0	-
Pagarés	27	9,773	9	2,655	-73%	3	795	-70%	0	0	-
Obligaciones	3	1,707	2	1,539	-10%	1	420	-73%	0	0	-
CPOS	8	3,811	6	4,054	6%	4	2,839	-30%	0	0	-
PICS	24	13,114	22	14,608	11%	0	0	-100%	0	0	-
Total Deuda Mediano y Largo Plazo	76	42,595	113	124,115	191%	124	109,385	-12%	104	153,051.0	40%
TOTAL DEUDA (CORTO, MEDIANO, LARGO PLAZO)	129	70,696	176	199,385	182%	176	188,466	-5%	165	250,480.4	33%

Fuente: Registro Nacional de Valores

Notas:

CB's = Certificados Bursátiles.

CPOS = Certificados de Participación Ordinarios.

PICS = Pagarés de Indemnización Carretera.

(1) Los CB's Gubernamentales incluyen emisiones de Estados, Municipios y Paraestatales, así como, Certificados Bursátiles de Indemnización Carretera Segregables.

Lo que nos indica el anterior cuadro son diversos puntos a considerar, tales como:

1. La estabilidad macroeconómica de los últimos años, con inflación y tasas de interés a la baja, ha creado el marco propicio para realizar colocaciones de deuda en el mercado bursátil.
2. Las emisiones gubernamentales (incluyendo Estados, Municipios y Paraestatales) han tenido acceso al financiamiento bursátil, mediante la emisión de Certificados Bursátiles, no sólo para financiar obras públicas, sino también, para reestructurar pasivos en mejores términos y condiciones, traduciéndose en una mejora económica.
3. Del año 2002²¹ a finales del 2004, las emisiones de Pagarés de corto plazo han disminuido en un 29%, mientras que los Certificados Bursátiles de corto plazo, en el mismo periodo, se han incrementado un 284%.
4. Las emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, en ese mismo periodo, han crecido un 54%. Dentro de estas emisiones, las emitidas por la iniciativa privada crecieron 170% y las Gubernamentales disminuyeron un 6%.
5. Durante el año 2004 no se realizó emisión alguna de Bonos, Pagarés de mediano y largo plazo, Obligaciones, Certificados de Participación y Pagarés de Indemnización Carretera.
6. El mercado de deuda en el periodo 2001-2004 creció un 26%.

Sin embargo, resaltan diversas interrogantes a saber:

1. ¿Cuáles son las razones del crecimiento del Certificado Bursátil versus los otros instrumentos de deuda, en condiciones económicas estables?
2. ¿Si cambian las condiciones económicas en nuestro país el Certificado Bursátil, seguirá siendo el motor que otorgue dinamismo al mercado de valores?

²¹ Se considera desde el año 2002 para efectos de comparación de los Certificados Bursátiles contra los otros títulos de deuda, ya que el 2001 no es representativo por haber iniciado su operación en agosto de 2001.

3. ¿Hoy en día los instrumentos de deuda (excepto por el Certificado Bursátil) son funcionales?
4. ¿Por qué no han mostrado un crecimiento en condiciones económicas similares a las del Certificado Bursátil?

Dichas cuestiones se tornan interesantes y se pueden tratar de explicar considerando diversos aspectos, tales como:

- En condiciones económicas estables los Certificados Bursátiles se han desarrollado más que otros instrumentos de deuda en el mercado mexicano, dadas las propias características de dicho instrumento: su flexibilidad en cuanto a la forma de emisión -siendo el emisor el que define las características de la misma-, puede más no está obligado a contener cláusulas de hacer y no hacer, puede más no está obligado a realizar una asamblea de accionistas en la que se acuerde la emisión. puede amortizarse al vencimiento o contener amortizaciones calendarizadas, entre otras flexibilidades que se han mencionado a lo largo de este documento. Dichas características, hacen al Certificado Bursátil una opción flexible de financiamiento en condiciones económicas estables, como las que hoy prevalecen en nuestro país.
- Considerando esta última idea y de conformidad con el cuadro anterior, denota que en las mismas condiciones económicas, los demás instrumentos de deuda, no han tenido un repunte similar, de hecho su crecimiento ha sido negativo (excepto por los Bonos Bancarios), hasta el punto en que en el 2004, no se realizó emisión alguna de los otros títulos de deuda.
- Sería muy aventurado establecer que, si las condiciones económicas que prevalecen hoy en día en nuestro país se vieran afectadas desfavorablemente, el mercado de deuda continúe con el crecimiento que hoy presenta. Hay que considerar que si la economía mexicana se debilita puede o lo más probable es que afecte al mercado de valores mexicano, en el sentido de un incremento en las tasas de interés llevaría a amortizaciones anticipadas y a no querer emitir papel. Sin embargo, a nivel de recomendación se puede indicar que no se debe dejar de avanzar en el marco regulatorio del mercado de valores (como las actuales reformas a la Ley del Mercado de Valores que hoy se encuentran en aprobación del H. Congreso de la Unión) y fomentar la cultura bursátil en nuestro país.

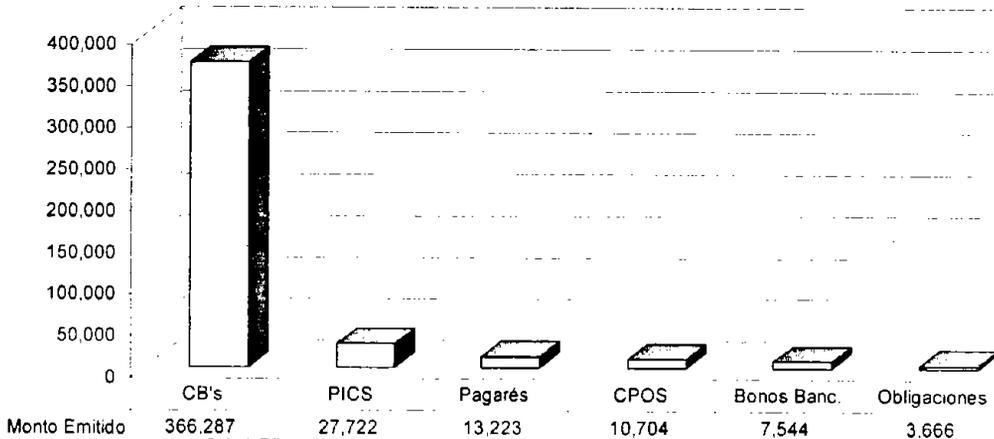
- Partiendo de esta última idea, se puede pensar que los otros títulos de deuda deben seguir siendo funcionales, en tanto se siga con las modificaciones al marco normativo en pro de que el mismo mercado ofrezca una gama de posibilidades de emisión que se ajusten a las necesidades del emisor y el inversionista.
- Una de las razones del por qué los otros instrumentos del mercado de deuda (es decir, excepto los Certificados Bursátiles) no han crecido, es probablemente, debido a la rigidez con la que cuentan, a diferencia de la flexibilidad de emisión que otorga el Certificado Bursátil. El emisor busca las mejores condiciones de emisión que para él se traducen en mejores costos, por ello, se reitera que debe seguir la labor de una mejora en el marco regulatorio del mercado de valores mexicano que otorgue las condiciones necesarias y propicias para la entrada de nuevas empresas que den el dinamismo al mercado de valores.

No hay que olvidar que en México como en cualquier economía, ante situaciones de inestabilidad económica con volatilidad en las variables macroeconómicas, el mercado de valores es el primer receptor de sus efectos, ya que ante una elevada tasa de interés el emisor de títulos de deuda se vería sumamente reservado y buscaría otras formas de financiarse, por ejemplo los mercados extranjeros que les ofrezca mejores tasas, es de señalar que pueden emitirse Certificados Bursátiles de empresas mexicanas en el extranjero o el crédito con proveedores.

Ante una situación de inestabilidad económica el mercado de valores no tiene control sobre la misma, sin embargo, se reitera que se debe seguir avanzando en otorgar un marco regulatorio que propicie la entrada de más y mejores emisores a dicho mercado y crear las condiciones para una sana práctica del mercado.

Continuando con el análisis comparativo, es de señalarse que las emisiones de Certificados Bursátiles han superado las emisiones de otros valores de deuda combinados desde su aparición, lo cual refleja la tendencia del mercado de sustituir tales valores por el nuevo instrumento.

**CB's DE MEDIANO Y LARGO PLAZO vs
OTROS INSTRUMENTOS DE DEUDA**
Período 2001 - 2004
(Millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

CB's = Certificados Bursátiles

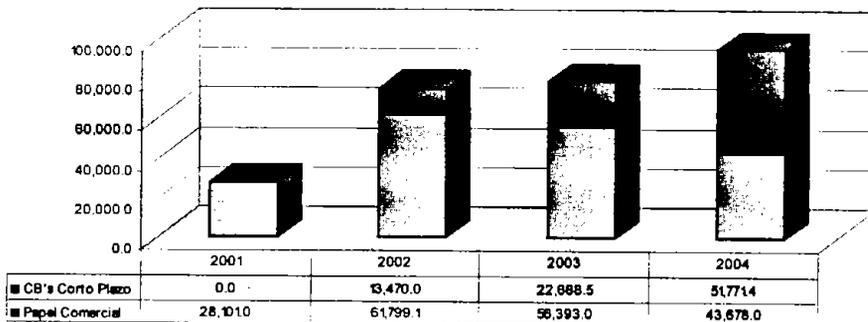
PICS = Pagarés de Indemnización Carretera

CPOS = Certificados de Participación Ordinarios

En cuanto al corto plazo se distingue el mismo panorama, no tan radical, pero si se muestra una preferencia por los Certificados Bursátiles como se identifica en el siguiente diagrama:

CB's DE CORTO PLAZO vs PAPEL COMERCIAL

Monto Autorizado
Período 2001 - 2004
(Millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

CB's = Certificados Bursátiles

Lo anterior, refleja una participación de más emisores en el mercado nacional y una sustitución en el uso de los instrumentos, ya que la emisión de deuda total refleja no sólo la emisión adicional de deuda privada y gubernamental, a través de los Certificados Bursátiles, sino una disminución de la emisión de otros instrumentos, incluso como se ha indicado, la nulidad de emisión de ellos en el último año (2004).

Por otro lado, se hace necesario indicar que con este instrumento el mercado de deuda de Estados y Municipios se ha logrado consolidar como una opción viable de financiamiento para estas entidades.

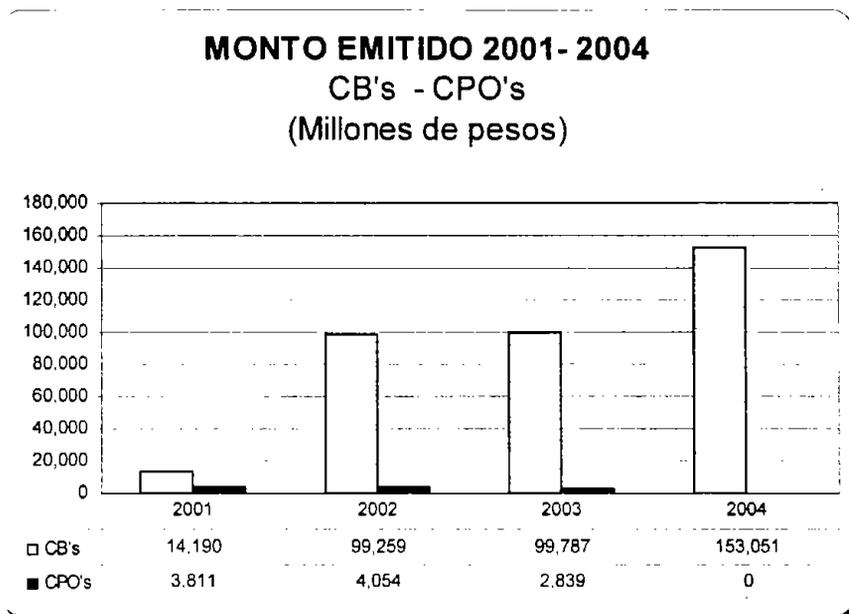
En los cuadros anteriores y las gráficas descritas resalta la importancia que ha tenido el Certificado Bursátil (corto, mediano y largo plazo) como el instrumento más flexible de financiamiento, ya que hoy en día en el mercado existe una oferta de papel importante que cubre las necesidades de una demanda cada vez más creciente.

2.5.4 CERTIFICADO BURSÁTIL VERSUS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN ORDINARIOS: UNA INTRODUCCIÓN A LAS BURSATILIZACIONES

Como se indicó en el capítulo 1, los Certificados de Participación Ordinarios (CPO's) son títulos colocados por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso, cuyo patrimonio son bienes inmuebles y pueden emitirse de 3 años en adelantes con amortizaciones al vencimiento o parciales.

En México solamente podían realizarse bursatilizaciones de activos mediante la emisión de CPO's. ahora, con las reformas a la Ley del Mercado de Valores (2001) se pueden realizar estas operaciones, además, mediante la emisión de Certificados Bursátiles y se reitera que el presente ensayo trata solamente de las bursatilizaciones de activos mediante la emisión de Certificados Bursátiles.

Los Certificados Bursátiles hoy en día han permitido la bursatilización de activos de una forma más eficiente que los CPO's. tal como lo demuestra la siguiente gráfica:



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

Las cifras indican la aceptación de los CB's y el desplazo de los CPO's como mecanismo para realizar operaciones de bursatilización de activos, debido a los menos requisitos que pide la emisión de los CB's traduciéndose en menores costos para los emisores.

CAPÍTULO 3

ESQUEMAS DE BURSATILIZACIÓN VÍA CERTIFICADOS BURSÁTILES

3.1 DEFINICIÓN

Bursatilización: “Es una técnica que tiene por objeto la conversión de un conjunto de activos financieros con poco grado de liquidez, en un conjunto de valores bursátiles altamente líquidos”²². Es un esquema fiduciario estructurado que permite a la empresa obtener recursos del mercado de valores para el financiamiento de proyectos productivos dando valor presente a los ingresos futuros de los mismos.

La bursatilización es el uso de técnicas de estructuración financiera para segregar de manera eficiente un grupo de activos que generan flujos de efectivo con relativa certeza, de los efectos de la posible insolvencia del originador. En una bursatilización se tiene una “venta verdadera” de los activos a bursatilizar. punto esencial en este tipo de operaciones.

La generación del flujo de efectivo y la certeza del mismo, es el elemento fundamental de toda bursatilización. Si se cuenta con algún activo que genere flujo de efectivo con cierta periodicidad del cual se tenga un historial del desempeño de la generación del mismo y se pueda tener relativa certeza de que estos flujos seguirán dándose en un futuro se puede pensar en bursatilizar ese activo.

En términos sencillos la “bursatilización” es un mecanismo bajo el cual una empresa, Gobiernos o entidades municipales e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias, pueden obtener financiamiento haciendo uso de sus activos (créditos dispuestos o flujos futuros), como por ejemplo: Sus cuentas por cobrar, créditos hipotecarios, flujos futuros, préstamos para autos, participaciones federales, entre otros, los cuales por sí solos son poco líquidos pero una vez ingresados a un fideicomiso (vehículo emisor) por medio del cual se ofrece al público inversionista Certificados Bursátiles u otros valores respaldados por los activos que bursatiliza los hace activos líquidos. El pago de los Certificados Bursátiles o valores depende, primordialmente, de las corrientes de efectivo generadas por los activos bursatilizados y otros derechos diseñados para asegurar el pago, tales como las garantías y otras figuras.

La estructura de una bursatilización implica llevar los activos a un vehículo emisor que es el fideicomiso, con lo que se aísla a los inversionistas de los activos del riesgo de crédito corporativo o gubernamental del originador de los activos financieros, lo que representa una diferencia fundamental versus otras fuentes de financiamiento como podría ser el financiamiento dentro de balance.

²² www.cnbv.gob.mx/recursos/GlosarioB.htm

El fideicomiso se puede llevar (contabilizar) fuera de balance del originador de los activos, siempre y cuando sean cedidos los derechos. Por otro lado, si el originador de los activos mantiene la titularidad de los derechos transmitidos al fideicomiso, puede o no, llevarlos dentro de balance.

Así, el Certificado Bursátil permite el diseño de esquemas de financiamiento para la bursatilización de activos, sin olvidar, que estas operaciones también pueden realizarse mediante la emisión de Certificados de Participación Ordinarios, sin embargo, el estudio de estos últimos, no son objeto de estudio en esta ocasión.

3.2 ANTECEDENTES DE LA BURSATILIZACIÓN

3.2.1 ANTECEDENTES EN EL MUNDO

a) Estados Unidos

El mercado de financiamiento estructurado se desarrolla en los 70's en Estados Unidos de América al iniciar la Bursatilización de hipotecas y de ahí se empezaron a bursatilizar otro tipo de activos.

El proceso de desarrollo de la bursatilización **ha revolucionado los mercados financieros** y ha hecho posible, por ejemplo, para el caso de la bursatilización hipotecaria de los Estados Unidos poder acrecentar la capacidad del sistema para suministrar una impresionante cantidad de recursos financieros para la adquisición de viviendas, base indiscutible del crecimiento sostenido de la economía americana de la posguerra.²³ En Estados Unidos ha llegado a constituir el segundo gran mercado financiero, muy cerca de los instrumentos de deuda pública. Las razones básicamente son la existencia de las agencias públicas con emisiones garantizadas y la existencia de un marco jurídico muy flexible²⁴.

b) Europa²⁵

En la mayoría de los países europeos la primera operación de bursatilización en el Reino Unido tuvo lugar en 1989. En Francia ha habido también operaciones de bursatilización a partir del año 1991, pero la

²³ Vega Rodríguez, Francisco Javier, *La Bursatilización de Activos Financieros*, Colección Ariel Divulgación, México, D.F., 1995, p. 242.

²⁴ <http://www.sugeval.fi.cr/download/publicaciones/libros/banca/expo2.pdf#search='titularizacion'>

primera no fue hipotecaria sino de otros activos. Actualmente, ya se han realizado algunas titularizaciones hipotecarias. En España la primera emisión de bursatilización tuvo lugar en 1993 y hubo 13 emisiones hasta 1995.

e) Chile²⁶

El mercado de financiamiento estructurado (hipotecario) inicio en marzo de 1994 con la Ley No. 19,301; como una nueva herramienta para el financiamiento de vivienda a largo plazo. Las entidades participantes son las sociedades securitizadoras o tituladoras que tienen como función comprar créditos y contratos de arrendamiento para emitir títulos respaldados por éstos.

d) Colombia²⁷

Colombia fue el primer país latinoamericano que hizo emisiones de bonos de bursatilización hipotecaria. En 1992 se reconoció en los esquemas de bursatilización una oportunidad para sacar los activos inmobiliarios de los ciclos de la construcción generando, a su vez, una ampliación de la oferta de títulos valores en el mercado de capitales, por lo que crearon otra compañía denominada OIKOS (Títulos de Inversión Inmobiliaria, S.A.), la cual se dedicó a adelantar procesos de bursatilización inmobiliaria por cuenta propia o asesorando y estructurando procesos de igual índole por cuenta de terceros, llegando a liderar el mercado de estos papeles.

El desarrollo de procesos de bursatilización en Colombia se ha visto impulsado por la conciencia de las autoridades de ampliar las alternativas de inversión, esto es, la necesidad de dotar al mercado de capitales de nuevos valores y ampliar el acceso a nuevos oferentes que busquen recursos sin intermediación financiera. Los resultados son apreciables desde el punto de vista de la utilización de esquemas de bursatilización; a octubre de 1997 un poco más del 60% de las ofertas en trámite en el Registro Nacional de Valores correspondían a procesos de bursatilización.

²⁵ <http://www.sugeval.fi.cr/download/publicaciones/libros/banca/expo2.pdf#search='titularizacion'>

²⁶ <http://www.titularizadora.com/latitularizacion.asp?Opcion=Latin>

²⁷ <http://www.supervalores.gov.co/saf/ie980729.htm>

e) Brasil²⁸

En 1997 se crea el SFI (Sistema Financiero Inmobiliario) que busca el desarrollo de un mercado de bursatilización, orientado al mercado y donde el Gobierno regula, no interviene. Para ello, se crearon:

- La Securitizadora de Créditos Inmobiliarios
- Los Certificados Recebíveis Inmobiliarios (MBS)
- La Alienacao Fiduciaria: Figura fiduciaria

3.2.2 LA EXPERIENCIA MEXICANA

El proceso de bursatilización del financiamiento que se está dando en México, es parte de una marcada tendencia mundial. En México este mercado despertó a partir de dos hechos:

- La crisis de activos de 1995, dado que la Ley mexicana considera sólo la emisión en el mercado de valores de títulos con “Grado de inversión”, el cual se distingue en el dictamen sobre la calidad crediticia, y
- La evolución del sistema de pensiones mexicano en 1996. El régimen de inversión de las Siefores (Sociedad de inversión operada por las Afores), establece que solo puede invertir en títulos valores de la más alta calidad crediticia calificados, esto es “AAA” y “AA”.

La bursatilización en los países de economía emergente ha jugado un papel importante en los procesos de internacionalización económica emprendidos por dichos países, en muchos casos esta nueva tecnología financiera constituyó la palanca para la inserción de algunas economías emergentes en los mercados internacionales de capitales, tal fue el caso de México.

