



UNIVERSIDAD LATINA S. C.  
ESCUELA DE ECONOMÍA.  
CAMPUS SUR.

“LA ESTRUCTURA PARA EL FINANCIAMIENTO DE  
ESTADOS Y MUNICIPIOS”.

TESIS PARA OBTENER EL TITULO DE  
LICENCIADO EN ECONOMÍA.

PRESENTA:

ERNESTO ISMAEL GARCÍA LAUREA.

DIRECTOR DE TESIS: JUAN JOSÉ GARCÍA HERNÁNDEZ.

MÉXICO , DF. 2006.



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.

## DEDICATORIA.

Gracias a Dios, a mis Padres, Amigos, y a todas aquellas Personas que

hicieron posible el camino de la sabiduría..... Nada es Imposible.

## INDICE GENERAL.

APARTADO	PÁGINA
INTRODUCCIÓN.....	1
<b>CAPÍTULO 1.</b> Sistema Financiero Mexicano.....	3
1.1 Estructura del Sistema Financiero Mexicano.....	4
1.2 Autoridades del sistema Financiero.....	5
1.2.1 El Mercado de Valores.....	6
1.2.2 Bolsa de Valores.....	7
1.2.3 Inversionistas.....	8
1.2.4 Emisoras.....	9
1.2.5 Tipos de Ofertas.....	10
1.2.6 Tipos de Mercado.....	11
1.2.6 Mercado Secundario.....	12
1.2.6.1 Sociedades de Inversión.....	13
1.2.6.2 Esquema de Operación de una Sociedad de Inversión.....	14
<b>CAPITULO 2.</b> Antecedentes.....	15
2.1 Generalidades.....	15
2.2 Mercado de deuda en México.....	20
2.2.1 Mercado financiero.....	20
2.2.2 Mercado de deuda.....	21
2.2.3 Instrumentos de deuda en el mercado bursátil.....	22
2.2.4 Certificados bursátiles.....	22
2.2.5 Certificados de participación ordinaria.....	24
2.2.6 Consideraciones para la emisión de instrumentos de deuda en la BMV.....	26
2.2.6.1 Inscripción de valores.....	26
2.2.6.2 Emisión de valores.....	27
2.2.6.3 Oferta pública.....	27
<b>CAPITULO 3.</b> Financiamiento Estructurado.....	29
3.1 Bursatilización de activos.....	29
3.2 El financiamiento estructurado en México.....	30
3.2.1 El financiamiento estructurado de estados y municipios.....	32
3.2.2 La figura de fideicomiso.....	33
3.2.3 El negocio fiduciario.....	34
3.2.4 Características del fideicomiso maestro de administración y pago.....	35
3.2.5 Participantes.....	37
3.2.6 Consideraciones legales sobre la emisión de certificados bursátiles .....	38
3.2.6.1 Marco jurídico.....	38
3.2.6.2 Régimen general de deuda pública.....	38
<b>CAPITULO 4.</b> Mercado de Bonos Municipales.....	40
4.1 Mercado de deuda bursátil.....	40
4.1.1 Desempeño del mercado.....	41
4.1.2 Destino de los recursos.....	42