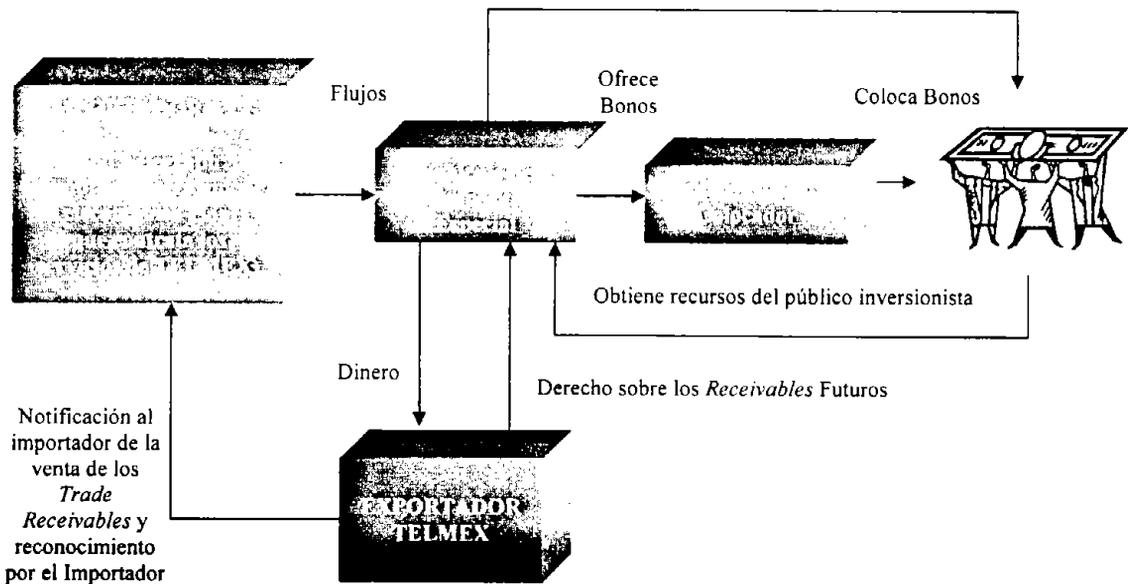
El mundo atestiguó la instrumentación de operaciones de gran envergadura, realizadas por empresas públicas y privadas de las economías emergentes, tal fue el caso de la colocación de acciones Serie “L” de Teléfonos de México, S.A. de C.V. (TELMEX) efectuada en 1987 como un complemento de la privatización de dicha empresa.

²⁸ <http://www.titularizadora.com/latitularizacion.asp?Opcion=Latin>

En dicha operación "...el originador de los activos fue TELMEX y el emisor fue Citibank, dicha operación de bursatilización nació bajo la presión de obtener recursos del mercado internacional, en un contexto en que la banca internacional desde 1982, mantenía cerrado su crédito a los países emergentes.

Así, las operaciones de bursatilización constituyeron una de las formas en que las economías emergentes lograron escapar a las restricciones por la banca internacional. La clave para la instrumentación exitosa de la bursatilización de TELMEX, fue lograr convencer a un grupo importante y diversificado de inversionistas de, que al adquirir los certificados y bonos emitidos en el proceso de bursatilización las distintas clases de riesgos de rendimiento y legales son mínimos, a pesar de que el originador es una entidad ubicada en un país emergente."²⁹

Dicha operación puede esquematizarse de la siguiente manera:



Fuente: Alexandre, Hyek, "Internacional Securitization for the Emerging Economies" Ed. Probus, 1993, p. 128.

²⁹ Vega Rodríguez, Francisco Javier, *La Bursatilización de Activos Financieros*, Colección Ariel Divulgación, México, D.F., 1995, p. 242.

La explicación de dicho diagrama es la siguiente:

American Telephone and Telegraph (ATT) tiene clientes que realizan llamadas de Estados Unidos a México y requiere de una empresa mexicana para brindar un mejor servicio, por lo que ATT (Importador del servicio) contrata los servicios de TELMEX (Exportador del servicio). Esta relación comercial genera *Trade Receivables* en donde ATT se obliga a pagar (*Trade Receivables*) en el futuro en forma periódica los servicios de TELMEX, por su parte TELMEX decide que dichos *Trade Receivables* son susceptibles de bursatilizar ya que recibirá permanentemente dichos flujos.

TELMEX necesitando financiamiento a tasas atractivas, ante la escasez de crédito bancario en el mercado, decide bursatilizar con la ayuda de Citibank los *Trade Receivables* generados.

Citibank estructura la operación atenuando los diferentes riesgos de los Certificados colocados en el mercado internacional, TELMEX vendió los derechos sobre los *Trade Receivables* al Vehículo de Propósito Especial. El aspecto fundamental de esta operación es la Notificación de TELMEX a ATT de que un cierto monto de los *Trade Receivables* pertenece legalmente al Vehículo, por lo que esta figura se encargaría de administrar los flujos correspondientes.

El riesgo de pago de los Certificados se concentra en el obligador (ATT), por lo tanto para los inversionistas el riesgo de cobro estimado se sustenta en la calidad crediticia de ATT, la cual es de "AAA".

El riesgo de rendimiento queda vinculado al originador (TELMEX) este riesgo es manejado a través de mecanismos como las cartas de crédito; así como, la existencia de varias cláusulas que determinen métodos de amortización anticipada de los Certificados ante eventos extraordinarios.

De esta manera, el mercado latinoamericano iniciaba su retorno al mercado internacional de capitales en el campo de la nueva ingeniería financiera creada por la nueva economía global que entonces comenzaba a consolidarse en el mundo.

Hoy en día, las condiciones económicas y la demanda de títulos, principalmente, por parte de los inversionistas institucionales, “ayudaron a México a convertirse, por primera vez, en el líder del mercado de bursatilización en América Latina, en términos de volumen”, aseguró Juan P. de Mollein, director del grupo de calificaciones estructuradas para América Latina de Standard & Poors (Institución Calificadora).

3.3 ASPECTOS RELEVANTES DE UNA BURSATILIZACIÓN

Los aspectos relevantes de una bursatilización a ser considerados son los participantes y su rol, así como, la operatividad básica de un esquema de bursatilización y los beneficios que ofrece.

3.3.1 PARTICIPANTES

Los participantes o figuras dentro de una bursatilización se pueden establecer en el siguiente cuadro:

FIGURA	SIGNIFICADO
Fideicomiso:	Vehículo emisor
Fiduciario Emisor:	Instituciones de crédito
Fideicomitente:	El propietario inicial u originador de los bienes a afectarse al fideicomiso base de emisión. En algunos casos, también funge como administrador de los activos
Fideicomisarios:	Los que reciben el beneficio de la bursatilización, Los tenedores de los valores, algún garante, el fideicomite.
Patrimonio del fideicomiso:	Los activos a ser fideicomitados
Cedente:	Aquel que transfiere la propiedad del activo, con el objeto de financiar sus operaciones (originador de créditos hipotecarios, concesionaria en cuotas de peaje, desarrollador de vivienda en créditos puente, municipio o estado, banco, empresa, etc.)
Administrador:	Administra los activos a ser fideicomitados, en toda operación debe existir un administrador sustituto
Fortalecedor del Crédito:	El que funge como garante o aval
Banca de Inversión o Agente Estructurador:	Apoyo en la planeación financiera

* Aforo:	Es el margen prudente de seguridad a que tienen derecho los fideicomisarios respecto de los valores emitidos. Se determina como la diferencia que existe entre el valor de los bienes afectos y el importe de la emisión
* Dictaminador:	Es el encargado de emitir el avalúo de los bienes afectos al fideicomiso base de emisión y determinar el monto máximo de la emisión
* Comité Técnico:	Se establece un Comité Técnico para el seguimiento de la emisión y vigilancia de los bienes cedidos
* Acta de Emisión:	Es el documento que contiene las características generales de la emisión
Institución Calificadora:	Institución que emite un dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión, el cual incluye las razones que motivaron dicha calificación, así como los condicionamientos o consideraciones que, en su caso, se hayan establecido para la calificación y la evidencia de la revisión jurídica efectuada.

Fuente: Elaboración propia con datos de los diferentes prospectos de colocación publicados en la página de Internet de la Bolsa Mexicana de Valores. www.bmv.gob.mx.

* En una bursatilización este requisito puede o no existir, no es obligatorio.

NOTA: Además de estos requisitos o aspectos deberán considerarse los necesarios para la propia emisión de Certificados Bursátiles, los cuales se identificaron en el Capítulo 2.

3.3.2 REQUISITOS

Independientemente de los requisitos para una inscripción de Certificados Bursátiles en Directo, los cuales ya fueron indicados en el capítulo anterior, para una operación de Bursatilización, adicionalmente, se requiere, entre otros documentos, y con fundamento en la Ley del Mercado de Valores y otras leyes aplicables a los fideicomisos, lo siguiente:

- **Prospecto de colocación, destacando los factores de riesgo, tanto de la emisión como de la propia bursatilización, además, si existe dependencia en un 20% o más de algún participante (fideicomitente, originador, aval, garante, administrador u otro), se incluye información cuantitativa y cualitativa.**
- **Opinión legal que, adicionalmente, verse sobre la estructura de bursatilización, la debida constitución y procedimiento de ejecución de las garantías, apoyo crediticio o cualquier otra figura que respalde la emisión.**

- Autorización de Banxico (exceptuando al fideicomiso del régimen de inversión).
- Contrato de fideicomiso.
- Balance del patrimonio afecto al fideicomiso.
- Contrato de administración y otros contratos.
- Notificación de Cesión.
- El Fideicomitente es el propietario de los activos a bursatilizar y que son vendidos al Fideicomiso.
- Existen mitigantes de riesgo (garantías externas o internas)
- “Capacidad del administrador para maximizar el rendimiento y el valor de los activos encomendados en administración”
- Clasificación como administrador de activos.
- Administrador sustituto.
- En más de las veces el Fideicomitente de la operación funge como Administrador de los activos a bursatilizar. Las funciones del Administrador se establecen en un contrato de administración firmado entre el Fiduciario y el Administrador, en el cual se establece, entre otros, los siguientes puntos: Procesos de administración: historial operativo del administrador; separación de recursos e incumplimiento de funciones de las partes involucradas.

3.3.3 OPERATIVIDAD

En el capítulo 2, se identificó la operatividad básica de una Bursatilización, ahora, se expondrá esta técnica con todos los elementos que debe llevar, es decir, se expondrá la estructura o ingeniería financiera que conlleva. Como se ha indicado, esta técnica es la conversión de activos no tan líquidos a líquidos y se realiza cuando los dueños de dichos activos (créditos hipotecarios, pagarés de tarjetas de crédito, arrendamientos financieros no cobrados, participaciones federales, flujos de peaje carreteros, etc.) los venden a una entidad, la cual puede ser un fideicomiso, siendo el vehículo emisor, en el cual se agrupan dichos activos a bursatilizar en un paquete o *pool*.

Asimismo, se obtienen las garantías que respaldarán los futuros bonos, en este caso, los Certificados Bursátiles, que se emitirán con base en los flujos de efectivo derivados del *pool*. Estos Certificados, ya calificados por las empresas calificadoras, se colocan en fondos de pensiones, aseguradoras, afianzadoras, fondos mutuos o entre el público inversionista. La colocación puede ser privada o pública.

Los Certificados Bursátiles permiten llevar a cabo la operación llamada bursatilización, la cual, independientemente, de la explicación indicada en el párrafo anterior, es simplemente, la operación en la que el emisor coloca en un fideicomiso los bienes, valores o derechos que desea ofrecer al público a cambio del dinero que obtiene con la colocación de los Certificados Bursátiles que dan el derecho a los frutos o rendimientos de lo depositado en dicho fideicomiso. Con la bursatilización el responsable de liquidar el compromiso que representan los Certificados Bursátiles es el fideicomiso que respalda la emisión, por lo que se aísla del riesgo del originador de los activos o fideicomitente.

Bajo esta fórmula de financiamiento la empresa fideicomite activos en garantía, para que el fideicomiso emisor, a su vez, emita títulos de deuda, en este caso, Certificados Bursátiles, debidamente calificados, para su colocación entre inversionistas nacionales y extranjeros en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. La operatividad de las bursatilizaciones se puede entender mejor bajo un ejemplo:

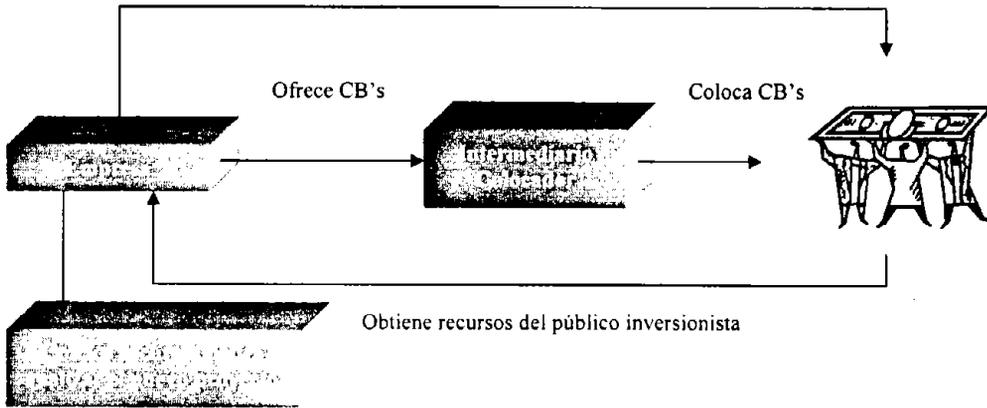
Una empresa extiende crédito a sus clientes, esperando a lo largo del tiempo obtener los pagos correspondientes de intereses y capital. Sin embargo, necesita obtener financiamiento hoy para emprender un nuevo proyecto.

Bajo este contexto a la empresa se le pueden presentar dos escenarios:

Escenario 1: Emisión de Deuda en Directo

La empresa ofrece a los mercados financieros para que el intermediario coloque los Certificados Bursátiles o cualquier instrumento de deuda entre el público inversionista y así, obtener el dinero que requiere para su proyecto de inversión (Descripción dada en el capítulo 2).

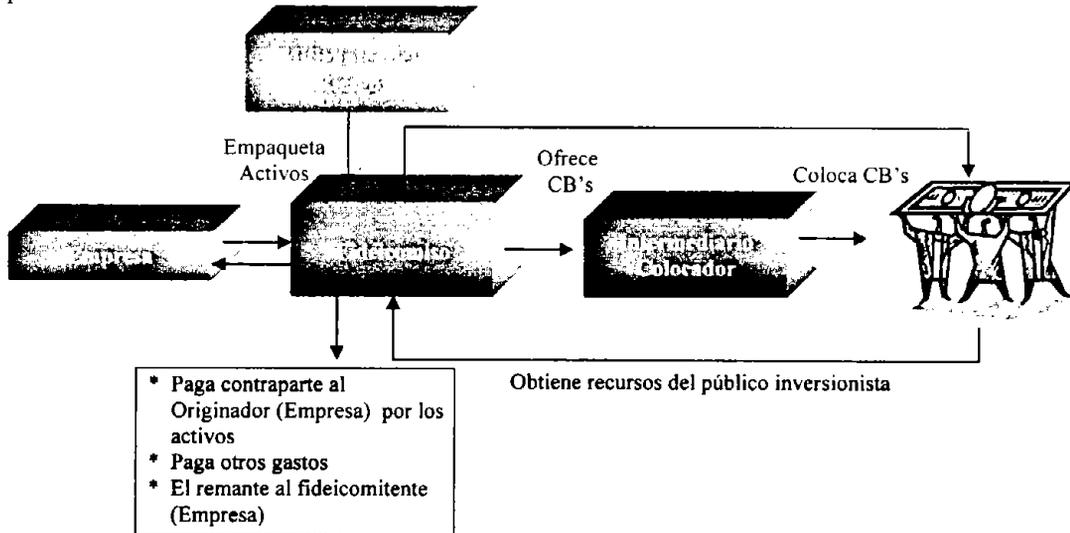
Paga capital e intereses en el plazo acordado



Fuente: Elaboración propia

Escenario 2: Bursatilización

La empresa acude a los mercados financieros para vender bonos, títulos o cualquier instrumento de deuda vía un fideicomiso. La diferencia reside en que ofrece los préstamos que extendió a sus clientes como garantía. así, convierte un activo (los préstamos) con poca liquidez en dinero en efectivo (obtenido del público inversionista), que puede usar para otros fines. Por lo general, eso implica que los bonos garantizados que paguen una tasas de interés menor a la que tendría que ofrecer en caso de no ofrecer ese respaldo.

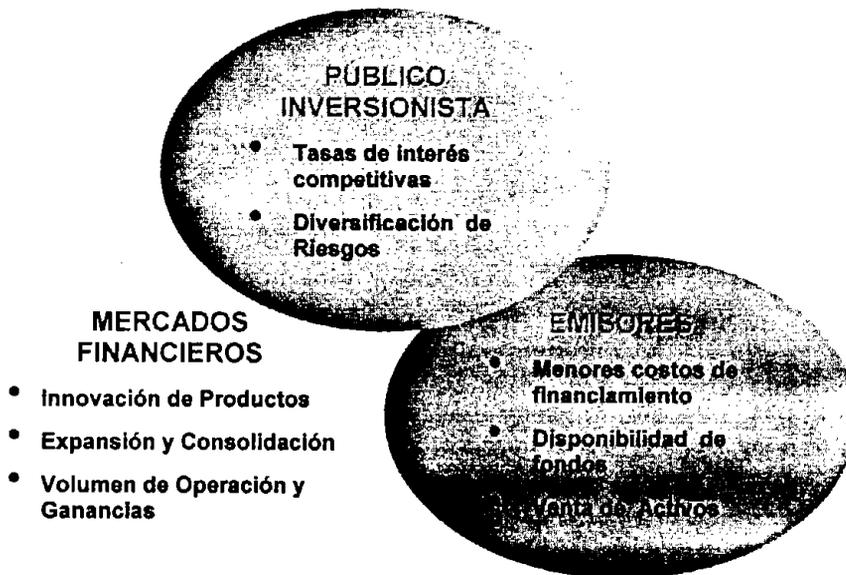


Fuente: Elaboración propia

Lo anterior, da a tales financiamientos bursátiles adaptabilidad y flexibilidad a las necesidades del emisor; así como, a las condiciones del mercado. Más adelante, se mostrarán diferentes esquemas de bursatilización, con los cuales se reitera la versatilidad y flexibilidad de las operaciones en las emisiones de los Certificados Bursátiles.

3.3.4 BENEFICIOS

A continuación se indican algunos de los beneficios que se presentan para el público inversionista, el emisor y los mercados financieros, cabe señalar que no todos se presentan en la totalidad de los casos, ya que depende de la operación, los mitigantes de riesgo, los imprevistos que puedan surgir de la operación y la aceptación del título por parte del público inversionista:



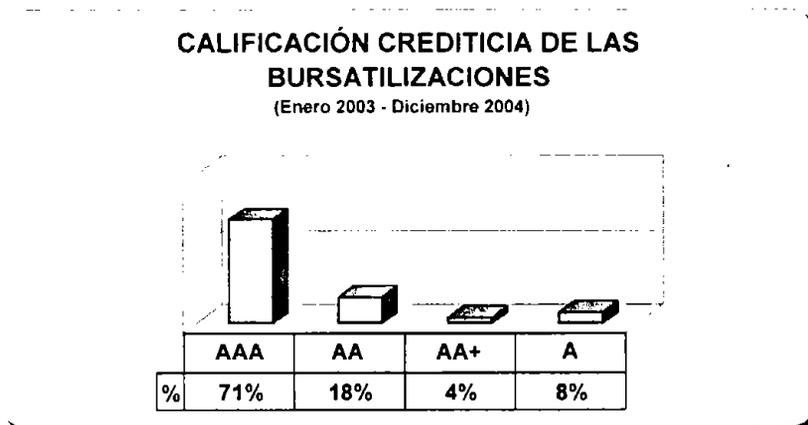
Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Dirección General de Emisoras

Algunos beneficios de la Bursatilización de activos se citan a continuación:

- Alternativa real de financiamiento
- Mecanismo por el cual se obtiene financiamiento haciendo uso de sus activos
- Transparencia en la operación al contar como vehículo emisor y de pago a un fideicomiso

- Diversificación de fuentes de financiamiento
- Liquidez sobre activos no líquidos
- Financiamiento de proyectos productivos
- Eficiencia y competitividad
- Se considera una operación “Fuera de balance” para el generador de los activos, ya que la afectación al fideicomiso emisor lo desliga de los bienes base de emisión
- Institucionalización de la empresa para su permanencia en el mercado

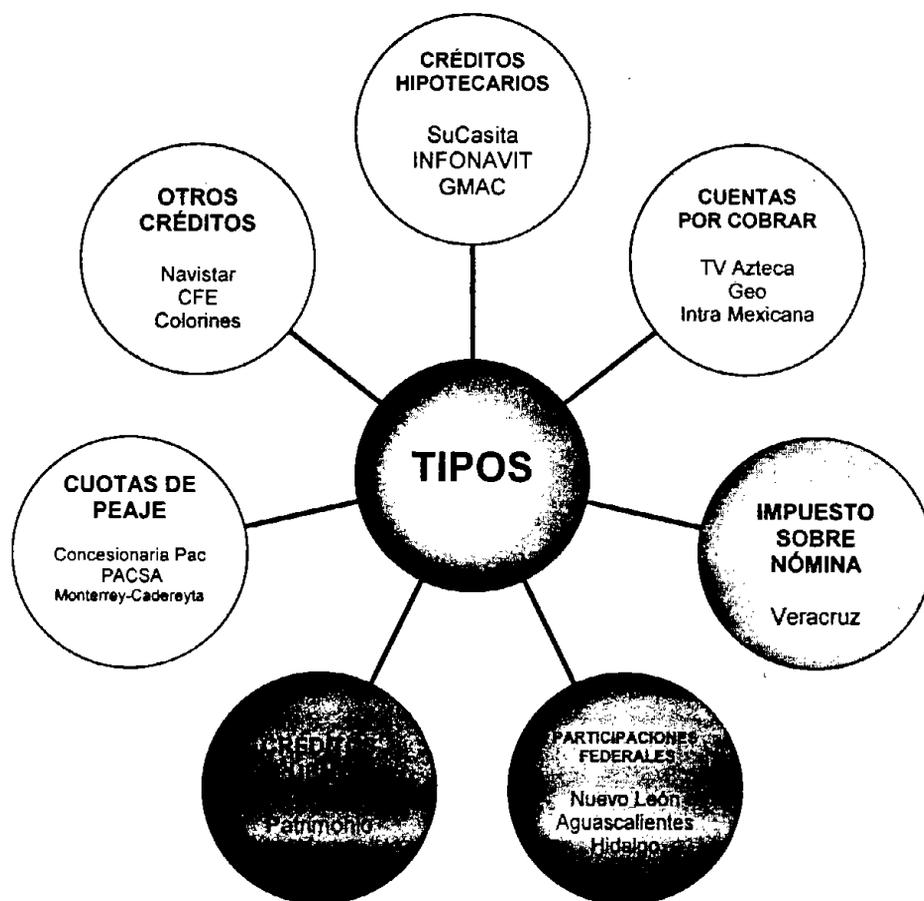
Por otro lado, tales son los beneficios, que los inversionistas buscan un instrumento mejor calificado. En los dos últimos años, el 92% del total de emisiones de Bursatilizaciones vía Certificados Bursátiles obtuvieron una calificación alta (AAA, AA, AA+), lo anterior es lo que busca el mercado, ofrecer títulos respaldados con un grado de inversión elevado para ofrecer un papel más seguro para el inversionista.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Registro Nacional de Valores

3.4 TIPOS DE BURSATILIZACIÓN

La bursatilización como medio para obtener financiamiento, se puede llevar a cabo con diferentes activos o flujos, como lo muestra el siguiente diagrama, en el que se identifican los diferentes tipos de bursatilización³⁰:



Fuente: Elaboración propia

³⁰ Como se indicó: Si se cuenta con algún activo que genere flujo de efectivo con cierta periodicidad del cual se tenga un historial del desempeño de la generación del mismo y se pueda tener relativa certeza de que estos flujos seguirán dándose en un futuro se puede pensar en bursatilizar ese activo

Para realizar cualquier operación de Bursatilización, sólo es necesario contar con algún activo que genere flujo de efectivo con cierta periodicidad, del cual se tenga un historial del desempeño de la generación del mismo y se pueda tener relativa certeza de que estos flujos seguirán dándose en un futuro.

3.5 DIFERENTES ESQUEMAS DE BURSATILIZACIÓN: UN TRAJE HECHO A LA MEDIDA

El tipo de bursatilización y estructura de la misma dependerá del desempeño histórico en diferentes entornos, del flujo de efectivo y su capacidad de absorber eventualidades de riesgo crédito, mercado o administración de los activos a bursatilizar.

Es importante resaltar que no hay procesos paramétricos estándar en financiamiento estructurado, el análisis se realiza caso por caso y depende del activo que respalde la operación, se analizan los flujos, su volatilidad y los riesgos propios para que éstos se den; así como, el entorno y el impacto en el flujo, para determinar la estructura particular del caso dada una calidad crediticia objetivo.

En este ensayo se tratan 6 esquemas de bursatilización³¹ que se ajustaron a las necesidades del emisor y los requerimientos que se observan en el mercado, de ahí que se indique que son estructuras o trajes hechos a la medida:

1. El caso PATRIMONIO: Contratos de Apertura de Crédito.
2. El caso COLORINES: Derechos de Contratos de Arrendamiento.
3. El caso MONTERREY-CADEREYTA: Cuotas de peaje
4. El caso VERACRUZ: Impuesto sobre nómina
5. El caso NAVISTAR: Créditos Refaccionarios
6. El caso GMAC: Créditos Hipotecarios

Se tomaron estos seis casos con el objeto de exponer seis diferentes bursatilizaciones con diferentes tipos de activos. Todos ellos fueron autorizados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

³¹ Dichos esquemas se obtuvieron de los diferentes prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

3.5.1 EL CASO “PATRIMONIO”: CRÉDITOS HIPOTECARIOS

Modalidad: Programa de Certificados Bursátiles

Monto: \$2,000'000,000.00

a) Actividad

Patrimonio, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado (Patrimonio) tiene como actividad el otorgamiento y administración de créditos para la adquisición o construcción de viviendas (créditos individuales y créditos puente, respectivamente) con garantía hipotecaria y/o fiduciaria.

b) Objetivo de la Bursatilización

En esta operación Patrimonio es el originador de los Créditos Hipotecarios y el objetivo es establecer una fuente de recursos que le permita a Patrimonio generar una alternativa para otorgar créditos puente (construcción de vivienda) con garantía hipotecaria.

Los recursos se obtendrán del público inversionista a través de la colocación de Certificados Bursátiles emitidos por un fideicomiso de emisión al que Patrimonio aportará los Derechos derivados de lo créditos puente; el fideicomiso está diseñado para asegurar a los inversionistas que los Certificados Bursátiles serán pagados con los recursos que se obtengan de la cobranza de dichos créditos.

c) Participantes

- **Fideicomitente:** Patrimonio, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado
- **Fiduciario Emisor:** MultiValores Casa de Bolsa, S.A. de C.V., MultiValores Grupo Financiero, Dirección Fiduciaria
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles
En segundo lugar Patrimonio como fideicomitente
- **Originador y Administrador:** Patrimonio, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado

- **Administrador Sustituto:** Hipotecaria SuCasita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado.
- **Garantía Corporativa:** Garantía otorgada por Sociedad Hipotecaria Federal u otra institución con calificación crediticia “AAA”.
- **Auditor externo:** Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, S.C.
- **Abogado independiente:** Romo, Pailles y Guzmán, S.C.
- **Intermediario Colocador:** MultiValores Casa de Bolsa, S.A. de C.V., MultiValores Grupo Financiero.
- **Representante Común de los tenedores:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan, Grupo Financiero.

d) Estructura de la Operación

Patrimonio y MultiValores Casa de Bolsa, S.A. de C.V., MultiValores Grupo Financiero, Dirección Fiduciaria (MultiValores) celebraron un contrato de fideicomiso por medio del cual el Fiduciario emitirá, con ayuda del intermediario colocador Certificados Bursátiles, con cargo al fideicomiso, que serán ofrecidos al Público Inversionista.

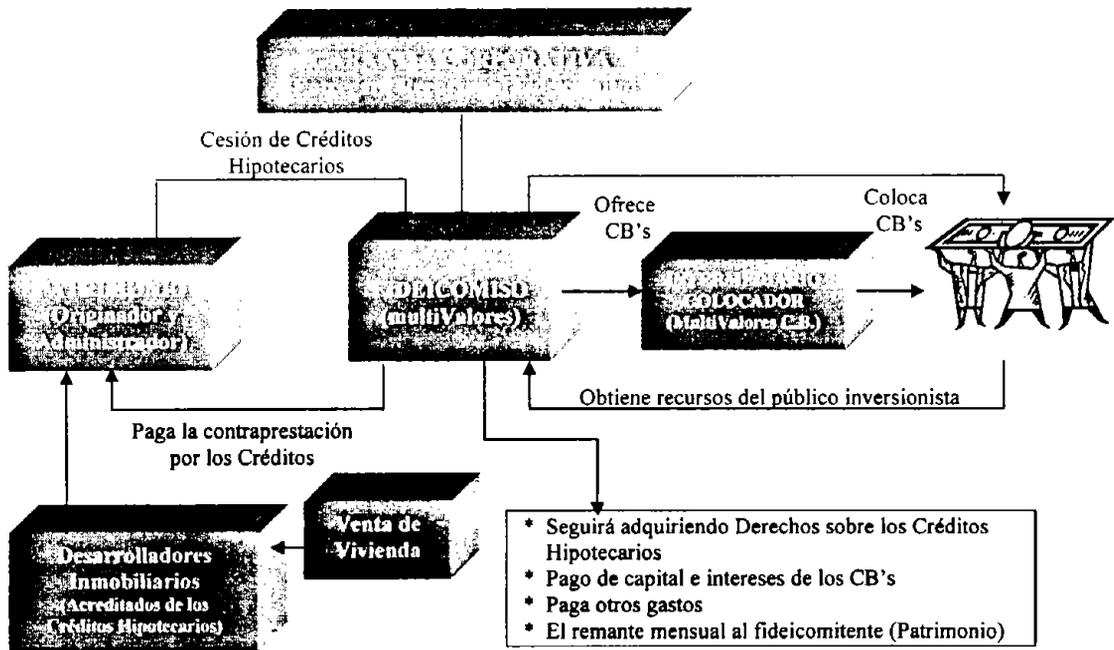
Los recursos obtenidos de la colocación serán conservados por el fiduciario para adquirir de Patrimonio, mediante un Contrato de Aportación, los Derechos que sean originados por Patrimonio que cumplan con los criterios de elegibilidad acordados entre el Fideicomitente, el Fiduciario y el Representante Común de los tenedores, con la anuencia de las Agencias Calificadoras y reúnan los requisitos necesarios para ser aportados al fideicomiso de emisión; es decir, en un primer momento con los recursos de la colocación se irán adquiriendo Derechos hasta que sólo lo que exista en el fideicomiso sean Derechos, ya que el Fiduciario irá recibiendo reportes de avance de obra por parte de Patrimonio como Administrador de los Créditos y sobre esa base irá adquiriendo Derechos sobre los Créditos Hipotecarios.

En caso de que la Sociedad Hipotecaria Federal, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (SHF) en su carácter de garante corporativo fondee los Derechos, la fideicomitente deberá liquidar tales fondeos a efecto de que la SHF no tenga algún derecho o garantía preferente respecto de las garantías hipotecarias propias de tales Derechos a ser aportados.

Los acreditados (Desarrolladores Inmobiliarios) llevan a cabo la venta de viviendas con ello se van generando los pagos bajo los créditos hipotecarios. Los créditos aportados al fideicomiso deben ser elegibles; es decir, deben contar con alguna línea de crédito con Infonavit, Fovissste u otra fuente de fondeo (Fondos de Vivienda), por lo que existe una carta instrucción en la que se les indica a estas fuentes de fondeo que los recursos no se los dé a su cliente (persona interesada en comprar la vivienda), si no que lo deposite en el Fideicomiso Emisor, siendo ahora este último el titular de tales Derechos de Cobro.

La liquidación de los Créditos aportados al fideicomiso la realizarán los acreditados con los recursos que obtengan de la venta de las viviendas pago que es realizado por algún Fondo de Vivienda.

Conforme pasa el tiempo, las cantidades derivadas de la cobranza de los Derechos recibidas por el Fideicomiso se utilizarán para que el Fiduciario adquiera de Patrimonio otros Derechos. Asimismo, el Fiduciario es el responsable de realizar otros pagos, derivados de la operación, tales como el pago de capital e intereses de los Certificados Bursátiles. La Fideicomitente de conformidad con las cláusulas del contrato de fideicomiso tiene derecho a los remanentes mensuales de dicho contrato. Dicha operación se esquematiza a continuación:



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

e) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: La Comisión Nacional Bancaria y de Valores exige que se incluya en el prospecto de colocación los riesgos relacionados a la estructura legal y operacional de la oferta, los relacionados a la empresa u Originador de los activos a fideicomitir, los factores de riesgo de los títulos y los relacionados a variables económicas en México.

En esta operación los factores de riesgo que consideraron los tenedores de los Certificados Bursátiles fueron, entre otros, los siguientes:

- Problemas de pago de los acreditados
- Recuperación de los créditos por vía judicial o extrajudicial
- Concentración en la industria de desarrollos inmobiliarios de vivienda en México
- Procedimiento de Ejecución de la Garantía o Apoyo Crediticio
- El Fideicomiso no será Entidad Regulada
- Riesgo de Administración del Activo
- Concurso Mercantil del Fideicomitente
- Administrador Substituto o ausencia de Administrador
- Riesgos de Originación por parte del Fideicomitente
- No Sustitución de Cartera; No Aportación de Cartera Adicional.
- Indebida cesión de Créditos Hipotecarios
- Riesgo de Reinversión

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Standard & Poor's S.A. de C.V. y Fitch México, S.A. de C.V. como una emisión "AAA" representando la más alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Adquirir Derechos derivados de los créditos originados por la Fideicomitente y ésta a su vez, con dicha contraprestación, los destinará para otorgar nuevos créditos a sus clientes.

3.5.2 EL CASO “COLORINES”: DERECHOS DE CONTRATOS DE ARRENDAMIENTO

Modalidad: Colación Única de Certificados Bursátiles

Monto: \$450'000,000.00

a) Actividad

Inmobiliaria Valle de Colorines, S.A. de C.V. (Colorines) tiene como actividad principal el desarrollar y construir diferentes áreas, tanto comercial como habitacional.

b) Objetivo de la Bursatilización

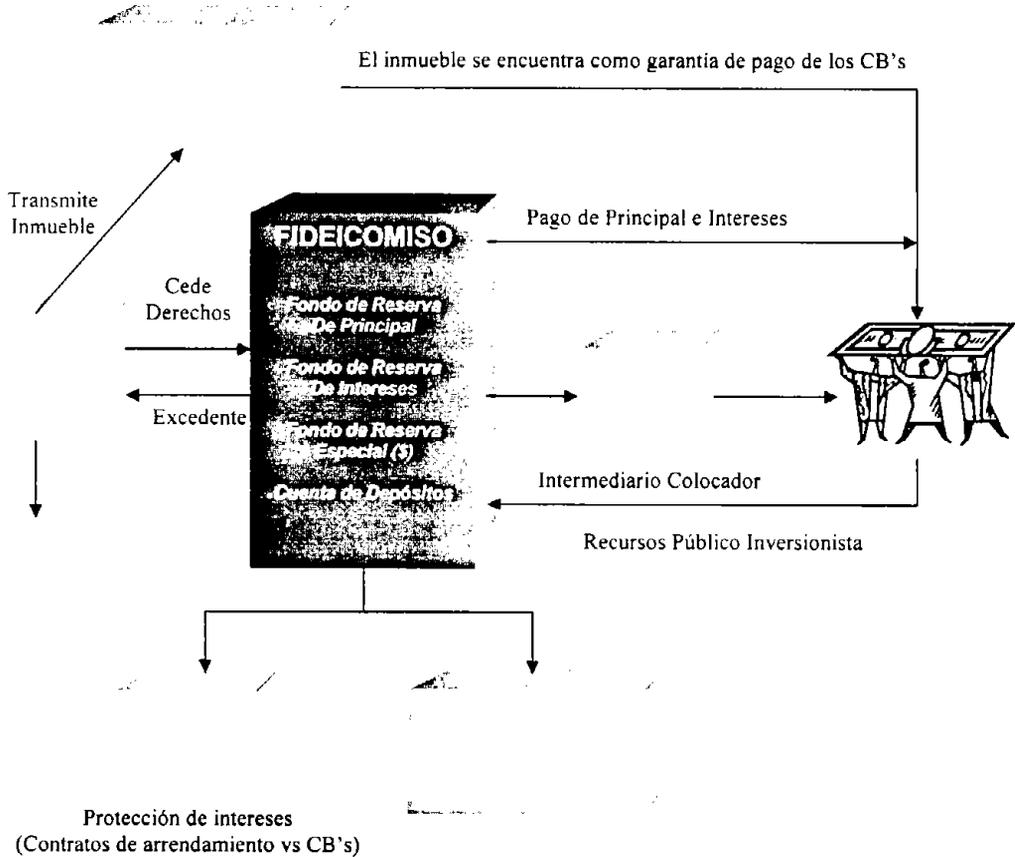
Con el fin de diversificar sus fuentes de fondeo y a la vez obtener recursos para nuevos desarrollos Colorines emite Certificados Bursátiles a través de un Fideicomiso, al cual Colorines cede los Derechos de Cobro presentes y futuros derivados de los contratos de arrendamiento de los locales comerciales de Plaza Fiesta San Agustín Etapa III ubicado en Monterrey, Nuevo León. Adicionalmente, Colorines aportará a un fideicomiso de garantía la totalidad del inmueble Plaza Fiesta.

c) Participantes

- **Fideicomitente:** Inmobiliaria Valle de Colorines, S.A. de C.V.
- **Fiduciario Emisor:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan, Grupo Financiero, División Fiduciaria.
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles
En segundo lugar Colorines como fideicomitente
- **Originador:** Inmobiliaria Valle de Colorines, S.A. de C.V.
- **Administrador:** Promotora Valle de Colorines, S.A. de C.V.
- **Garantía:** Inmueble Plaza Fiesta San Agustín Etapa III (Fideicomiso de Garantía).
- **Auditor externo:** RSM Bogarin, Erhard, Padilla, Alvarez & Martínez, S.C.
- **Abogado independiente:** Thompson & Knights, de R.L. de C.V.

- **Intermediario Colocador:** Value, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero.
- **Representante Común de los tenedores:** MultiValores Casa de Bolsa, S.A. de C.V., MultiValores Grupo Financiero.

d) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

Colorines transmitió al fideicomiso emisor los Derechos de Cobro de los Contratos de Arrendamiento de los locales ofrecidos en venta. Asimismo, transmite al fideicomiso de garantía el inmueble (Centro Comercial) como garantía de pago de los Certificados Bursátiles.

El fiduciario realiza la emisión de los títulos, a través del intermediario colocador, y a su vez, recibe los recursos del público inversionista. El fiduciario aplica los recursos provenientes de la emisión a constituir los fondos de reserva y la cuenta de depósito para efectos de pago de principal e intereses de los títulos, asimismo, paga los gastos de operación y otros gastos.

Un factor importante, es que en el supuesto que los intereses devengados bajo los Certificados Bursátiles sean superiores a los intereses devengados bajo los contratos de arrendamiento, en virtud de una diferencia en las tasas de interés correspondientes, el fiduciario podrá contratar un Contrato de Derivados para efectos de protección de tasas.

Una vez cubiertos los gastos y las reservas, el fiduciario entrega el excedente de los recursos al fideicomitente (Colorines) y éste, a su vez, aplica el excedente al pago de pasivos y para el desarrollo de nuevos proyectos.

e) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: En esta operación los factores de riesgo que consideraron los tenedores de los Certificados Bursátiles fueron, entre otros, los siguientes:

- Desfase entre ingresos generados por rentas y servicio de la deuda
- Vigencia y efectividad en los derechos de cobro
- Efectos en las rentas por una reducción en la actividad económica
- Vencimientos en los contratos de arrendamiento
- Gestión inadecuada del administrador
- Venta del centro comercial por una amortización anticipada

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Fitch México, S.A. de C.V. como una emisión "AA" representando una alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Adquirir Derechos de Cobro de los Contratos de Arrendamiento originados por la fideicomitente, y ésta a su vez, con dicha contraprestación, los destinará para el pago de pasivos y desarrollo de nuevos proyectos.

3.5.3 EL CASO “MONTERREY CADEREYTA”: CUOTAS DE PEAJE

Modalidad: Colación Única de Certificados Bursátiles

Monto: 637'874,400 Udis

a) Antecedentes de la autopista de cuota de Nuevo León

En 1987 a partir de una concertación y colaboración con la Cámara de de la Industria de la Construcción, el Gobierno del Estado de Nuevo León emprendió la construcción de la autopista de cuota con el objeto de resolver la demanda vehicular, bajo la consideración de que la ciudad de Cadereyta se perfilaba como nuevo polo de desarrollo.

b) Objetivo de la Bursatilización

Con el propósito de administrar los ingresos derivados del uso de la autopista de cuota; así como, para el mejoramiento y ampliación de la red de caminos y carreteras del Estado, se creó la red estatal de autopistas (REA) de Nuevo León. La REA es un organismo público descentralizado del Estado de Nuevo León, de acuerdo con la Ley de la REA tiene por objeto planear, proyectar, promover, conservar, construir, explotar, administrar y operar todas las autopistas de cuota que se establezcan en el territorio del Estado cuya realización se lleve a cabo con recursos mayoritariamente estatales.