4.1.3 Estructura de las emisiones.....	43
4.1.4 Condiciones de mercado.....	44
4.1.5 Fuentes de recursos.....	46
4.1.6 Calificadoras de riesgo país.....	47
4.1.6.1 Standard and Poor's.....	47
4.1.6.2 Moody's.....	47
4.1.6.3 Fitch.....	47
4.1.7 Factores principales de calificación para municipios mexicanos.....	48
4.1.8 Calificaciones de deuda como medición de riesgo país.....	49
4.1.9 Calificaciones.....	50
4.1.10 Tipos de riesgos.....	50
4.1.10.1 Riesgo sistémico.....	50
4.1.10.2 Riesgo país.....	51
4.1.10.3 Riesgo cambiario.....	51
4.1.10.4 Riesgo soberano.....	51
4.1.10.5 Riesgo de mercado.....	52
4.1.10.6 Riesgo de liquidez.....	52
4.1.10.7 Riesgo de tasa de interés.....	52
4.1.10.8 Riesgo legal.....	52
4.1.10.9 Riesgo operativo.....	53
4.1.10.10 Riesgo de crédito.....	53
4.2 Identificación de riesgos.....	54
4.3 Mercado de las Siefores.....	55
4.4 Mercado de las Sociedades de Inversión de deuda.....	57
<b>CAPITULO 5. Proyectos de Infraestructura.....</b>	<b>58</b>
5.1 Financiamiento bursátil.....	58
5.2 Financiamiento de proyectos de infraestructura.....	58
5.2.1 Economía.....	59
5.2.2 Organización.....	59
5.2.3 Naturaleza del apoyo gubernamental.....	60
5.2.4 Autoridad para fijar tarifas.....	60
5.2.5 Entorno operacional.....	61
5.2.6 Uso de excedentes de caja.....	62
5.2.7 Inversión requerida.....	62
5.2.8 Evolución del financiamiento de infraestructura en México.....	62
5.3 Financiamiento en base a flujos futuros de participaciones federales.....	62
5.3.1 Régimen legal de las participaciones federales.....	65
5.3.2 Disponibilidad de cuentas de reserva.....	66
5.3.3 Garantías.....	66
<b>CAPITULO 6. Estudio de Caso.....</b>	<b>67</b>
Proyecto de Inversión de las Carreteras de Cuota de Puebla.....	67
6.1 Antecedentes.....	67
6.2 Perfil del negocio.....	68
6.2.1 Estado actual de las carreteras de cuota de Puebla .....	68

6.2.2 Bases de competencia .....	68
6.2.3 Aforo vehicular.....	69
6.2.3.1.Proyecciones del Aforo vehicular.....	69
6.2.4.Tarifas.....	71
6.3.Destino de los Recursos.....	72
6.4.Factores de Riesgo.....	73
6.4.1.Factores Relacionados con México.....	73
6.4.2.Factores Relacionados con los Certificados Bursátiles y el Fideicomiso.....	74
6.4.3.Riesgos Relacionados con la Vía Atlixcáyotl.....	74
6.4.4.Riesgos Relacionados con la Institución de Crédito (BANOBRAS).....	75
6.5.La Operación.....	75
6.5.1.Gastos Relacionados con la Emisión.....	78
6.6.Información Financiera.....	78
6.6.1.Ingresos.....	79
6.7.Cálculo de los Intereses.....	80
6.7.1.Cálculo de los Intereses para la Emisión.....	80
6.7.2.Amortización de Principal y Pago de Intereses.....	80
6.7.3.Amortización Anticipada.....	81
6.7.4.Precio y Prima Pagaderos en el Caso de Amortización Anticipada.....	82
Conclusiones.....	83
Citas Textuales.....	85
Galería Fotográfica.....	86
Glosario de Términos.....	90
Bibliografía .....	96

## **INTRODUCCION.**

La incorporación de Entidades Federativas y Municipios como emisores de certificados bursátiles materializa las opciones de financiamiento que ofrece el mercado de valores, teniendo como ventaja la Bursatilizacion de sus activos.

Cabe destacar que el surgimiento del certificado bursátil como un instrumento de deuda flexible permite incrementar el costo de oportunidad y ampliar las oportunidades de desarrollo mediante el uso prudente del endeudamiento.

Las ventajas de este tipo de emisiones se verán reflejadas en menores costos financieros, diversificación de las fuentes de financiamiento, oportunidades para reestructurar pasivos y bursatilizar ingresos, así como lograr la atracción de mayores flujos de inversión a las respectivas entidades y municipios.

Para poder determinar y la consolidación de este proyecto se planteo la siguiente hipótesis; “ A través de Certificado Bursátil se puede Obtener Financiamiento y Desarrollo Económico en las Comunidades” .