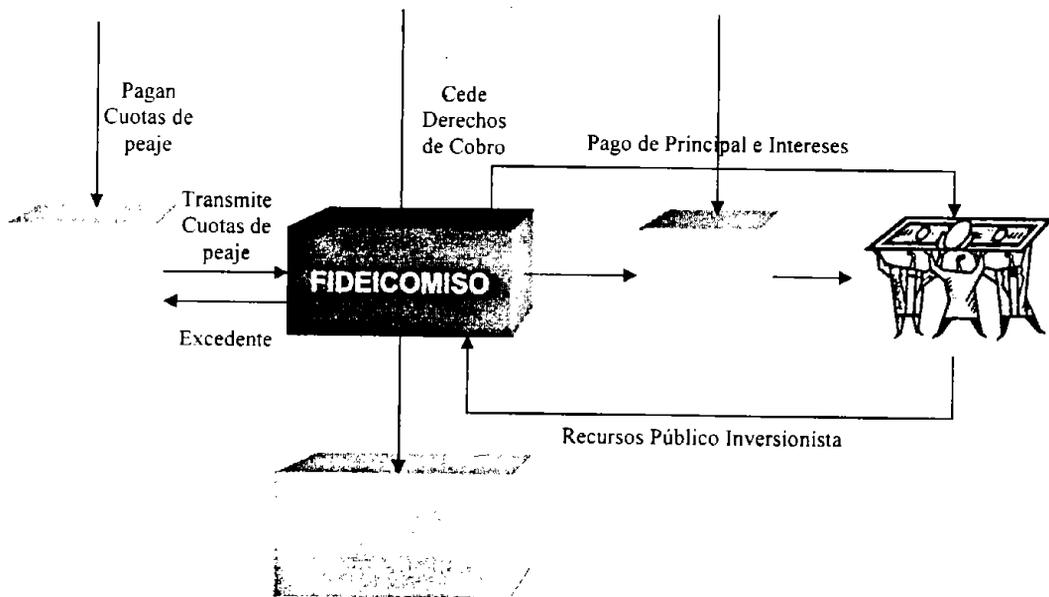
La REA al contar con los recursos derivados de los derechos de cobro de las cuotas carreteras del tramo Monterrey-Cadereyta decide bursatilizarlas mediante una emisión de Certificados Bursátiles.

c) Participantes

- **Fideicomitente:** Red Estatal de Autopistas de Nuevo León
- **Fiduciario Emisor:** Nacional Financiera, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles
En segundo lugar MBIA Insurance Corporation, empresa aseguradora de Nueva York que otorgó la garantía de pago oportuno de capital e intereses de los títulos.
En tercer lugar la Red Estatal de Autopistas de Nuevo León como fideicomitente

- **Operador:** Red Estatal de Autopistas de Nuevo León o sustituto
- **Garantía:** MBIA Insurance Corporation cuya calificación crediticia es “AAA”
- **Auditor externo:** Leal Tijerina y Asociados, S.C.
- **Abogado independiente:** Tacher Proffitt & Word, S.C.
- **Representante Común de los tenedores:** Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero
- **Intermediario Colocador:** Casa de Bolsa Banorte, S.A. de C.V., Grupo Financiero Banorte

d) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

Los términos de la emisión fueron aprobados por el Secretario de Finanzas y Tesorería del Estado. La descripción del diagrama se muestra a continuación:

REA aporta al fideicomiso los derechos de cobro y las cuotas, el fiduciario emite los títulos y coloca en el mercado de los títulos mediante oferta pública, los tenedores adquieren los títulos y liquidan el precio de los mismos al fideicomiso. REA reciben como fideicomitente y operador el producto de los derechos de cobro y las cuotas, REA entrega los recursos mencionados al fideicomiso para su depósito en las cuentas del fideicomiso correspondientes.

El fideicomiso con cargo a la Cuenta de Pago de los títulos pagará capital e intereses y que en caso de que los recursos no sean suficientes entra la garantía de MBIA.

e) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: Los principales factores de riesgo relacionados con este tipo de emisiones son, entre otros, los siguientes:

- Contingencias de la autopista de cuota
- Sustitución del operador
- Desastres naturales en la autopista de cuota
- Interrupción del servicio
- Modificación en la regulación local de las autopistas de cuota
- Incrementos en las tarifas de cobro (minimiza afluencia vehicular)
- Incrementos en gastos de operación y mantenimiento

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Standard & Poor's S.A. de C.V., Fitch México, S.A. de C.V. y Moody's de México, S.A. de C.V. como una emisión "AAA" representando la más alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Gastos relacionados con la emisión; fondeo de las principales cuentas del fideicomiso; pago a la REA de la contraprestación derivada de la cesión de los derechos de cobro, dicho organismo destinará tales recursos a cubrir sus costos de administración y operación, a la conservación de las autopistas que le sean propias; así como, la promoción, construcción, mejoramiento y ampliación de la red de autopistas del Estado de Nuevo León, de conformidad con lo que se establece en la Ley de la REA.

3.5.4 EL CASO “VERACRUZ”: IMPUESTO SOBRE NÓMINA

Modalidad: Programa de Certificados Bursátiles

Monto: \$450'000,000.00

a) Objetivo de la Bursatilización:

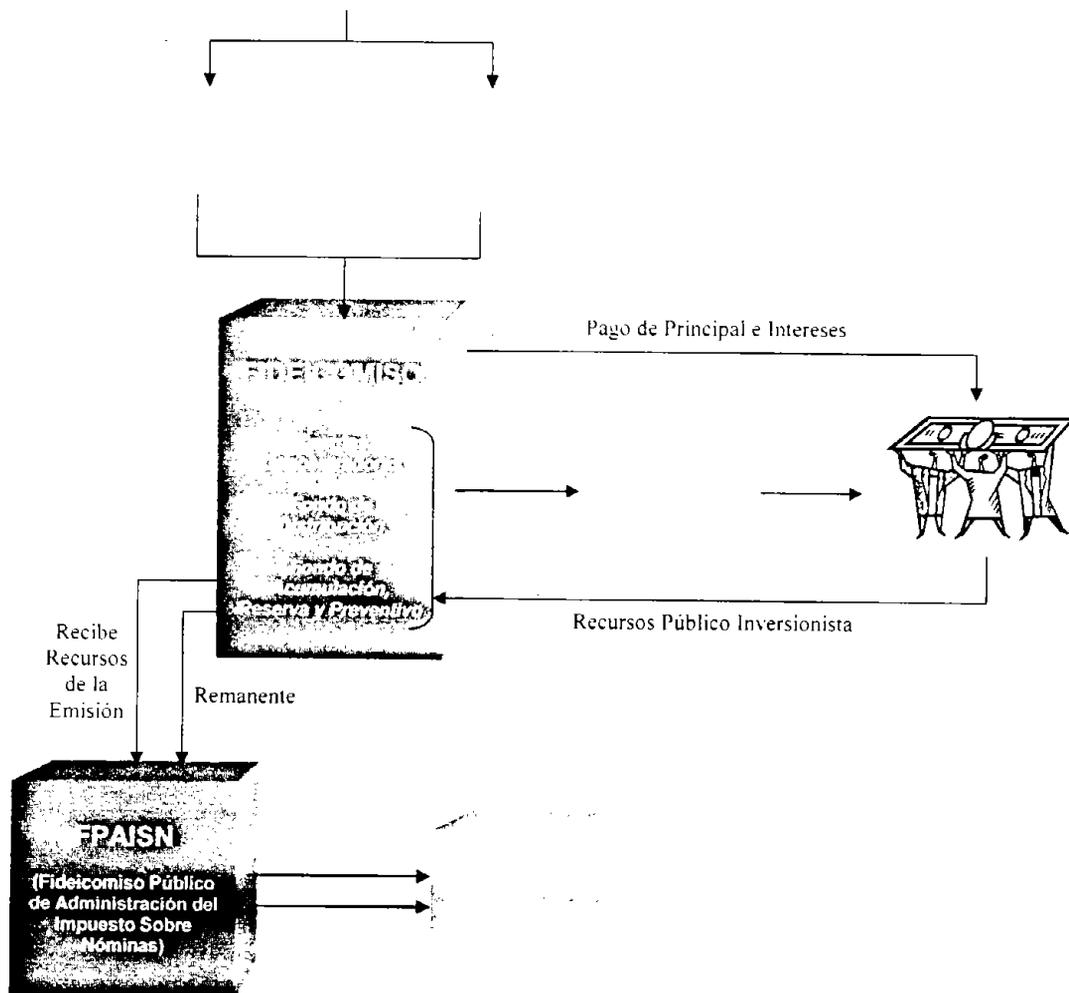
Incrementar las opciones que tiene el Fideicomiso de Administración del Impuesto sobre Nóminas (FPAISN) para realizar obra pública productiva, mediante emisión de deuda en el mercado bursátil, que de otra manera no sería posible realizar por no poder disponer en el presente de los flujos futuros del Impuesto Sobre Nómina (ISN).

c) Participantes

- **Fideicomitente:** Estado Libre y Soberano de Veracruz de Ignacio de la Llave por conducto de la Secretaría de Finanzas y Planeación.
- **Fiduciario Emisor:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan Grupo Financiero, Dirección Fiduciaria
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles.
En segundo lugar el Fideicomiso Público de Administración del Impuesto Sobre Nóminas firmado por Banorte y el Estado de Veracruz en el que el fideicomitente es el propio Estado de Veracruz, cuyo fin es financiar las labores encaminadas a la ejecución de obra pública necesarias para el Estado de Veracruz.
En tercer lugar el Estado Libre y Soberano de Veracruz de Ignacio de la Llave.
- **Aval:** Estado de Veracruz quien se encuentra obligado a transferir al fideicomiso la cantidad establecida en caso de insuficiencia de recursos.
- **Auditor externo:** Juan Antonio Cedillo y Cia. S.C.
- **Abogado independiente:** Thacher Proffitt & Woods, S.C.
- **Intermediario Colocador:** GBM Grupo Bursátil Mexicano, S.A. de C.V., Casa de Bolsa.
- **Agente Estructurador:** Protego Asesores, S.A. de C.V.

- **Representante Común de los tenedores:** BankBoston, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria.

d) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

La H. LIX Legislatura del Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave autorizó al Gobernador del Estado de Veracruz, por conducto de la Secretaría de Finanzas y Planeación, para que en el ejercicio fiscal de 2003, emita valores representativos de un pasivo a cargo del Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave, hasta por la cantidad de \$500.0 mdp al que afectaron en fuente de pago el porcentaje necesario y suficiente de los ingresos derivados del Impuesto Sobre Nóminas (ISN). Dicha emisión se encuentra dentro del monto de endeudamiento autorizado en la Ley de Ingresos del Estado de Veracruz para el mencionado ejercicio fiscal.

La descripción del diagrama se muestra a continuación:

Los contribuyentes pagan el ISN en bancos, Internet o en las oficinas recaudadoras del Estado; dichos recursos se reciben diariamente en las Cuentas Concentradoras, las cuales fueron aportadas por el Estado al patrimonio del Fideicomiso. Con los ingresos derivados del ISN el fiduciario abastece el Fondo de Acumulación de cada emisión, que a su vez abastece, a los Fondos de Reserva y Preventivo (Fuente de pago de los Certificados Bursátiles).

El fiduciario emisor realiza la emisión de los títulos con ayuda del intermediario colocador los cuales son colocados entre el público inversionista. los recursos del público son ingresados al fideicomiso y el fiduciario paga los gastos de estructuración, constituye y pone en saldo objetivo el Fondo de Reserva de la emisión correspondiente y trasmite los recursos derivados de la emisión al FPAISN, asimismo, una vez que están constituidos los Fondos del Fideicomiso, entrega al FPAISN el remanente.

El FPAISN destina los recursos derivados de la emisión y el remanente obtenido a obra pública productiva conforme al programa de inversión, establecidos por el Comité Técnico del FPAISN.

e) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: Los principales factores de riesgo relacionados con este tipo de emisiones son, entre otros, los siguientes:

- La posible revocación o modificación de la instrucción dada a las instituciones de banca múltiple y a las oficinas recaudadoras del estado.

- El corto período de vigencia que tiene el Impuesto Sobre Nómina en el Estado y el alto nivel de concentración en los contribuyentes, ya que el 60.6% de lo recaudado durante el 2002 se registró en 22 contribuyentes.
- Implementar una resolución administrativa por parte del gobierno estatal mediante la cual los grandes contribuyentes, cubran mensualmente el Impuesto Sobre Nómina en las instituciones bancarias.
- El porcentaje de recaudación que se efectúe en las oficinas recaudadoras vs la recaudadoras en las sucursales bancarias.
- Insuficiencia de ingresos derivados del ISN

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Fitch México, S.A. de C.V. y Moody's de México, S.A. de C.V. como una emisión "AA" representando una muy alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: De conformidad con el artículo 105 del Código Financiero para el Estado, el 100% de los recursos obtenidos por la emisión de Certificados Bursátiles, menos las cantidades necesarias para cubrir los gastos relacionados con la emisión. Así como, las reservas establecidas, serán transmitidos íntegramente al FPAISN para destinarse a financiar gasto público en el rubro de obra pública, en los proyectos que determine su Comité Técnico.

El Comité Técnico del FPAISN esta integrado por 28 miembros titulares, entre los que se encuentra el Gobernador del Estado, representantes del sector empresarial del Estado. La integración de este Comité tiene la finalidad que las obras públicas que realice el FPAISN se encuentren estrechamente vinculadas a las necesidades y prioridades de los distintos sectores del Estado.

Los recursos de una de las emisiones se destinaron a la Ejecución de diversos proyectos de infraestructura hospitalaria.

3.5.5 EL CASO “NAVISTAR”: CRÉDITOS REFACCIONARIOS

Modalidad: Programa de Certificados Bursátiles

Monto: \$1,100'000,000.00

a) Actividad

Servicios Financieros Navistar, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado (Navistar), es una sociedad que tiene por objeto el otorgamiento de créditos directa e indirectamente, tanto a personas físicas como personas morales para la adquisición de equipo de transporte.

Este financiamiento es documentado mediante un contrato de apertura de crédito refaccionario. A fin de fondar sus operaciones crediticias, en noviembre de 2004, Navistar realizó una operación de Bursatilización.

b) ¿Qué se bursatilizó?

Derechos derivados de créditos otorgados por Navistar; así como, el efectivo resultado de la cobranza de dichos créditos y por cualesquiera swaps, opciones u otros instrumentos financieros derivados sobre tasas de interés que llegue a contratar el fiduciario.

c) Participantes en la operación

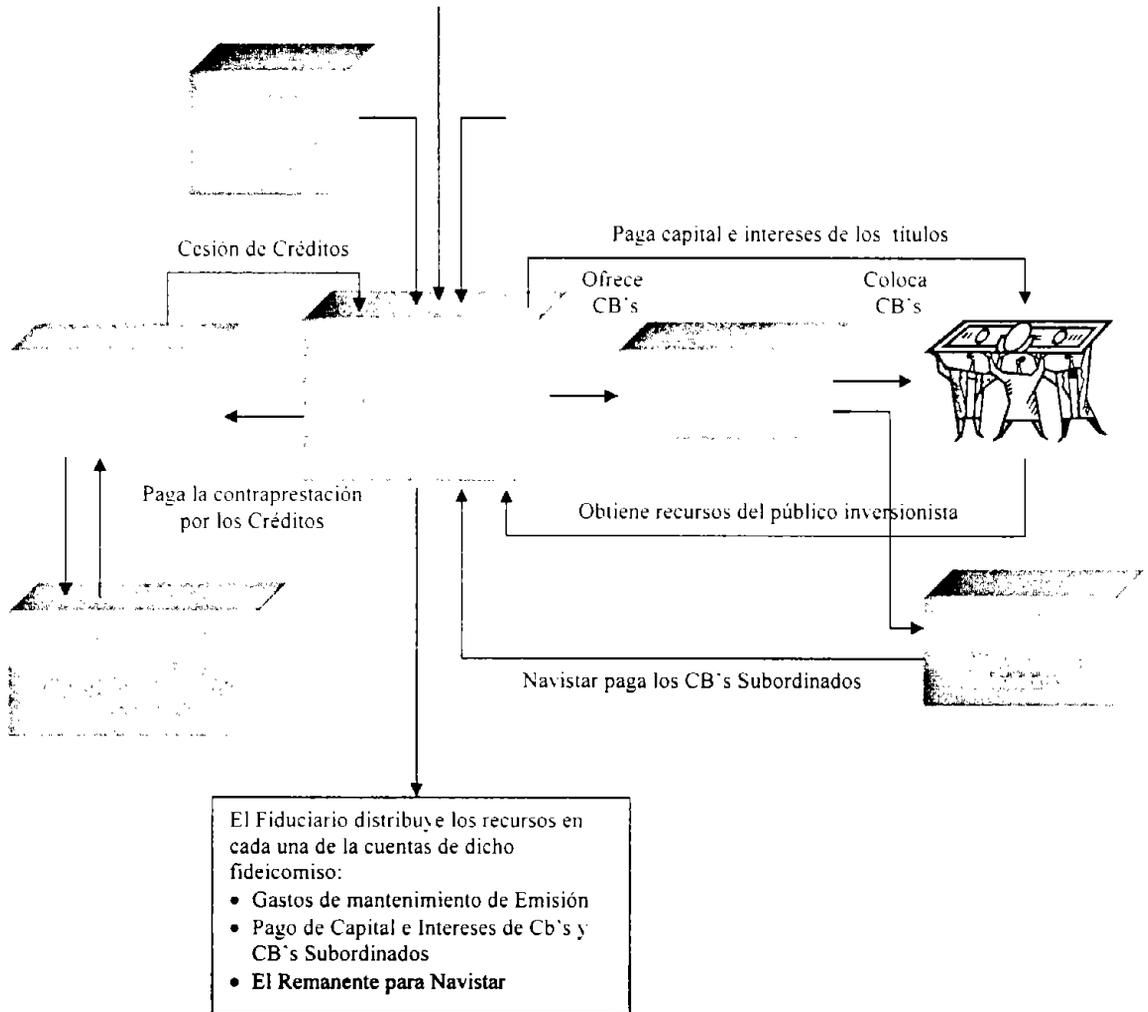
- **Fideicomitente:** Servicios Financieros Navistar, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado
- **Fiduciario Emisor:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan Grupo Financiero, División Fiduciaria.
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores
En segundo lugar Navistar como tenedor de los CB's subordinados
En tercer lugar Navistar por su propio derecho
- **Originador y Administrador:** Servicios Financieros Navistar, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado

- **Administrador Sustituto:** Brimco, S. de R.L. de C.V.
- **Apoyo crediticio:** Podrán ser apoyos externos (garantías, cartas de crédito, etc.) o internos (aforos, reservas, series subordinadas de valores, etc.). Para la primera emisión se contó con el aval parcial de Nacional Financiera, S.N.C.
- **Auditor externo:** Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza. S.C.
- **Abogado independiente:** Ritch, Heather y Mueller. S.C.
- **Valuador:** En su caso
- **Representante Común:** Banco Invex. S.A.. Institución de Banca Múltiple. Invex Grupo Financiero.
- **Intermediario Colocador:** Scotia Inverlat Casa de Bolsa. S.A. de C.V.. Grupo Financiero Scotiabank Inverlat e Ixe Casa de Bolsa. S.A. de C.V.. Ixe Grupo Financiero.

d) Características de la cartera a bursatilizar

- **Criterios de elegibilidad:** Podrán referirse a las características de los créditos, a las características de los acreditados o por concentración (geográfica, por cliente, etc.).
- **Plazo de los créditos:** Entre 6 a 60 meses.
- **Tasa de interés de los créditos:** Fija o Variable
- **Calificación:** Fitch "AAA(mex)" y Moody's "Aaa.mx"
- **Revisiones anuales:** En caso de que lo determine el Comité Técnico se realizará por auditores externos
- **Apoyo de Crédito:** Externos (Garantías reales o personales, pólizas de seguros, cartas de crédito, etc.) o Internos (Establecimiento de reservas, mantenimiento de aforos, series subordinadas de valores, etc.).

e) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

La descripción del diagrama se muestra a continuación:

El programa fue autorizado para emitir Certificados Bursátiles y Certificados Bursátiles Subordinados, estos últimos no son objeto de oferta pública, ya que serán adquiridos por Navistar. Dichos títulos estarán subordinados en cuanto a prelación en el pago de capital e intereses que el emisor haga respecto de los Certificados Bursátiles, una característica importante, es que estos títulos no se inscribirán en el Registro Nacional de Valores y no cotizarán en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. al no ser objeto de oferta pública.

Navistar cede al fideicomiso emisor los Derechos derivados de los Créditos que otorga y que cumplan con los criterios de elegibilidad. El fiduciario realiza la emisión de Certificados Bursátiles y Certificados Bursátiles Subordinados, a través del intermediario colocador; y a su vez, recibe los recursos del público inversionista y de Navistar (adquirente de los Subordinados). El fiduciario aplica los recursos provenientes de la emisión a las cuentas de mantenimiento de emisión: pago de capital e intereses de los títulos y contraprestación por los créditos a Navistar.

Un factor importante, es que en el supuesto que los intereses devengados bajo los Certificados Bursátiles sean superiores a los intereses devengados bajo los contratos de crédito, en virtud de una diferencia en las tasas de interés correspondientes, el fiduciario podrá contratar un Contrato de Derivados para efectos de protección de intereses.

Una vez cubiertos los gastos y las cuentas, el fiduciario entrega el remanente de los recursos al fideicomitente (Navistar) y éste, a su vez, lo aplica para el otorgamiento de nuevos créditos refaccionarios.

f) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: Independientemente, de los aplicables la propia emisión de CB's, para tal operación se consideraron, entre otros, los siguientes factores:

- **Imposibilidad de adquirir créditos adicionales**
- **El incumplimiento de los deudores puede afectar el patrimonio del fideicomiso**

- Situaciones adversas en la industria del transporte puede afectar la capacidad de pago de los deudores
- Factores relacionados con el Originador, el Administrador o el Garante

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Standard & Poor's S.A. de C.V., Fitch México, S.A. de C.V. y Moody's de México, S.A. de C.V. como una emisión "AAA" representando la más alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Gastos relacionados con la emisión y Contraprestación de la Cesión de Derechos de Cobro derivados de los contratos de crédito cedidos al fideicomiso por Navistar.

3.5.6 EL CASO “SU CASITA”: CRÉDITOS HIPOTECARIOS

Modalidad: Programa de Certificados Bursátiles

Monto: \$2,500'000,000.00

a) Actividad

Hipotecaria Su Casita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado (SuCasita), obtuvo su registro como intermediario financiero por parte del Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda “FOVI” (Fideicomiso constituido por el Gobierno Federal, administrado por la Sociedad Hipotecaria Federal) para canalizar créditos de dicho fondo, destinados a financiar vivienda. La actividad principal consiste en el financiamiento para la construcción y adquisición de vivienda de interés social. La mayor parte de los créditos que la empresa ha otorgado cuentan con recursos provenientes de FOVI. La principal fuente de ingresos de “SuCasita” proviene de las comisiones cobradas al acreditado por la originación y administración del crédito, tanto para créditos individuales como para créditos a la construcción.

b) Objetivo de la Bursatilización

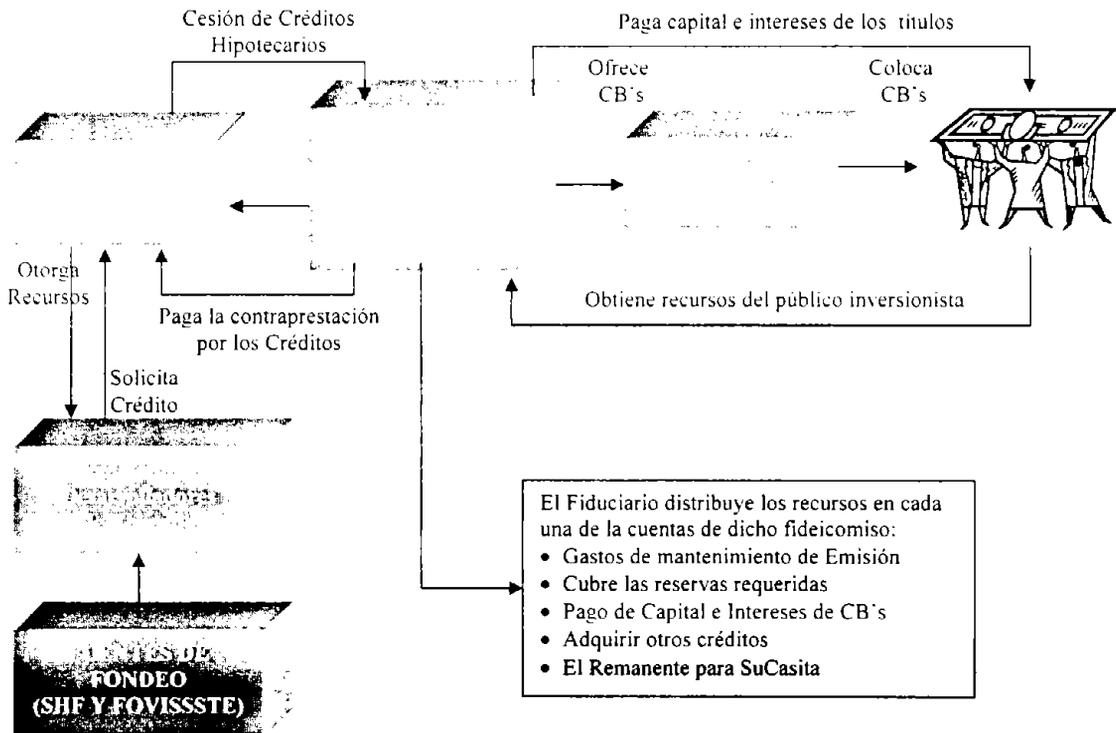
Emitir Certificados Bursátiles vía Bursatilización de los Derechos derivados de créditos hipotecarios otorgados por SuCasita, con ello generar una fuente de recursos que le permita tener una alternativa de fondeo para otorgar créditos puente con garantía hipotecaria o fiduciaria a desarrolladores en México.

c) Participantes en la operación

- **Fideicomitente:** Hipotecaria Su Casita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado
- **Fiduciario Emisor:** Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan Grupo Financiero, División Fiduciaria.
- **Fideicomisarios:** En primer lugar los tenedores de los Certificados Bursátiles
En segundo lugar Hipotecaria Su Casita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado

- **Originador y Administrador:** Hipotecaria Su Casita, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Limitado
- **Auditor externo:** PricewaterhouseCoopers, S.C.
- **Abogado independiente:** Mijares, Angoitia, Cortés y Fuentes, S.C.
- **Representante Común:** Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple. Invex Grupo Financiero.
- **Intermediario Colocador:** ING (México). S.A. de C.V., Casa de Bolsa, ING Grupo Financiero y Deutsche Securities, S.A. de C.V. Casa de Bolsa.

d) Estructura de la Operación



Fuente: Elaboración propia. La información se obtuvo de los prospectos publicados en la página electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. www.bmv.com.mx.

La descripción del diagrama se muestra a continuación:

SuCasita cede al fideicomiso emisor los Derechos derivados de los Créditos Hipotecarios endosando el pagaré y cumpliendo con los requisitos establecidos el fideicomiso. El fiduciario realiza la emisión de Certificados Bursátiles, a través de los intermediarios colocadores, y a su vez, recibe los recursos del público inversionista –que serán depositados en el fideicomiso-. El fiduciario aplica los recursos provenientes de la emisión a las cuentas de mantenimiento de emisión: pago de capital e intereses de los títulos y contraprestación por los créditos hipotecarios a SuCasita.

Una vez realizada la cesión de los créditos, el fiduciario recibirá reportes de avance de obra de parte de SuCasita (administrador) y en base a dichos reportes de avance de obra se llevará a cabo los desembolsos pendientes bajo los créditos, hasta que prácticamente todo el patrimonio del fideicomiso se conforme de créditos hipotecarios.

Los desarrolladores inmobiliarios obtienen los recursos para pagar el principal y los intereses bajo los créditos de las ventas de las unidades habitacionales que construyen en sus proyectos inmobiliarios. Solo son elegibles para ser financiados los créditos que tengan aprobada una línea de crédito de la SHF, INFONAVIT y FOVISSSTE.

En cada ocasión en la que se lleva a cabo la venta (financiada por los agentes arriba indicados) de una vivienda, se genera un pago parcial bajo el crédito hipotecario que financió ese proyecto.

Previo acuerdo o contrato, el producto de la venta será depositado directamente en el fideicomiso, el desarrollador tendrá derecho a recibir la parte no financiada de la vivienda vendida, una vez deducidos los gastos adeudados al fideicomiso con respecto a esa vivienda.

Conforme el tiempo, se irán adquiriendo más créditos y una vez cubiertos los gastos y las cuentas del fideicomiso, el fiduciario entrega el remanente de los recursos al fideicomitente (SuCasita) y él, a su vez, lo aplica para el otorgamiento de nuevos créditos hipotecarios.

f) Factores de Riesgo, Calificación de la Emisión y Destino de Fondos

Factores de Riesgo: Independientemente, de los aplicables la propia emisión de CB's, para esta operación se consideraron, entre otros, los siguientes factores:

- Concentración en la industria de desarrollos inmobiliarios de vivienda de interés social en México
- Factores relacionados con el Originador o el Administrador
- Indebida cesión de créditos
- Riesgo de sustitución de créditos
- Mejores condiciones de crédito por parte de competidores
- Dependencia de organismos de vivienda
- Riesgo de construcción

Calificación de la emisión: Esta operación fue calificada por Standard & Poor's S.A. de C.V. y Fitch México, S.A. de C.V., como una emisión "AAA" representando la más alta calidad crediticia.

Destino de Fondos: Gastos relacionados con la emisión y Contraprestación de la Cesión de Derechos de Cobro derivados de los contratos hipotecarios cedidos al fideicomiso por SuCasita.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La globalización es un proceso paulatino de consolidación de un mercado global en el cual incurren e integran los mercados financieros nacionales.

Como efecto de la globalización de la economía y del desarrollo de nuevas tecnologías en informática y comunicaciones, los mercados de valores se han internacionalizado y el mexicano no es la excepción.

En México se han dado cambios en las fuentes de financiamiento, llevando a fuentes no bancarias a tener un mayor papel en nuestra economía, según cifras de Banco de México a finales del 2004 el financiamiento bancario fue del 36%, mientras que el no bancario representó el 64%, lo cual ha transformado al sector financiero de México y dentro de estas fuentes alternas, se distingue que el 68% es endeudamiento en el mercado de valores.

Hoy en día el financiamiento bursátil es una importante opción para atender las necesidades financieras del emisor mexicano, específicamente, la emisión de títulos de deuda para su colocación entre inversionistas nacionales y extranjeros, que se traduce en una realidad para las Empresas y Gobierno con visión de trascender.

Partiendo de la globalización y de cómo se ha comportado el financiamiento en nuestra economía, las innovaciones que se han dado en el mercado de títulos de deuda, específicamente, con la creación de un nuevo título de crédito llamado "Certificado Bursátil" que reúne las facilidades de emisión del Pagaré, la seguridad jurídica de las Obligaciones y la versatilidad de los Certificados de Participación Ordinarios respecto al implemento de esquemas de bursatilización, han dado un mayor dinamismo al mercado de valores mexicano.

Con las reformas a la Ley del Mercado de Valores en el 2001 se incorporó la figura del Certificado Bursátil *"... a efecto de dotar al mercado y a los emisores de valores de un nuevo instrumento que les permita el acceso a fuentes de financiamiento a través del mercado de valores, el proyecto que se presenta contempla*

*la existencia de un nuevo título de crédito denominado certificado bursátil, el cual es de fácil emisión pero dentro de un marco que dota a los inversionistas de seguridad para su cobro”.*¹

El Certificado Bursátil se está desarrollando como el título de crédito más adecuado para emitir deuda en el mercado de valores, asimismo, figura como el instrumento preferido por excelencia del emisor para realizar operaciones de Bursatilización de activos.

El dinamismo de los Certificados Bursátiles ha sido importante si se contrastan las cifras: Del año 2002 a finales del 2004, las emisiones de Pagarés de corto plazo han disminuido en un 29%, mientras que los Certificados Bursátiles de corto plazo, en el mismo periodo, se han incrementado un 284%. Por otro lado, las emisiones de Certificados Bursátiles de mediano y largo plazo, en ese mismo periodo, han crecido un 54%. Dentro de estas emisiones, las emitidas por la iniciativa privada crecieron 170% y las Gubernamentales decrecieron un 6%. Durante el 2004 no se realizó emisión alguna de Bonos, Pagarés de mediano y largo plazo, Obligaciones, Certificados de Participación y Pagarés de Indemnización Carretera.

Del 2001 (año en que se realizó la primera emisión de Certificados Bursátiles en México) a diciembre de 2004 se realizaron ofertas públicas de Certificados Bursátiles de corto, mediano y largo plazo por un monto de \$454,217 mdp, mientras que el resto de los instrumentos de deuda en su conjunto representaron para el mismo periodo un monto de \$252,830 mdp.

Lo anterior, ratifica que el mercado bursátil requería de un nuevo instrumento flexible para financiar a las empresas, gobiernos y entidades financieras en su carácter de fiduciarias, para darle dinamismo al mercado de deuda mexicano.

El financiamiento bursátil también se ha logrado a través de las Bursatilizaciones, siendo éste un mecanismo bajo el cual una empresa, Gobiernos o entidades municipales e instituciones financieras en su carácter de fiduciarias, pueden obtener financiamiento haciendo uso de sus activos como por ejemplo: Sus cuentas por cobrar; créditos hipotecarios, flujos futuros, préstamos para autos, participaciones federales, etc., los cuales por sí solos son poco líquidos pero una vez ingresados a un fideicomiso (vehículo emisor),

¹ Motivos de las reformas a la Ley del Mercado de Valores publicado en el Diario Oficial de la Federación el 1º de junio de 2001.

por medio del cual se ofrece al público inversionista Certificados Bursátiles u otros valores respaldados por los activos que bursatiliza los hace activos líquidos. El pago de los Certificados Bursátiles o Certificados de Participación Ordinarios depende, primordialmente, de las corrientes de efectivo generadas por los activos bursatilizados y otros derechos diseñados para asegurar el pago, tales como las garantías; apoyos crediticios y una administración adecuada de los activos fideicomitidos, entre otros.

Un aspecto importante es que en México solamente se podían realizar bursatilizaciones de activos mediante la emisión de Certificados de Participación Ordinarios, ahora, con las reformas a la Ley del Mercado de Valores se pueden realizar estas operaciones, además, mediante la emisión de Certificados Bursátiles. Sin embargo, los Certificados Bursátiles hoy en día han permitido la bursatilización de activos de una forma más eficiente que los Certificados de Participación Ordinarios, ya que para los años 2001 al 2004, el porcentaje de bursatilizaciones vía Certificados Bursátiles representó del total el 79%, 96%, 97% y 100%, respectivamente; es decir, en el año de 2004 no se realizó emisión alguna de Certificados de Participación Ordinarios, lo que resalta la preferencia de los emisores e inversionistas sobre el título en cuestión.

Otro aspecto que arrojó el presente trabajo, es la participación activa de los Estados y Municipios en las emisiones de Certificados Bursátiles en Directo y, principalmente, vía Bursatilizaciones de participaciones federales, impuestos sobre nómina y cuotas de peaje. Los fondos obtenidos por las emisiones gubernamentales de Certificados Bursátiles, realizadas en los últimos dos años, vía Bursatilización han sido destinados a reestructurar deuda (71.10%) e inversiones en obra pública (28.90%), impulsando así el mercado bursátil y la economía de los Estados.

Ahora bien, el financiamiento bursátil a través de la emisión de Certificados Bursátiles y la Bursatilización, implica responsabilidades y beneficios.

Dentro de las responsabilidades y partiendo de que el adecuado funcionamiento del mercado financiero requiere de la disponibilidad de información de calidad para la toma de decisiones, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en toda autorización de oferta pública de valores se esfuerza por una revelación adecuada y oportuna de información contenida en el prospecto de colocación que el emisor prepara bajo el principio de relevancia, tomando en cuenta factores cuantitativos y cualitativos, tales como el

comportamiento de cuentas financieras, desarrollo, descripción del emisor y las características de la operación de la oferta pública o en su caso de la bursatilización, resaltando en él, la información referente a los factores de riesgo que conlleva la operación, con el objeto de que el público inversionista cuente con toda la información necesaria para tomar la mejor decisión de inversión.

Por otro lado, es de considerarse que los Certificados Bursátiles y todo instrumento de deuda susceptible de ser emitido para colocarlo entre el público inversionista, deberá contar con una calificación de riesgo crediticio aceptable, ya que en los últimos dos años, del total de emisiones de estos títulos el 57% obtuvo una calificación "AAA", el 15% lo representan títulos "AA" y el 11% de las emisiones fueron calificadas con "A". Dentro de las Bursatilizaciones que se realizaron en ese mismo periodo, el 92% de las emisiones fueron calificadas con "AAA" y "AA". Para obtener una mejor calificación sobre la calidad crediticia de la emisión es necesario contar con mitigantes al riesgo, tales como garantías, apoyos crediticios y una adecuada estructura de la operación, lo anterior es lo que busca el mercado, ofrecer títulos respaldados con un grado de inversión elevado para ofrecer un papel más seguro para el inversionista.

Al respecto, es de resaltar que los inversionistas que han dado fuerza a este mercado son los inversionistas institucionales. por su régimen de inversión se les permite invertir en valores calificados con "AAA" y "AA". así es que el fortalecimiento de los inversionistas institucionales de nuestro país, ha favorecido el desarrollo del mercado de deuda corporativa, de estados y municipios y del segmento hipotecario, por lo que éste, jugará un rol central en el futuro inmediato en tanto las condiciones de mercado permitan la reactivación del segmento accionario.

Por el lado de los beneficios que conllevan la emisión de Certificados Bursátiles, se pueden citar: la amplia aceptación porque es un mecanismo de financiamiento que reúne las ventajas de los Pagarés y las Obligaciones; puede consagrar, entre otros, cláusulas adicionales de obligaciones de dar, hacer o no hacer y vencimientos anticipados, lo que lo convierte en un instrumento atractivo para el mercado; la emisión puede no ser acordada por una asamblea de accionistas, sino por los órganos de administración o de autoridad competentes, situación que reduce considerablemente los costos de emisión; la emisión puede ser en directo o vía bursatilización; los cupones para pago de intereses pueden ser negociados por separado, ningún otro instrumento de deuda lo contempla (Art. 14 Bis 7 de la Ley del Mercado de Valores); son instrumentos que se pueden operar fuera de bolsa, al igual que el Pagaré, cualidad que no

tienen las Obligaciones; pueden ser emitidos por empresas, entidades de la administración pública federal paraestatal, entidades Federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias, mientras que los Pagarés y las Obligaciones solo pueden ser emitidos por sociedades anónimas.

Para los Estados y Municipios permite ampliar el horizonte de planeación para realizar obras de infraestructura; abre la posibilidad de efectuar proyectos que pueden financiarse con flujos futuros que éstos generen; sirve como instrumento para reestructurar pasivos; apoya el fortalecimiento de la gestión pública estatal, al acercar las decisiones en materia financiera a las autoridades, que por su proximidad conocen mejor las necesidades locales; promover una mayor profesionalización y transparencia de la administración.

Por el lado de los beneficios que otorga la bursatilización vía emisión de Certificados Bursátiles se encuentran los siguientes: Alternativa real de financiamiento; se muestra como un mecanismo por el cual se obtiene financiamiento haciendo uso de sus activos; se logra una transparencia en la operación al contar como vehículo emisor y de pago; otorga liquidez sobre activos no líquidos; se considera una operación “Fuera de balance” para el generador de los activos, ya que la afectación al fideicomiso emisor lo desliga de los bienes base de emisión.

Otros factores que arrojó el presente trabajo fue que en los dos últimos años y a partir de las reformas a la Ley del Mercado de Valores, la participación de las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (Sofoles) en el mercado de deuda mexicano, específicamente en la emisión de Certificados Bursátiles se ha incrementado notablemente. Las Sofoles han tenido una participación del 43% en las operaciones de bursatilización, mientras que las emisiones gubernamentales han participado con el 40%.

Es así como con la reformas a la Ley del Mercado de Valores, se ha dado un mayor dinamismo al mercado de deuda mexicano, específicamente con la creación del Certificado Bursátil y la posibilidad de realizar bursatilizaciones mediante la emisión de este título; sin embargo, la profundización del financiamiento bursátil debe seguir avanzando en “**Innovación**”, encontrando nuevas fórmulas o nuevos activos para bursatilizar; “**Apoyo de Autoridades**”, modernizándose para aprovechar plenamente las oportunidades del entorno: **ampliando los mercados, dándoles liquidez y fortaleciendo la confianza; los “Intermediarios**

Colocadores y Asesores de Inversión”, alineando modelos de negocios para ofrecer al público inversionista y emisores los servicios que requieran según sus oportunidades y grado de madurez.

En general, es necesario impulsar el desarrollo del **mercado secundario** para los instrumentos de deuda, ya que un mercado líquido permite la entrada y salida de los inversionistas de acuerdo a sus necesidades, y las referencias sobre el costo de financiamiento o de oportunidad de recursos son más transparentes. Esto fomenta la demanda de los inversionistas e indirectamente, incrementa las opciones de financiamiento para los emisores de títulos de deuda.

Ahora bien, el cómo se impulse el desarrollo del mercado secundario, puede recaer en el fomento de proyectos redituables (pueden ser gubernamentales) que se conviertan redituables para el tenedor del título; es decir, que se motive a querer tomar en el mercado más títulos de ese emisor o ese proyecto redituable en emisiones posteriores. Por otro lado, el manejo del plazo de las emisiones en ocasiones es largo por lo que acuden al mercado secundario. Sin embargo, existe ese vacío en el mercado de deuda que deberá ser cubierto mientras se siga en el avance y las sanas prácticas de mercado.

Otras recomendaciones puntuales que arroja este trabajo son las siguientes:

- Seguir fomentando el mercado de valores poniendo los elementos de intermediación, plataformas de negociación e infraestructura, transparencia de un mejor gobierno corporativo, revelación de información y flexibilidades de emisión que permitan una mejor y mayor participación de emisores.
- Continuar ofreciendo esquemas novedosos y competitivos de financiamiento que satisfagan las necesidades particulares de las empresas nacionales ante una creciente competencia internacional y la misma internacionalización de sus recursos.
- La internacionalización de los mercados financieros se ha basado en la eliminación de barreras a los movimientos de capitales entre los países. En este sentido, la esencia de las reformas que se deben seguir dándose, deben girar en torno al libre flujo de capitales y eliminar regulaciones restrictivas a las inversiones y colocaciones del exterior.
- Promocionar las ventajas del financiamiento bursátil, creando con ello una cultura financiera, tanto para el emisor como el inversionista mexicano.
- Avanzar en los requisitos puntuales para la emisión de títulos de deuda vía esquemas de bursatilización de activos.