La tesis se sintetiza en seis capítulos, Primer capitulo, se define al Sistema Financiero Mexicano, su estructura, el mercado de valores, tipos de inversión, emisoras y sociedades de inversión , esto con la finalidad de ampliar el panorama estructural de4l sistema financiero mexicano.

En el segundo capítulo se define la hipótesis planteado y explica el financiamiento estructurado, el cual es la base medular para que los estados y municipios obtengan recursos para la ejecución de sus proyectos.

En el tercer capítulo se analiza la estructura de las emisiones, así como los riesgos de las mismas, en el cuarto capítulo se describe el origen de los proyectos de infraestructura así como la necesidad de ellos.

En el siguiente capítulo se procede a la elaboración de un proyecto de inversión comprobando que este tipo de instrumento financiero es la mejor opción debido a los menores costos del proyecto y los beneficios que generan a las poblaciones.



## **CAPÍTULO 1. SISTEMA FINANCIERO MEXICANO**

### **EL NUEVO RÉGIMEN DE INVERSIÓN PERMITIRÁ A LAS AFORES INVERTIR EN BOLSA**

Cita periodística de "El Universal".  
Enero 17, 2005.

El nuevo régimen de inversión de las Afores permitirá crear un mejor vínculo entre la Bolsa y la sociedad, debido a que un mayor de personas estará atento al desempeño del mercado de valores. Asimismo, añade esto redundará en una mejor cultura financiera.

Lo relevante es que ahora ya no sólo serán 200 mil inversionistas directos o 700 mil en sociedades de Inversión, porque a partir de hoy puede haber 20 o 30 millones de personas interesadas en el mercado, señala Prieto Treviño

Prieto Treviño estima que los recursos que potencialmente Bolsa Mexicana sumarán 6 mil millones de dólares en los siguientes años.

Todos estarán pendientes cuando la Bolsa suba porque están sus ahorros de por medio, pero si la bolsa baja no les va a preocupar porque su inversión estará garantizada" explica. La BMV se preparó para ofrecer mejores plataformas de negociación y ampliar las opciones de inversión "Lo que se busca es brindarle al inversionista todas las alternativas posibles", agrega Prieto Treviño." **EL UNIVERSAL**

Este es sólo un ejemplo de la relación que el mercado de valores tiene con el resto del sistema financiero, y con las personas que reciben servicios de sus instituciones.

Podríamos preguntar.....y ¿Qué es el sistema financiero?

#### **Definición**

El Sistema Financiero puede definirse como el conjunto de mecanismos, sistemas y normas jurídicas creadas por el Estado, tendientes a la optimización de recursos de los inversionistas captados a través de entidades financieras autorizadas y supervisadas de tal suerte que se logre el financiamiento de los entes económicos que participan en las diversas áreas productivas del país.

## 1.1 ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO EN MÉXICO

El sistema Financiero se integra de seis grandes bloques, a saber:

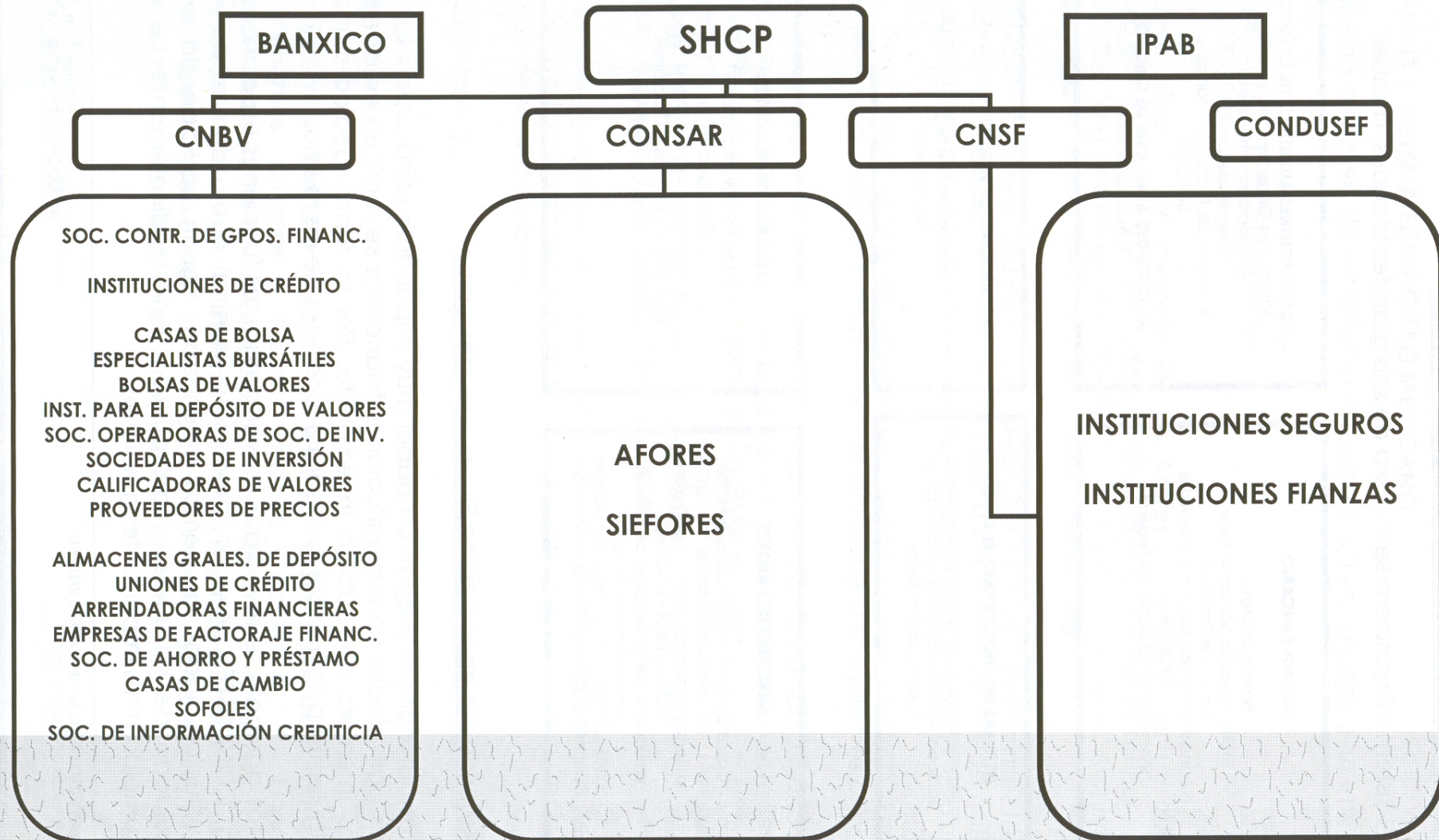


## 1.2. AUTORIDADES EN EL SISTEMA FINANCIERO EN MEXICO

Las autoridades juegan un papel muy importante para supervisar que las actividades de las instituciones financieras se realicen en apego a los intereses del público inversionista. Por lo tanto, dedicaremos las siguientes páginas para revisar las funciones de las mismas.

Más adelante se revisará a mayor detalle las funciones específicas de la CONDUSEF, pero es importante resaltar que además de esta institución, todas las demás autoridades siguen participando en el cuidado de los intereses del público, independientemente de que cumplan otras importantes funciones.

# AUTORIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



## CAPÍTULO 1.2.1. EL MERCADO DE VALORES

### ¿Qué es el Mercado de Valores?

#### Definición

El Mercado de Valores es el conjunto de mecanismos que permiten realizar la emisión, colocación y distribución de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores. Es un mercado como cualquier otro en el que existen oferentes (vendedores) y demandantes (compradores) de productos financieros listados en la Bolsa.

Entre los oferentes están las empresas (personas morales) y el gobierno, que concurren al mercado para satisfacer sus necesidades de financiamiento a través de los mercados de capitales y deuda.