- Ser más novedosos en cuanto a los activos susceptibles de bursatilizar; tales como, bursatilización de boletos del transporte colectivo metro, entradas de los juegos de futbol soccer mexicano, entradas de conciertos y eventos especiales, ventas de discos compactos, boletos de avión, entre otros.
- Fomentar el financiamiento bursátil de las empresas medianas mediante el apoyo de instituciones como Nacional Financiera o a través de las Sociedades de Inversión de Capitales o, en su defecto, mediante empresas grandes u organismos que otorguen algún tipo de aval o apoyo crediticio a estas empresas. No hay que olvidar que la nueva Ley del Mercado de Valores que hoy se encuentra en proceso de aprobación por parte del H. Congreso de la Unión, de alguna forma está considerando el apoyo a estas empresas (sociedad anónima extrabursátil).
- Al vivir en una época de grandes cambios se torna necesario una continua innovación con objeto de maximizar la generación de valor económico. por ello, los agentes productivos de este país, deben detenerse en alimentar su conocimiento, mediante una educación constante general y en, este caso, en una educación con visión de negocio para hacer frente a los requerimientos nacionales e internacionales en materia financiera.

Por otro lado, se torna necesario indicar que con la nueva Ley del Mercado de Valores –que hoy en día se encuentra en proceso de ser aprobada por el H. Congreso de la Unión– se busca, entre otros, consolidar las reformas que se hicieron a la Ley en el 2001; establecer una escalera de intermediarios (dándoles un orden en cuanto a sus funciones) y; ampliar el universo de las empresas a las que se les aplican los conceptos de gobierno corporativo, protección de minorías y revelación de información y que no están listadas en bolsa (sociedad anónima extrabursátil), es decir, empresas medianas que puedan obtener financiamiento bursátil sin ser públicas.

Al respecto de este último punto, se torna necesario ampliar la explicación, ya que el fomentar que las empresas medianas lleven un proceso o transición de ser una sociedad anónima regulada por la Ley de Sociedades Mercantiles a convertirse en una sociedad bursátil es imperante para el mercado de valores y la economía mexicana en general, con visión a internacionalizarse. La sociedad anónima extrabursátil puede transformarse en pública, tendrán mayores estándares de gobierno corporativo y revelación de información. Por el lado de los inversionistas, éstos podrán ser “institucionales” (fondos, aseguradoras, bancos) y “calificados” que son individuos que por su rango patrimonial y/o especialidad financiera pueden cuidarse

solos; es decir, aquellos que manifiesten tener conocimientos de las características y posibles riesgos de estas sociedades.

Dadas las reformas, se espera que el mercado bursátil en general y en específico el mercado de deuda interna en México, siga progresando hacia una cultura financiera e internacionalización, esperando un mayor flujo de inversión nacional e internacional, ya que la entrada de más participantes a cualquier mercado otorga una mayor liquidez y formación de precios más ordenada.

Por último, se espera que el presente ensayo sea útil en el conocimiento del nuevo instrumento que opera en el mercado de deuda y resaltar la importancia que ha logrado el mecanismo de bursatilización vía emisión de Certificados Bursátiles para el financiamiento en una economía como la mexicana, con visión a su internacionalización.

ANEXOS

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 2o.- Las solicitudes de Inscripción de cualquier clase de valores en la Sección de Valores o Sección Especial y, en su caso, autorización de oferta pública de venta, deberán presentarse ante la Comisión, debidamente integradas por cada valor que pretenda Inscribirse, conforme a los requisitos siguientes:

I. Por lo que se refiere a la Inscripción de valores en la Sección de Valores y su autorización de oferta pública, la solicitud deberá presentarse conforme al anexo A de estas disposiciones, acompañada de la información y documentación siguiente:

a) Listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el anexo B de estas disposiciones.

b) Instrumento público que contenga el poder o copia certificada ante fedatario público del poder general o especial del representante de la Emisora o de la institución fiduciaria, con los datos de inscripción en el Registro Público de Comercio, según corresponda, así como una constancia suscrita por el secretario del consejo de administración o, en su caso, del comité técnico del fideicomiso, que autentifique que las facultades del representante legal no han sido revocadas, modificadas o limitadas a la fecha de presentación de la solicitud.

La constancia referida, deberá señalar en forma expresa, los datos de la asamblea de accionistas o de la sesión del consejo de administración o, en su caso, del comité técnico, en el que conste la designación de dicho representante.

Cuando la promovente sea representada por alguna persona que la haya representado en Inscripciones anteriores, bastará con presentar copia simple del instrumento público en el que se contenga el poder general o especial a que hace referencia el primer párrafo de este inciso, acompañada de la autenticación del secretario del consejo de administración o, en su caso, del comité técnico del fideicomiso.

Tratándose de instituciones de crédito bastará con que se ajusten a lo previsto por el artículo 90 de la Ley de Instituciones de Crédito.

c) Instrumento público o copia certificada ante fedatario público de la escritura constitutiva de la Emisora, así como de las modificaciones a los estatutos sociales, cada uno con datos de inscripción en el Registro Público de Comercio o constancia de trámite en el citado Registro o, en su caso, la protocolización de la asamblea general de accionistas en la que se haya aprobado la compulsión de los estatutos sociales de la Emisora con los datos del Registro Público de Comercio de dicho instrumento.

d) Proyecto de acta de asamblea general de accionistas o del acuerdo del consejo de administración de la Emisora o del comité técnico del fideicomiso en el que se acuerde la emisión de los valores y solicitar su Inscripción, según resulte ser aplicable a cada tipo de valor.

ANEXO 1

Ley del Mercado de Valores Artículo 2°

El instrumento público o copia certificada del acta de asamblea con los datos de inscripción en el Registro Público de Comercio, cuando así proceda o, en su caso, copia autenticada del acuerdo de consejo de administración o del comité técnico, deberá entregarse a más tardar el día de inicio de la oferta pública.

- e) Proyecto del título de los valores a ser Inscritos.

La copia del título definitivo depositado en alguna institución para el depósito de valores, deberá entregarse previamente a que se realice la operación de colocación en Bolsa de los valores objeto de la oferta pública de que se trate.

- f) Estados Financieros dictaminados por Auditor Externo de la Emisora, así como de sus Asociadas, relativos a los 3 últimos ejercicios sociales o desde la fecha de constitución de la empresa, cuando ésta sea menor a 3 años, sin que el Estado Financiero correspondiente al ejercicio más reciente tenga una antigüedad superior a 15 meses. Para los efectos de este inciso, se considerarán exclusivamente las Asociadas que contribuyan con más de 10% en las utilidades o activos totales consolidados de la Emisora correspondientes al ejercicio inmediato anterior, exceptuando a las sociedades de inversión, cuando la Emisora sea entidad financiera.

Tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a 1 año, podrán presentarse los Estados Financieros a que se refiere el párrafo anterior, relativos al último ejercicio social de la Emisora.

Cuando los Estados Financieros del ejercicio más reciente a la fecha de colocación lleguen a tener una antigüedad mayor a 6 meses, se presentarán adicionalmente Estados Financieros con revisión limitada con fecha de corte no mayor a dicho periodo, en forma comparativa con los Estados Financieros correspondientes al mismo lapso del ejercicio anterior.

En el caso de valores que se Inscriban como resultado de una escisión o fusión, se entregarán Estados Financieros combinados dictaminados por Auditor Externo, o cuando no sea posible, información financiera proforma, por el mismo periodo señalado en este inciso, relativa a la sociedad que resulte de la escisión o fusión, de conformidad con el artículo 81, fracción IV de las presentes disposiciones.

- g) Documento a que hacen referencia los artículos 84 y 87 de las presentes disposiciones, suscrito por el Auditor Externo y por el licenciado en derecho respectivamente.
- h) Opinión legal, en la forma y términos establecidos en el anexo C de estas disposiciones, expedida por licenciado en derecho que reúna los requisitos de independencia a que se refiere el artículo 87 de estas disposiciones.
- i) Opinión favorable de la Bolsa, respecto de la inscripción de valores en su listado de valores. Dicha opinión deberá presentarse a más tardar 5 días hábiles previos a la fecha en que inicie la oferta pública de que se trate.
- j) Informe correspondiente al grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas, de acuerdo con lo señalado en el anexo J de estas disposiciones. Este requisito no será exigible tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a 1 año.
- k) Proyecto del contrato de colocación a suscribir con el Intermediario Colocador.

ANEXO 1

Ley del Mercado de Valores Artículo 2°

La copia del contrato de colocación firmado, deberá entregarse a la Comisión, a más tardar el día en que inicie la oferta pública de que se trate.

- l) Proyecto de aviso de oferta pública con la información que se contiene en la carátula del prospecto de colocación a que hace referencia el inciso siguiente.

El proyecto de aviso de oferta pública que se presente a la Comisión para su autorización, únicamente podrá omitir la información relativa al precio, tasa y monto definitivos, así como aquella que sólo sea posible conocer hasta el día previo al inicio de la oferta pública.

- m) Prospecto de colocación o de suplemento informativo, tratándose de emisiones al amparo de programas de colocación de valores, preliminares, que contengan la información que se detalla en los anexos H o I de estas disposiciones, según la naturaleza de los valores a ofertar y el tipo de Emisora.

El prospecto o suplemento informativo, preliminares, que se presenten a la Comisión para su autorización, podrán omitir la información relativa al precio, tasa y monto definitivos, así como aquella que sólo sea posible conocer hasta el día previo al inicio de la oferta pública y deberá estar rubricado en todas las hojas por el representante legal de la Emisora o de la institución fiduciaria.

El prospecto que se utilice para difusión al público en general deberá estar suscrito en la hoja final por:

1. Cuando menos 2 delegados miembros del consejo de administración de la Emisora, tratándose de acciones, previo acuerdo favorable del propio consejo sobre el contenido del prospecto, al calce de la leyenda siguiente:

“Los suscritos, como delegados especiales del consejo de administración, manifestamos bajo protesta de decir verdad, que el presente prospecto fue revisado por el consejo de administración con base en la información que le fue presentada por directivos de la emisora, y a su leal saber y entender refleja razonablemente la situación de la misma, estando de acuerdo con su contenido. Asimismo, manifestamos que el consejo no tiene conocimiento de información relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

2. El comisario, por lo que respecta a la opinión a que hace referencia el artículo 166, fracción IV de la Ley General de Sociedades Mercantiles, tratándose de acciones, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito ratifica la opinión que se incluye en el prospecto y manifiesta bajo protesta de decir verdad que es la misma que rindió ante la asamblea de accionistas, de conformidad con el artículo 166 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.”

3. El director general, el director de finanzas y el director jurídico, o sus equivalentes, en sus respectivas funciones, al calce de la leyenda siguiente:

“Los suscritos manifestamos bajo protesta de decir verdad, que en el ámbito de nuestras respectivas funciones, preparamos la información relativa a la emisora contenida en el presente prospecto, la cual, a nuestro leal saber y entender, refleja razonablemente su situación. Asimismo, manifestamos que no tenemos conocimiento de información

ANEXO 1

Ley del Mercado de Valores Artículo 2°

relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

4. El representante legal del Intermediario Colocador que cuente con poder general o especial suficiente para obligarlo, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que su representada en su carácter de intermediario colocador, ha realizado la investigación, revisión y análisis del negocio de la emisora, así como participado en la definición de los términos de la oferta pública y que a su leal saber y entender, dicha investigación fue realizada con amplitud y profundidad suficientes para lograr un entendimiento adecuado del negocio. Asimismo, su representada no tiene conocimiento de información relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.

Igualmente, su representada está de acuerdo en concentrar sus esfuerzos en alcanzar la mejor distribución de (los valores correspondientes) materia de la oferta pública, con vistas a lograr una adecuada formación de precios en el mercado y que ha informado a la emisora el sentido y alcance de las responsabilidades que deberá asumir frente al público inversionista, las autoridades competentes y demás participantes del mercado de valores, como una sociedad con valores inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores y en bolsa.”

5. El Auditor Externo, exclusivamente para efectos de la información relativa a los Estados Financieros que dictamine de conformidad con el inciso f) anterior, así como cualquier otra información financiera que se incluya en el prospecto, cuya fuente provenga de los Estados Financieros por él dictaminados, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que los estados financieros que contiene el presente prospecto, fueron dictaminados de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas. Asimismo, manifiesta que, dentro del alcance del trabajo realizado, no tiene conocimiento de información financiera relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

6. El licenciado en derecho, exclusivamente para efectos de la opinión legal a que hace referencia el inciso h) anterior, así como de la información jurídica que fue revisada por éste e incorporada en el prospecto, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que a su leal saber y entender, la emisión y colocación de los valores cumple con las leyes y demás disposiciones legales aplicables. Asimismo, manifiesta que no tiene conocimiento de información jurídica relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

ANEXO 1

Ley del Mercado de Valores Artículo 2°

Tratándose del suplemento informativo que se utilice para difusión al público en general, deberá estar suscrito en la hoja final por las personas a que hacen referencia los numerales 3., 4. y, en su caso, 5. anteriores.

Con la autorización de la Comisión y, en caso de mantener valores colocados previamente, podrá incorporarse por referencia, en forma total o parcial en el prospecto de colocación, la información contenida en el reporte anual del ejercicio inmediato anterior o reportes trimestrales presentados con posterioridad al mencionado reporte anual y que la Emisora de los valores haya proporcionado a la Comisión, a la Bolsa y al público inversionista de conformidad con lo previsto en el artículo 14 Bis 2, fracción I de la Ley del Mercado de Valores y en las presentes disposiciones.

Las Emisoras que pretendan emitir instrumentos de deuda, con plazo igual o menor a 1 año, no estarán obligadas a presentar el prospecto a que hace referencia este inciso. Sin embargo, en el evento de que lo elaboren, éste deberá ser aprobado por la Comisión, debiendo cumplir, en todo caso, con los requisitos legales aplicables a su contenido.

A más tardar dentro de los 5 días hábiles posteriores a la fecha en que haya concluido la oferta pública de que se trate, las Emisoras deberán entregar a la Comisión 3 ejemplares impresos del prospecto de colocación o suplemento informativo.

- n) La demás información y documentación que, por tipo de valor, se señala en el artículo 7o. de estas disposiciones.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 3o.- Las solicitudes de Inscripción de instrumentos de deuda en la Sección de Valores y autorización de oferta pública de venta, emitidos por entidades federativas y municipios, deberán presentarse ante la Comisión por cada valor que pretenda Inscribirse, conforme al anexo A de estas disposiciones, acompañada de la información y documentación siguiente:

- I. Listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el anexo B de estas disposiciones.
- II. Copia del nombramiento de la persona que, de conformidad con la legislación local aplicable en la entidad federativa o municipio de que se trate, se encuentra facultada para realizar la gestión de la Inscripción o, en su caso, acuerdo expedido por autoridad competente, o bien, poder o mandato otorgado por autoridad competente o ante notario público, que faculte al solicitante a realizar las gestiones tendientes a la Inscripción.
- III. Copia de la Ley de Ingresos correspondiente al ejercicio fiscal en que se pretenda emitir los valores o, de ser el caso, Decreto emitido por la Legislatura Local o Cabildo que contenga el programa de financiamiento o la cantidad total estimada y autorizada de endeudamiento para la entidad federativa o municipio de que se trate.
- IV. Copia de la Ley de Deuda correspondiente al ejercicio fiscal en que se pretenda emitir los valores o, de ser el caso, Decreto emitido por la Legislatura Local o Cabildo que contenga las bases y requisitos para la contratación de endeudamientos que constituyan la deuda pública de la entidad federativa o municipio de que se trate.
- V. Copia del presupuesto de egresos correspondiente al ejercicio fiscal en que se pretenda emitir los valores, cuando menos, por lo que corresponde al destino de los recursos.
- VI. En su caso, la autorización de la Legislatura Local o acuerdo de Cabildo, según corresponda, para la emisión de los valores a Inscribir en el Registro.
- VII. Estado de ingresos y egresos de los últimos 3 ejercicios fiscales de la entidad federativa o municipio de que se trate, elaborados conforme a los principios de contabilidad aplicables a éstos, o bien, de conformidad con lo dispuesto por su legislación aplicable, dictaminados por Auditor Externo, sin que el estado de ingresos y egresos correspondiente al ejercicio más reciente tenga una antigüedad superior a 15 meses. Tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a 1 año, podrán presentarse los Estados Financieros relativos al último ejercicio fiscal.

Quando el estado de ingresos y egresos del ejercicio más reciente a la fecha de colocación llegue a tener una antigüedad mayor a 6 meses, se presentarán adicionalmente estado de ingresos y egresos internos con fecha de corte no mayor a dicho periodo, en forma comparativa con el estado de ingresos y egresos correspondientes al mismo lapso del ejercicio anterior.

Los estados de ingresos y egresos deberán acompañarse de un documento que contenga la explicación de las bases o reglas contables utilizadas para el registro de las operaciones y

la preparación de dicho estado de ingresos y egresos y que señale, además, las diferencias relevantes entre esas bases y los principios de contabilidad generalmente aceptados emitidos por el Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera, A.C.

- VIII. Copia del informe presentado por el titular del Ejecutivo a la Legislatura Local o Cabildo, de conformidad con las leyes aplicables, relativo a la situación que guarda la cuenta pública por el ejercicio fiscal inmediato anterior.
- IX. La documentación a que hace referencia el artículo 2o., fracción I, incisos e), g), h), i), k) y l) de estas disposiciones.
- X. Prospecto de colocación o de suplemento informativo, tratándose de programas de colocación de valores, preliminares, que contenga la información que se detalla en el anexo L de estas disposiciones.

El prospecto o suplemento informativo, preliminares, que se presenten a la Comisión para su autorización, podrán omitir la información relativa al precio, tasa y monto definitivos, así como aquella que sólo sea posible conocer hasta el día previo al inicio de la oferta pública y deberá estar rubricado en todas las hojas por servidor público autorizado para ello.

El prospecto que se utilice para difusión al público en general deberá estar suscrito en la hoja final por:

- a) Servidor público que, conforme a la legislación local, esté facultado para contratar créditos o suscribir títulos de crédito o valores como representante de la entidad federativa o municipio de que se trate, así como por el responsable de las finanzas, en sus respectivas competencias, al calce de la leyenda siguiente:

“Los suscritos manifestamos bajo protesta de decir verdad que, en el ámbito de nuestras respectivas competencias, preparamos la información relativa a la entidad federativa o municipio (según sea el caso) contenida en el presente prospecto, la cual, a nuestro leal saber y entender, refleja razonablemente su situación. Asimismo, manifestamos que no tenemos conocimiento de información relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

- b) El representante legal del Intermediario Colocador que cuente con poder general o especial suficiente para obligarlo, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que su representada en su carácter de intermediario colocador, ha realizado la investigación, revisión y análisis del estado que guarda la administración financiera de la entidad federativa o municipio (según sea el caso), así como participado en la definición de los términos de la oferta pública y que a su leal saber y entender, dicha investigación fue realizada con amplitud y profundidad suficientes para lograr un entendimiento adecuado del informe de la cuenta pública del ejercicio fiscal inmediato anterior. Asimismo, su representada no tiene conocimiento de información relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.

Igualmente, su representada está de acuerdo en concentrar sus esfuerzos en alcanzar la mejor distribución de (los valores correspondientes) materia de la oferta pública, con vistas a lograr una adecuada formación de precios en el mercado y que ha informado a la emisora el sentido y alcance de las responsabilidades que deberá asumir frente al público inversionista, las autoridades competentes y demás participantes del mercado de valores,

ANEXO 2

Ley del Mercado de Valores Artículo 3°

como una persona con valores inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores y en bolsa.”

- c) El Auditor Externo, exclusivamente para efectos de la información relativa a los estados de ingresos y egresos que dictamine de conformidad con la fracción VII anterior, así como cualquier otra información financiera que se incluya en el prospecto y cuya fuente provenga de los estados de ingresos y egresos dictaminados o de su dictamen, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que los estados de ingresos y egresos que contiene el presente prospecto, fueron dictaminados de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas. Asimismo, manifiesta que, dentro del alcance del trabajo realizado, no tiene conocimiento de información financiera relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

- d) El licenciado en derecho exclusivamente para efectos de la opinión legal a que hace referencia el artículo 2o., fracción I, inciso h) anterior, así como de la información jurídica que fue revisada por éste e incorporada en el prospecto, al calce de la leyenda siguiente:

“El suscrito manifiesta bajo protesta de decir verdad, que a su leal saber y entender, la emisión y colocación de los valores cumple con las leyes y demás disposiciones legales aplicables. Asimismo, manifiesta que no tiene conocimiento de información jurídica relevante que haya sido omitida o falseada en este prospecto o que el mismo contenga información que pudiera inducir a error a los inversionistas.”

El suplemento informativo que se utilice para difusión al público en general, deberá estar suscrito en la hoja final por las personas a que hacen referencia los incisos a), b) y, en su caso, c) anteriores.

Con la autorización de la Comisión y, en caso de mantener valores colocados previamente, podrá incorporarse por referencia, en forma total o parcial en el prospecto de colocación, la información contenida en el reporte anual del ejercicio inmediato anterior o reportes trimestrales presentados con posterioridad al mencionado reporte anual y que la entidad federativa o municipio emisor de los valores haya proporcionado a la Comisión, a la Bolsa y al público inversionista, de conformidad con lo previsto en el artículo 14 Bis 2, fracción I de la Ley del Mercado de Valores y en las presentes disposiciones.

Las entidades federativas o municipios que pretendan emitir valores representativos de un pasivo a su cargo con vencimiento igual o menor a 1 año, no estarán obligadas a presentar el prospecto a que hace referencia esta fracción. Sin embargo, en el evento de que lo elaboren, éste deberá ser aprobado por la Comisión, debiendo cumplir, en todo caso, con los requisitos legales aplicables a su contenido.

A más tardar 5 días hábiles posteriores a la fecha en que haya concluido la oferta pública de que se trate, las Emisoras deberán entregar a la Comisión 3 ejemplares impresos del prospecto de colocación o suplemento informativo.

- XI.** La demás información y documentación que, por tipo de valor, se señala en el artículo 7o. de estas disposiciones.

Cuando la entidad federativa o municipio promovente, durante un mismo ejercicio fiscal haya presentado la información a que hacen referencia las fracciones II, III, IV, V y VIII del presente artículo, con motivo de Inscripciones anteriores de otros valores en el Registro, podrá omitir su presentación en solicitudes subsecuentes, que se realicen dentro del mismo ejercicio fiscal. Lo anterior, será aplicable siempre y cuando dichos documentos no hayan sufrido reformas o adiciones.

ANEXO 2

Ley del Mercado de Valores Artículo 3°

La Comisión, en los casos debidamente justificados, podrá autorizar que se presente documentación en sustitución a la información requerida por estas disposiciones, atendiendo a la legislación aplicable y a la naturaleza del valor que pretende Inscribirse.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 4o.- Las solicitudes de Inscripción de valores en la Sección de Valores emitidos por sociedades de nacionalidad extranjera al amparo del artículo 106 de la Ley del Mercado de Valores y autorización de oferta pública de venta, deberán presentarse ante la Comisión en idioma español, debidamente integradas por cada valor que pretenda Inscribirse, conforme al anexo A de estas disposiciones, acompañadas de la información y documentación siguiente:

- I. Listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el anexo B de estas disposiciones.
- II. Documento que acredite la personalidad y facultades del representante legal de la Emisora, con su correspondiente traducción por perito traductor.

Quando la promovente sea representada por la misma persona que la haya representado en Inscripciones anteriores, bastará con presentar copia simple del documento en el que se contengan su personalidad y facultades.

- III. Acta constitutiva y, en su caso, estatutos sociales vigentes actualizados de la Emisora o su equivalente, con su correspondiente traducción por perito traductor.
- IV. Resolución o acuerdo del órgano social competente de la Emisora que, en su caso, determine solicitar la Inscripción de los valores de que se trate, con su traducción por perito traductor, según resulte ser aplicable por tipo de valor.

- V. Estados Financieros dictaminados por Auditor Externo de la Emisora, así como de sus Asociadas relativos a los 3 últimos ejercicios sociales o desde la fecha de constitución de la empresa, cuando ésta sea menor a 3 años, sin que el Estado Financiero correspondiente al ejercicio más reciente tenga una antigüedad superior a 15 meses. Para los efectos de esta fracción, se considerarán exclusivamente las Asociadas que contribuyan con más de 10% en las utilidades o activos totales consolidados de la Emisora correspondientes al ejercicio inmediato anterior, exceptuando a las sociedades de inversión, cuando la Emisora sea entidad financiera.

Tratándose de instrumentos de deuda con plazo igual o menor a 1 año, podrán presentarse únicamente los Estados Financieros a que se refiere el primer párrafo de esta fracción, relativos al último ejercicio social de la Emisora.

Quando los Estados Financieros del ejercicio más reciente a la fecha de colocación lleguen a tener una antigüedad mayor a 6 meses, se presentarán adicionalmente Estados Financieros con revisión limitada con fecha de corte no mayor a dicho periodo, en forma comparativa con los Estados Financieros correspondientes al mismo lapso del ejercicio anterior.

En el caso de valores que se Inscriban como resultado de una escisión o fusión, se entregarán Estados Financieros combinados dictaminados por Auditor Externo, o cuando no sea posible, información financiera proforma por el mismo periodo señalado en esta fracción, relativa a la sociedad que resulte de la escisión o de la fusión, de conformidad con el artículo 81, fracción IV de las presentes disposiciones.

- VI. Opinión legal, en la forma y términos establecidos en el anexo C de estas disposiciones, expedida por licenciado en derecho del país de origen de la Emisora o de cotización principal de

ANEXO 3

Ley del Mercado de Valores Artículo 4°

sus valores, pero en todo caso, para efectos de verificar su independencia, deberá reunir los requisitos de independencia a que se refiere el artículo 87 de estas disposiciones.

- VII. La documentación a que hace referencia el artículo 2o., fracción I, incisos e), g), i), k), l) y m) de estas disposiciones.
- VIII. La demás información y documentación que, por tipo de valor, se señala en el artículo 7o. de estas disposiciones.

La Comisión en los casos debidamente justificados y atendiendo a la naturaleza de las Emisoras, podrá autorizar que se presente documentación en sustitución a la información requerida por este artículo.

Las Emisoras determinarán bajo su responsabilidad, la información estratégica que habrán de reservarse para los efectos del presente artículo, siempre que no se trate de Información Relevante o eventos relevantes cuya divulgación no pueda diferirse. En todo caso, las Emisoras deberán adoptar las medidas necesarias para garantizar que la información reservada, sea conocida exclusivamente por las personas que sea indispensable que a ella accedan.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 5o.- Las solicitudes de Inscripción de instrumentos de deuda en la Sección de Valores, emitidos por Organismos Financieros Multilaterales y autorización de oferta pública de venta, deberán presentarse ante la Comisión, debidamente integradas por cada valor que pretenda Inscribirse conforme al anexo A de estas disposiciones, acompañadas de la información y documentación siguiente:

- I. Listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el anexo B de estas disposiciones.
- II. Documento que acredite la personalidad y facultades del representante legal de la Emisora.
Cuando la promovente sea representada por la misma persona que la haya representado en Inscripciones anteriores, bastará con presentar copia simple del documento en el que se contengan su personalidad y facultades.
- III. Opinión legal expedida por licenciado en derecho del país sede del Organismo Financiero Multilateral que verse sobre la validez de los valores a ser Inscritos.
- IV. Copia del título de los valores a ser Inscritos.
- V. Opinión favorable de la Bolsa respecto de la inscripción de valores en su listado de valores. Dicha opinión deberá presentarse a más tardar 5 días hábiles previos a la fecha en que se pretenda dar inicio a la oferta pública de que se trate.
- VI. Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión o del Organismo Financiero Multilateral.
Tratándose de emisiones y colocaciones al amparo de un programa, podrá presentarse la calificación de cada emisión o colocación que se realice o, en su caso, la calificación del programa actualizada o del Organismo Financiero Multilateral de que se trate.
- VII. Proyecto del contrato de colocación a suscribir con el Intermediario Colocador.
La copia del contrato de colocación firmado deberá entregarse a la Comisión, a más tardar el día en que inicie la oferta pública de que se trate.
- VIII. Proyecto de aviso de oferta pública con la información que se contiene en la carátula del prospecto de colocación a que hace referencia la fracción siguiente.
El proyecto de aviso de oferta pública que se presente a la Comisión para su autorización, podrá omitir la información relativa al precio, tasa y monto definitivos, así como aquella que sólo sea posible conocer hasta el día previo al inicio de la oferta pública.
- IX. Prospecto de colocación o de suplemento informativo, tratándose de emisiones al amparo de programas de colocación de valores, preliminares, que contengan la información que se detalla en el anexo Q de estas disposiciones, en el que podrá incorporar por referencia o remitir a su página electrónica en la red mundial (Internet), en forma total o parcial, la información contenida en los informes que el Organismo Financiero Multilateral haya proporcionado a la Comisión, a la Bolsa y al público inversionista, de conformidad con lo previsto en el artículo 14 Bis 2, fracción I de la Ley del Mercado de Valores y con las presentes disposiciones.

ANEXO 4

Ley del Mercado de Valores Artículo 5º

El Organismo Financiero Multilateral, para efectos de dar cumplimiento a lo dispuesto por la fracción IX anterior, podrá presentar el prospecto de colocación o suplemento informativo que haya distribuido en otros mercados.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 6o.- Las Emisoras con valores Inscritos en la Sección de Valores, siempre que se encuentren al corriente en la entrega de la información periódica a que hace referencia el Título Cuarto de las presentes disposiciones, podrán omitir al tramitar las solicitudes a que se refieren los artículos 2o., 3o. y 4o., anteriores, la información y documentación siguiente:

- I.** La señalada en los artículos 2o., fracción I, incisos c) y f), 3o., fracción VII y 4o. fracciones III y V. anteriores, según corresponda.
- II.** La que se indica en el artículo 2o., fracción II, inciso c) de estas disposiciones.
- III.** La mencionada en el artículo 2o., fracción I, inciso j) de estas disposiciones, cuando dicha información haya sido presentada por la Emisora durante el año inmediato anterior al que pretenda obtener la Inscripción, excepto en el caso de existir cambios no hechos del conocimiento público.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Primero
De la Inscripción y oferta pública

ARTICULO 7o.- Las Emisoras, adicionalmente a la información y documentación requerida conforme a los artículos 2o., 3o. y 4o. anteriores, para obtener la Inscripción en la Sección de Valores, deberán presentar a la Comisión, por tipo de valor, la documentación siguiente:

- I. Tratándose de acciones...
- II. Tratándose de certificados de participación ordinarios:
 - a) Sobre acciones:
 1. La documentación señalada en la fracción I anterior, respecto del fideicomitente, excepto tratándose de certificados de participación ordinarios sobre acciones de 2 o más Emisoras.
 2. La documentación a que hace referencia el artículo 2o., fracción I, incisos c), d), f), g) y j) de estas disposiciones, deberá ser respecto del fideicomitente, excepto tratándose de certificados de participación ordinarios sobre acciones de 2 o más Emisoras.
 3. Proyecto de contrato de fideicomiso base de la emisión y del acta de emisión, que cumplan con lo previsto en el artículo 228 m de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.
El contrato definitivo deberá entregarse a la Comisión a más tardar el día hábil previo a la fecha en que inicie la oferta pública de que se trate.
 4. Dictamen a que se refiere el artículo 14 Bis 9 de la Ley del Mercado de Valores.
 - b) Sobre bienes distintos a acciones:
 1. El balance del patrimonio afecto en fideicomiso. Cuando el cumplimiento de las obligaciones del fideicomiso dependa total o parcialmente del fideicomitente, del administrador de los activos o de cualquier otro tercero, deberá presentarse adicionalmente la información a que hacen referencia los artículos 2o., fracción I, incisos c) y f), o 3o., fracción VII anteriores, según corresponda, respecto de estos últimos.
El fideicomitente, el administrador de los activos o el tercero a que se refiere este numeral, que ya sean Emisoras, no estarán obligados a presentar la referida información, siempre que éstas se encuentren al corriente de la entrega de la información periódica a que se refiere el Título Cuarto de las presentes disposiciones.
 2. La opinión legal a que se refiere el artículo 2o., fracción I, inciso h) de estas disposiciones, en la que adicionalmente se alude a la validez del contrato de fideicomiso, la existencia del patrimonio fiduciario y las facultades del fideicomitente para afectar dicho patrimonio en fideicomiso.
 3. En el caso de certificados de participación inmobiliarios, el certificado de libertad de gravámenes vigente, respecto de los inmuebles afectos en fideicomiso.

ANEXO 6

Ley del Mercado de Valores Artículo 7°

4. Proyecto de contrato y dictamen a que se refiere el inciso a), numerales 3. y 4. de esta misma fracción II, respectivamente.

El contrato definitivo deberá entregarse a la Comisión a más tardar el día hábil previo a la fecha en que inicie la oferta pública de que se trate.

5. Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión expedido por una institución calificadora de valores, con fecha de expedición no mayor de 90 días hábiles a la fecha de colocación. El dictamen deberá incluir las razones que motivaron dicha calificación, así como los condicionamientos o consideraciones que, en su caso, se hayan establecido para la calificación y la evidencia de la revisión jurídica efectuada tratándose de emisiones estructuradas.

El mismo día en que se modifique la calificación de los instrumentos o su perspectiva, la calificadora deberá enviar a la Bolsa a través del SEDI el dictamen correspondiente. En todo caso, deberá mantenerse calificada la emisión durante toda su vigencia.

- III. Tratándose de instrumentos de deuda, dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión expedido por una institución calificadora de valores, con fecha de expedición no mayor de 90 días hábiles a la fecha de colocación. El dictamen deberá incluir las razones que motivaron dicha calificación, así como los condicionamientos o consideraciones que, en su caso, se hayan establecido para la calificación y la evidencia de la revisión jurídica efectuada tratándose de emisiones estructuradas.

El mismo día en que se modifique la calificación de los instrumentos o su perspectiva, la calificadora deberá enviar a la Bolsa a través del SEDI el dictamen correspondiente. En todo caso, deberá mantenerse calificada la emisión durante toda su vigencia.

En el evento de emisiones con plazo igual o menor a 1 año al amparo de un programa de colocación el dictamen a que hace referencia este inciso podrá referirse únicamente al programa de colocación.

Adicionalmente, tratándose de:

- a) Emisiones con avales o garantías:

1. Opinión legal a que se refiere el artículo 2o., fracción I, inciso h) de estas disposiciones, en la que adicionalmente se aluda a la debida constitución de las garantías y, en su caso, a las facultades del aval para fungir como tal, así como al procedimiento de ejecución de la garantía.
2. Información financiera del aval o garante a que se refieren los artículos 2o., fracción I, inciso f) o 3o., fracción VII de las presentes disposiciones, en este último caso, tratándose de entidades federativas o municipios. Lo anterior no será aplicable en el caso de Subsidiarias de la Emisora, ni cuando el aval o garante sea una Emisora que se encuentre al corriente de la entrega de la información periódica a que se refiere el Título Cuarto de las presentes disposiciones.
3. En su oportunidad y según corresponda, constancia relativa a la inscripción en el registro de obligaciones y empréstitos de entidades federativas y municipios a cargo de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en el caso de que, en su calidad de Emisoras, afecten las participaciones en ingresos federales que les corresponden, o bien, constancia relativa a la inscripción en el registro estatal de deuda pública cuando en términos de la legislación aplicable así proceda.

ANEXO 6

Ley del Mercado de Valores Artículo 7°

- b) Certificados bursátiles emitidos a través de fideicomisos, la documentación a que hace referencia el inciso b) de la fracción II anterior.
- c) Instrumentos que se emitan al amparo de un acta de emisión, proyecto de dicha acta con el contenido que resulte aplicable. El testimonio del acta de emisión debidamente inscrito en el Registro Público de Comercio, deberá entregarse a la Comisión a más tardar el día en que inicie la oferta pública de que se trate.

En el caso de obligaciones subordinadas y bonos emitidos por entidades financieras, proyecto de acta de emisión y, en su caso, copia del oficio de autorización de Banco de México. El acta de emisión deberá hacerse constar ante la Comisión a más tardar el día hábil previo a la fecha en que inicie la oferta pública de que se trate.

IV. Tratándose de títulos opcionales...

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Segundo
De la Inscripción sin oferta pública

ARTICULO 9o.- Las Emisoras que pretendan obtener la Inscripción de sus valores en la Sección de Valores, sin que al efecto medie oferta pública, deberán solicitarlo a la Comisión proporcionando la documentación e información a que se refieren los artículos 2o., fracción I, excepto lo establecido en los incisos k), l) y m). 3o., excepto lo establecido en la fracción X, 4o., y, en lo conducente, el 7o. de estas disposiciones. En todo caso, la Emisora deberá entregar el folleto informativo conforme a los anexos H, I o L, según sea el caso, de estas disposiciones, suscrito por las personas a que hacen referencia los artículos 2o., fracción I, inciso m), numerales 1. a 3., 5. y 6. y 3o., fracción X, incisos a), c) y d), de estas disposiciones, según corresponda.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Tercero
De la Inscripción preventiva

Sección I
De la Inscripción genérica

ARTICULO 10.- Los valores emitidos o garantizados por el Gobierno Federal o por el Banco de México, así como los valores representativos de un pasivo a cargo de instituciones de crédito a plazo igual o menor a 1 año, se Inscribirán en el Registro en forma preventiva y bajo la modalidad de genérica al amparo del artículo 15 de la Ley del Mercado de Valores, bastando la previa comunicación escrita de la Emisora, en la que señale las características de los títulos objeto de dicha Inscripción.

Al amparo de la Inscripción preventiva, en su modalidad de genérica, las Emisoras podrán llevar a cabo una o más emisiones de valores objeto de la misma y darán a conocer a la Comisión, por medios electrónicos, a más tardar al tercer día hábil siguiente a aquel en que se hubiere llevado a cabo una emisión, la información que se señala en el anexo G de estas disposiciones así como haber efectuado el depósito de los valores en alguna institución para el depósito de valores, cuando así corresponda. Una vez presentada esta información la Comisión procederá a efectuar la Inscripción de los valores en la Sección de Valores.

Tratándose de la Inscripción preventiva, en la modalidad de genérica, de acciones representativas del capital social de sociedades de inversión de cualquier tipo, bastará con la solicitud de Inscripción acompañada de copia simple del instrumento público en el que consten sus estatutos sociales, pudiendo igualmente, realizar una o más emisiones de acciones al amparo de la mencionada Inscripción.

Las Emisoras que inscriban preventivamente sus valores, en la modalidad de genérica, no están obligadas a presentar la información periódica a que hace referencia el Capítulo Cuarto de las presentes disposiciones.

Título Segundo
De la Inscripción de valores en el Registro y de su oferta pública

Capítulo Tercero
De la Inscripción preventiva

Sección III
**De la Inscripción preventiva de valores a emitirse
al amparo de programas de colocación**

ARTICULO 13.- Las Emisoras podrán solicitar a la Comisión la Inscripción preventiva de instrumentos de deuda en la Sección de Valores, bajo la modalidad de programa de colocación, con el objeto de contar con la posibilidad de emitir y colocar una o más series de valores, en forma sucesiva durante un plazo y por un monto determinado, con o sin revolvencia, siempre que se cumpla con los requisitos siguientes:

- I. Que acompañen a su solicitud la documentación a que hacen referencia los artículos 2o., 3o., 4o. y 7o. de estas disposiciones, según corresponda. Tratándose de instrumentos de deuda con plazo mayor a 1 año, en los que no exista colocación inicial, no estarán obligados a presentar la señalada en los artículos 2o., fracción I, incisos e), k) y l), ni la señalada en el artículo 7, fracción III.

El prospecto de colocación, la opinión legal independiente y la opinión de la Bolsa, deberán referirse al programa de colocación.

En el evento de que se modifiquen los términos bajo los cuales se otorgó la opinión legal del programa o transcurrido 1 año a partir de su expedición, la Emisora deberá presentar una nueva opinión legal independiente, antes de llevar a cabo colocaciones adicionales al amparo del programa.

- II. Que soliciten la autorización del aviso y del suplemento informativo a que hacen referencia los artículos 2o. fracción I, incisos l) y m) o 3o., fracción X, según corresponda de estas disposiciones y acompañen el título y el contrato previstos en los incisos e) y k) del citado artículo 2o., fracción I, así como el dictamen a que se refiere el artículo 7o., fracción III, inciso a) anterior, previamente a que lleve a cabo la colocación de cada emisión, tratándose de emisiones de instrumentos de deuda con plazo mayor a 1 año.

El plazo del programa podrá ser determinado libremente por la Emisora. En todo caso, las Emisoras en la emisión y colocación de sus valores, deberán ajustarse a las disposiciones legales y administrativas que resulten aplicables en la fecha de la emisión. En el evento de que la Emisora no realice la primera colocación de los valores al amparo del programa correspondiente, en un plazo improrrogable de 1 año, contado a partir de la fecha en que se otorgue la Inscripción preventiva de los valores, dicha Inscripción quedará sin efectos. Una vez realizada la colocación correspondiente, la Comisión procederá a efectuar la Inscripción de los valores en la Sección de Valores.

En todo caso, las Emisoras deberán cumplir con la entrega de la información a que se refiere el artículo 14 Bis 2, fracciones I y III y 16 Bis de la Ley del Mercado de Valores, ajustándose para ello, a lo dispuesto en los Títulos Cuarto y Quinto de estas disposiciones, a partir del momento en que obtengan la autorización de la Inscripción preventiva del programa de colocación respectivo, de lo contrario se cancelará la Inscripción.

GLOSARIO

GLOSARIO¹

A.

Accionistas:

Propietarios permanentes o temporales de acciones de una sociedad anónima. Esta situación los acredita como socios de la empresa y los hace acreedores a derechos patrimoniales y corporativos.

Acciones:

Partes iguales en que se divide el capital social de una empresa. Parte o fracción del capital social de una sociedad o empresa constituida como tal.

Aceptaciones Bancarias (AB'S):

Letras de cambio para financiar el comercio exterior e interior, giradas por una empresa mexicana y aceptadas por una Institución de Banca Múltiple, con base en líneas de crédito que le ha otorgado a la empresa emisora. Se colocan mediante oferta pública para operarse a través de la BMV y mediante oferta privada de las instituciones de crédito, para negociarse directamente con el público (operación extra bursátil)

Acta de Emisión:

Documento levantado ante notario público, que constituye la declaración unilateral de voluntad de una empresa de emitir títulos valor, conforme a la autorización de su consejo de administración. El acta debe contener la información del emisor, el representante, la descripción de los títulos emitidos, precio e importe de la emisión.

Activo:

Cualquier bien tangible ó intangible de valor que posee una empresa.

Activo Financiero:

Son los valores: oro, dinero y créditos contra terceros, así como el nombre genérico que se le da a las inversiones mobiliarias (acciones, obligaciones, bonos, etc.)

Activos Fijos:

Propiedades, bienes o derechos que representan una inversión de capital.

Administración del Riesgo:

Es el proceso mediante el cual se identifica, se mide y se controla la exposición al riesgo. Es un elemento esencial para la solvencia de cualquier negocio. La administración de riesgos asegura el cumplimiento de las políticas definidas por los comités de riesgo, refuerza la capacidad de análisis, define metodología de valoración, mide los riesgos y, establece procedimientos y controles homogéneos.

Administración de Valores:

Administración del servicio de pago de los ejercicios de derechos, en especie o en efectivo, que devenguen sobre los valores que se tienen en depósito.

¹ http://www.bmv.com.mx/BMV/HTML/sec1_glosario.html

Administradora de Fondos para el Retiro (AFORE):

Empresa financiera, contemplada en la ley del IMSS del 1 de enero de 1997, que se dedica a administrar las cuentas individuales de retiro de los trabajadores y canalizan los recursos a las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (SIEFORES)

Analistas:

Individuos encargados del estudio de antecedentes, composición de precios, fluctuaciones, estados financieros e indicadores bursátiles, con el propósito de realizar evaluaciones y pronosticar tendencias.

Apalancamiento:

1. Uso de préstamo de capital para aumentar el rendimiento de las inversiones.
2. Relación que guardan los pasivos exigibles de una empresa con su capital contable.
3. Condición de una operación que implica la utilización de recursos de terceros.

Arrendadora Financiera:

Organización auxiliar de crédito que, a través de un contrato de "arrendamiento", se obliga a adquirir determinado bien y a conceder su uso o goce temporal a plazo forzoso a una persona física o moral, obligándose ésta a realizar pagos parciales que cubran el costo de adquisición de los bienes, gastos financieros, etc.

B.**Banco de México:**

El Banco Central de México

Bolsa Mexicana de Valores:

Institución sede del mercado mexicano de valores. Institución responsable de proporcionar la infraestructura, la supervisión y los servicios necesarios para la realización de los procesos de emisión, colocación e intercambio de valores y títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV), y de otros instrumentos financieros. Así mismo, hace pública la información bursátil, realiza el manejo administrativo de las operaciones y transmite la información respectiva a SD Indeval, supervisa las actividades de las empresas emisoras y casas de bolsa, en cuanto al estricto apego a las disposiciones aplicable, y fomenta la expansión y competitividad del mercado de valores mexicanos.

Bondes:

Bonos de desarrollo del Gobierno Federal. Títulos de deuda emitidos por el Gobierno Federal con el propósito de financiar proyectos de maduración prolongada.

Bonos:

Títulos de deuda emitidos por una empresa o por el Estado. En ellos se especifica el monto a reembolsar en un determinado plazo, las amortizaciones totales o parciales, los intereses periódicos y otras obligaciones del emisor.

Bursátil:

Relativo a la actividad en Bolsa.

Bursatilidad:

Facilidad de comprar o vender la acción de una emisora en particular

C.**CB:**

Certificado Bursátil

Calidad Crediticia:

Grado de capacidad y oportunidad de pago del emisor a sus inversionistas. Bajo el rubro de "calidad crediticia", las calificadoras de valores evalúan la experiencia e historial de la administración de una sociedad de inversión; sus políticas operativas, controles internos y toma de riesgos; la congruencia de la cartera con respecto al prospecto, así como la calidad de los activos que componen la sociedad de inversión.

Calificadoras de valores:

Instituciones independientes que dictaminan las emisiones de instrumentos representativos de deuda y a las empresas emisoras de valores, para establecer el grado de riesgo que dicho instrumento representa para el inversionista. Evalúan la certeza de pago oportuno del principal e intereses por parte de la emisora y constatan su existencia legal, a la vez que ponderan su situación financiera.

Casas de Bolsa:

Intermediarios autorizados para realizar intermediación en el mercado bursátil. Se ocupan de las siguientes funciones: realizar operaciones de compraventa de valores; brindar asesoría a las empresas en la colocación de valores y a los inversionistas en la constitución de sus carteras; recibir fondos por concepto de operaciones con valores, y realizar transacciones con valores a través de los sistemas electrónicos de la BMV, por medio de sus operadores. "DIRECTORIO"

Cetes:

Certificados de la Tesorería de la Federación. Títulos de crédito al portador emitidos y liquidados por el Gobierno Federal a su vencimiento.

Circulares:

Disposiciones emitidas por la CNBV

CNBV Comisión Nacional Bancaria y de Valores:

Órgano de la SHCP, con autonomía técnica y facultades ejecutivas, que regula la operación de las bolsas de valores, el desempeño de los intermediarios bursátiles y el depósito central de valores. La CNBV puede ordenar la suspensión de la cotización de valores o intervenir administrativamente a los intermediarios que no mantengan prácticas sanas de mercado. Es la entidad responsable de mantener el Registro Nacional de Valores, en el que se inscribe todo valor negociado en la BMV.

Colocación de valores:

Es la venta efectiva de activos financieros, por la propia entidad emisora, o a través de intermediación. Puede conceptuarse también como la actividad conducente a transformar los excedentes de ahorro invirtiéndolos en los diferentes activos.

Contrato de Intermediación:

Contrato suscrito por un inversionista con una casa de bolsa mediante el cual le otorga la facultad para comprar y vender valores en su nombre

Contrato de Futuro:

Contrato estandarizado en plazo, monto, cantidad y calidad, entre otros, para comprar o vender un activo subyacente, a un cierto precio, cuya liquidación se realizará en una fecha futura determinada. Si en el contrato de Futuro se pacta el pago por diferencias, no se realizará la entrega del activo subyacente. De acuerdo con el subyacente es como se determina el tipo de futuro.

Contrato de Opción:

Contrato estandarizado, en el cual el comprador, mediante el pago de una prima, adquiere del vendedor el derecho, pero no la obligación de comprar o vender un activo subyacente a un precio pactado en una fecha futura, y el vendedor se obliga a vender o comprar, según corresponda, el activo subyacente al precio convenido. El comprador puede ejercer dicho derecho, según se haya acordado en el contrato respectivo. Si en el contrato de opción se pacta el pago por diferencias, no se realizará la entrega del activo subyacente.

Contrato Forward:

El realizado por dos partes que acuerdan comprar o vender un artículo específico en una fecha futura. Difiere de un futuro en que es contratado directamente entre las partes, sin intervención de una cámara de compensación y sólo puede realizarse hasta su vencimiento.

CPO:

Certificado de Participación Ordinaria. Títulos representativos del derecho provisional sobre los rendimientos y otros beneficios de títulos o bienes integrados en un fideicomiso irrevocable.

Custodia:

Se entenderá por custodia el servicio de guarda física de los valores y/o su registro electrónico en un banco o en una institución para el depósito de valores, en la cual el banco o el depósito (según sea el caso) asume la responsabilidad por los valores en depósito.

D.**Derivados:**

Familia o conjunto de instrumentos financieros, implementados a partir de 1972, cuya principal característica es que están vinculados a un valor subyacente o de referencia (títulos representativos de capital o de deuda, índices, tasas, y otros instrumentos financieros). Los productos derivados surgieron como instrumentos de cobertura ante fluctuaciones de precio en productos agroindustriales (commodities), en condiciones de elevada volatilidad. Los principales derivados financieros son: futuros, opciones sobre futuros, warrants y swaps.

Devaluación:

Pérdida del valor o poder adquisitivo del dinero, en moneda nacional, con relación a otras divisas.

Dividendos:

Derechos decretados por las empresas emisoras de acciones.

E.**Emisnet:**

Red de transmisión de datos desarrollada por la BMV, a través de la cual las empresas emisoras transmiten a la Bolsa, la CNBV y el público general, vía internet, sus eventos relevantes y reportes financieros.

Estados Financieros:

Documentos que indican la situación financiera de una empresa

Emisoras:

Empresas que emiten títulos de capital y/o de deuda.

Especulación:

Actuación consistente en asumir conscientemente un riesgo superior al corriente con la esperanza de obtener un beneficio superior al medio que se obtiene normalmente en una operación comercial o financiera. La especulación se ejerce en torno a la compra y venta de cualquier categoría de bienes de consumo, primeras materias, títulos, valores, divisas, etc.

Eventos Relevantes:

Aquellos actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en el precio de un valor.

F.**Fideicomiso:**

Figura jurídica que ampara la entrega de determinados bienes por parte de una persona física o moral (el fideicomitente) a una institución que garantice su adecuada administración y conservación (el fiduciario), y cuyos beneficios serán recibidos por la persona que se designe (el fideicomisario), en las condiciones y términos establecidos en el contrato de fideicomiso.

Financiamiento Bursátil:

Financiamiento obtenido a cambio de la colocación de valores en la Bolsa.

Fluctuaciones:

Rango de variación de un determinado valor. Diferencias en el precio de un título respecto a un promedio o a un precio base.

I.**Índice:**

Medida estadística diseñada para mostrar los cambios de una o más variables relacionadas a través del tiempo. Razón matemática producto de una fórmula, que refleja la tendencia de una muestra determinada.

Índice Accionario:

Valor de referencia que refleja el comportamiento de un conjunto de acciones. Se calcula mediante una fórmula que considera diferentes variables.

Índice de Precios y Cotizaciones (IPC):

Indicador de la evolución del mercado accionario en su conjunto. Se calcula en función de las variaciones de precios de una selección de acciones, llamada muestra, balanceada, ponderada y representativa de todas las acciones cotizadas en la BMV.

Interés:

Precio que paga el emisor por el uso de los fondos que le son prestados. El interés es una carga para aquél que lo desembolsa y una renta para aquél que lo recibe.

Intermediarios Bursátiles:

Son aquellas personas morales autorizadas para: realizar operaciones de correduría, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores; efectuar operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros respecto de las cuales se haga oferta pública; así como administrar y manejar carteras de valores propiedad de terceros.

Inversionistas:

Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras que, a través de una casa de bolsa, colocan sus recursos a cambio de valores, para obtener rendimientos.

Inversionistas institucionales:

Inversionistas representados por sociedades de inversión, fondos de pensiones, y otras entidades con alta capacidad de inversión.

L.**Ley del Mercado de Valores:**

Disposición que regula la oferta pública de valores; su intermediación; las actividades de las personas y entidades operativas que intervienen en el mercado; la estructura y operación del Registro Nacional de Valores; y los alcances de las autoridades responsables de promover el desarrollo equilibrado del mercado y la sana competencia.

Liquidación:

Mecanismo por medio del cual los valores son traspasados a la(s) cuenta(s) de valores del nuevo propietario de los mismos, el efectivo acreditado a la(s) cuentas de la contraparte correspondiente, después de realizar una operación de compraventa de valores.

Liquidez:

Calidad de un valor de ser negociado en el mercado con mayor o menor facilidad.

Listado:

Padrón de Bolsa en el que se inscriben valores (instrumentos de deuda o capital) en términos del reglamento interior de la BMV.

Listado Previo:

Apartado del listado de valores de la Bolsa que realizan aquellas sociedades mercantiles que pretenden, colocar acciones de acuerdo con las disposiciones aplicables.

M.**Mercado de Capitales:**

Espacio en el que se operan los instrumentos de capital (las acciones y obligaciones).

Mercado de Valores:

Espacio en el que se reúnen oferentes y demandantes de valores.

Mercado Primario:

Se refiere a aquél en el que se ofrecen al público las nuevas emisiones de valores. Ello significa que a la tesorería del emisor ingresan recursos financieros. La colocación de los valores puede realizarse a través de una oferta pública o de una colocación privada.

Mercado Secundario:

La compra-venta de valores existentes y cuyas transacciones se realizan en las bolsas de valores y en los mercados sobre el mostrador (over the counter). Cabe destacar que estas operaciones con valores en el mercado secundario ya no representan una entrada de recursos a la tesorería de los emisores.

O.**Obligaciones:**

Título de crédito que representa la participación individual de los tenedores en un crédito colectivo a cargo de una sociedad anónima.

Oferta Pública:

Colocación inicial de valores entre el público inversionista a través de la BMV.

Operación:

Acción por medio de la cual se concreta una negociación de compraventa entre dos o más personas.

Operadores:

Individuos designados y apoderados por las casas de bolsa, y autorizados por la BMV y la CNBV para realizar operaciones de compraventa con valores, a través de los sistemas de negociación electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV-SENTRA).

Over the Counter (OTC):

Anglicismo que se utiliza para denominar a todas aquellas operaciones o productos que se negocian fuera de una bolsa organizada de valores. En Estados Unidos existe un mercado conocido como OTC en donde se negocian bonos, productos derivados y acciones de empresas, con requisitos de cotización más flexibles que las grandes bolsas de valores.

P.**Pagarés:**

Documento que registra la promesa incondicional de pago por parte del emisor o suscriptor, respecto a una determinada suma, con o sin intereses, dentro de un plazo estipulado en el documento, a favor del beneficiario o tenedor.

Papel Comercial:

Pagaré negociable sin garantía específica o aval de una institución de crédito. Estipula deuda a corto plazo.

Pasivo:

Valor que se sitúa en la parte derecha del balance, presenta los recursos de la empresa y especifica el origen de los fondos que financian el activo. Los principales elementos del pasivo son los créditos y otras obligaciones contraídas a corto o largo plazo, así como las provisiones (Pasivo Contingente).

Pasivo a Largo Plazo:

Valor que representa las obligaciones de la empresa que serán liquidadas en plazos superiores a un año a partir de la fecha en que se reflejan en los estados financieros de la empresa.

Pasivo Circulante:

Valor que representa las obligaciones contraídas por la empresa que serán liquidadas dentro del plazo de un año a contar de la fecha de la emisión de los estados financieros de la empresa.

Plazo:

Periodo de tiempo que transcurre antes del vencimiento de un título de deuda. Por lo general, las emisiones suelen ser a 28, 91, 182 y 364 días, aunque se han realizado emisiones a plazos mayores.

Precio:

Valor monetario que se asigna a un activo.

Precio Ajustado:

Precio resultante de aplicar al precio de cierre de una acción, el valor que implique el ejercicio de un derecho corporativo o patrimonial decretado por la emisora en cuestión. El precio ajustado es calculado por la Bolsa.

Prospecto de Colocación:

Documento elaborado por la empresa emisora y su agente colocador como requisito para realizar una oferta pública de acciones y certificados de participación ordinarios sobre acciones. Contiene toda información relevante de los instrumentos que serán colocados en el mercado, suficiente para una revelación de información completa y adecuada sobre la emisora. El prospecto de colocación es requerido por la autoridad para obtener la inscripción de los Valores en el Registro Nacional de Valores. Los prospectos de colocación están a disposición del público inversionista con 10 días antes de anticipación de que tenga lugar la oferta pública de los valores, a través de la página de internet de la BMV.

Promotores:

Empleados de las casas de bolsa autorizados por la CNBV para realizar operaciones con el público inversionista.

R.**Registro Nacional de Valores (RNV):**

Registro administrado por la CNBV. Solo pueden ser objeto de oferta pública los documentos inscritos en la sección de valores. La oferta de suscripción o venta en el extranjero, de valores emitidos en México, estará sujeta a la inscripción de los valores en la sección especial.

Rendimientos:

Beneficio que produce una inversión. El rendimiento anualizado y expresado porcentualmente respecto a la inversión se denomina tasa de rendimiento. Los rendimientos no sólo se obtienen a través de ganancias de capital (diferencia entre el precio de compra y el precio de venta), sino también por los intereses que ofrezca el instrumento, principalmente en títulos de deuda y por dividendos que decreta la empresa emisora.

Riesgo de Mercado:

Riesgo que afecta al tenedor de cualquier tipo de valor, ante las fluctuaciones de precio ocasionadas por los movimientos normales del mercado.

S.**SD Indeval:**

Institución encargada de hacer las transferencias, compensaciones y liquidaciones de todos los valores involucrados en las operaciones que se realizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Es una empresa privada que opera con la concesión de las autoridades financieras del país, y está regulada por la Ley del mercado de Valores.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público:

Organismo que representa a la máxima autoridad del Gobierno Federal en materia económica, así como el brazo ejecutor de la política financiera. Entre otras funciones le corresponde otorgar o revocar las concesiones de los intermediarios bursátiles y bolsas de valores, definir sus áreas de actividad y sancionar administrativamente a quienes infrinjan leyes y reglamentos.

Sesión de Remates:

Periodo durante el cual se llevan a cabo las operaciones bursátiles en la BMV.

Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC):

Mecanismo diseñado para listar y operar, en el ámbito de la BMV, valores que no fueron objeto de oferta pública en México y que se encuentran listados en mercados de valores extranjeros que han sido reconocidos por la CNBV, o cuyos emisores hayan recibido un reconocimiento correspondiente por parte de la citada Comisión.

Sociedades de Inversión:

Sociedades anónimas constituidas con el objeto de adquirir valores y documentos seleccionados de acuerdo al criterio de diversificación de riesgos, con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista.

T.**Tasa de interés:**

Porcentaje de rendimiento (para el inversionista) o costo (para el emisor), respecto al capital comprometido por un instrumento de deuda.

Títulos: Documentos que representan el derecho que tiene su poseedor sobre un capital o crédito. Estos documentos son objeto de comercio y su cesión o endoso transfiere la propiedad o derechos implícitos.

Títulos de deuda:

Instrumento que representa un compromiso por parte del emisor, quien se obliga a restituir el capital en una cierta fecha de vencimiento. El título es emitido a valor nominal, debe especificar los intereses y amortizaciones si los hubiera.

Transferencia:

Se entenderá por transferencia el cambio de propiedad de valores. En el caso del Depósito de Valores, el cambio de propiedad se hará por el procedimiento de giro o transferencia de cuenta a cuenta, mediante asientos en los registros de la institución.

Traspaso:

Transferencia entre cuentas.

U.**Udi:**

Unidad de Inversión, unidad de cuenta cuyo valor en pesos publica periódicamente el Banco de México en el Diario Oficial de la Federación.

Udibonos:

Bonos del gobierno federal a largo plazo denominados en unidades de inversión. La conversión a moneda nacional se realiza al precio de la udi, vigente en el día que se haga la liquidación correspondiente.

V.**Valor nominal:**

Es el precio de referencia, expresado en moneda nacional, que aparece en los títulos en el momento de su emisión, como expresión de parte del capital contable que represente y como antecedente para definir el precio de su suscripción. En los títulos de deuda, el valor nominal es el valor del título a vencimiento.

FUENTES DE INFORMACIÓN

FUENTES DE INFORMACION

1. <http://www.banxico.org.mx/sie/cuadros/CF88.asp?lista=cerrar&select=todo>
2. Base de datos del Registro Nacional de Valores.
3. Bortoluz, Paola, “*Emisión de deuda en México; avances y desafíos*” en Ejecutivos de Finanzas, editorial Instituto Mexicanos de Ejecutivos de Finanzas, A.C., marzo 2003, número 2, México, D.F.
4. Caro, R. Efraín; Vega, R. Francisco J.; Robles F. Javier J. Y Gamboa O. Gerardo J., “*El Mercado de Valores en México*”, Colección: Ariel-Divulgación, 1995.
5. Chávez, Rivero, Alejandro José, “*Cómo emiten deuda estados y municipios*” en Ejecutivos de Finanzas, editorial Instituto Mexicanos de Ejecutivos de Finanzas, A.C., mayo, 2004, número 17, México, D.F.
6. <http://www.cnbv.gob.mx>
7. <http://www.condusef.gob.mx>
8. “*Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores*” publicadas el 13 de marzo de 2003 en el Diario Oficial de la Federación.
9. <http://joseacontreras.net/sistfin/sistfin.pdf>
10. Ley del Mercado de Valores.
11. Mansell, Carstens Catherine, “*Las nuevas Finanzas en México*”, Editorial Milenio, S.A. de C.V. 1996.
12. Miranda. Jacobo, “*Sistema Financiero Mexicano*”, artículo obtenido en: <http://www.gestiopolis.com/canales/economia/articulos/42/conmercadhel.html>
13. Diversos prospectos de colocación de instrumentos de deuda publicados en la página de Internet de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V: <http://www.bmv.gob.mx>
14. <http://www.sugeval.fi.cr/download/publicaciones/libros/banca/expo2.pdf#search='titularizacion'>
15. <http://www.supervalores.gov.co/saf/ie980729.htm>
16. <http://www.titularizadora.com.latitularizacion.asp?Opcion=Latin>
17. Vega Rodriguez, Franciso Javier, *La Bursatilización de Activos Financieros*, Colección: Ariel-Divulgación, México, D.F., 1995.