Los demandantes son los inversionistas, tanto individuales como institucionales (mexicanos y extranjeros) quienes concurren al mercado en busca de alternativas de inversión que les resulten atractivas por el nivel de beneficios y diversificación que puedan obtener.

Gracias a que existe un Mercado de Valores regulado y supervisado por las autoridades correspondientes, la relación entre los oferentes demandantes se realiza de manera transparente y ordenada.

#### Concepto de Valor

Son valores las acciones, obligaciones, bonos, certificados, las letras de cambio, pagarés, demás títulos de crédito, títulos opcionales y documentos que se emitan en serie o en masa en los términos de las leyes que los rijan, destinados a circular en el mercado de valores.

Un título de crédito no puede operarse en el mercado de valores a menos que éste título se haya:

- . Registrado en el Registro Nacional de Valores (RNV)
- . Listado en una bolsa de valores

Una vez que el título se ha sujetado a estos dos procedimientos **adquiere el carácter de valor** y, con ello, puede ser sujeto de oferta pública y operarse en el mercado de valores.

## 1.2.2 BOLSA DE VALORES

Son sociedades anónimas de capital variable que cuentan con concesión de la SHCP y tienen por objeto el facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado respectivo.

### La Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

La Bolsa Mexicana de Valores es una institución organizada bajo la forma de Sociedad Anónima de Capital Variable, que cuenta con la concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para efectuar sus funciones.

Los objetivos que la bolsa de plantea son: facilitar la realización de operaciones de compra-venta de valores emitidos por las empresa públicas o privadas que requieran captar recursos para propiciar su propio crecimiento, y promover el desarrollo del mercado bursátil, brindando así un servicio que contribuya al funcionamiento eficaz de la economía nacional.

### **. Requisitos para la Inscripción y Mantenimiento de Acciones en la BMV**

Para que una empresa pueda emitir acciones que coticen en la BMV debe, antes que nada, contactar una casa de bolsa, que es el intermediario especializado para llevar a cabo la colocación. A partir de ahí empezará un proceso para poder contar con las autorizaciones de la BMV y de la CNBV.

- Las empresas interesadas deberán estar inscritas en el Registro Nacional de Valores (RNV)
- Presentar una solicitud a la BMV, por medio de una casa de bolsa anexando la información financiera, económica y legal correspondiente.
- Cumplir con lo previsto en el Reglamento Interior de la BMV.
- Cubrir los requisitos de listado y mantenimiento de inscripción en Bolsa.

Una vez alcanzado el estatuto de emisora, la empresa debe cumplir una serie de requisitos de mantenimiento de listado (como la obligación de hacer pública, en forma periódica, la información sobre sus estados financieros).

### **1.2.3 INVERSIONISTAS**

#### Tipos de Inversionistas

##### Nacionales

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:**

- a) Instituciones de seguros y Fianzas (cuando inviertan sus reservas técnicas).
- b) Sociedades de Inversión.
- c) Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro
- d) Fondos de pensiones o jubilaciones de personal, complementarios a los que establece la Ley del Seguro Social y de primas de antigüedad, que cumplan con los requisitos señalados en la Ley del Impuesto sobre la Renta.
- e) Otros inversionistas institucionales que la SHCP, autorice expresamente.

##### **\* Inversionista Calificado**

Personas físicas o morales que cuenten con el patrimonio que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores determine. Actualmente se considera inversionista calificado a aquél que mantuvo en promedio durante el último año, inversiones en valores por un monto igual o mayor a 1 '500,000 UDIS o que haya obtenido en cada uno de los dos últimos años, ingresos brutos anuales iguales o mayores a 500,000 UDIS.

/

##### Extranjeros

- a. Se le considera inversionistas extranjeros a personas físicas y morales con nacionalidad extranjera.
- b. Unidades económicas sin personalidad jurídica de nacionalidad extranjera como son fideicomisos o fondos de pensiones y jubilaciones.
- c. Empresas constituidas en México con la mayoría de capital extranjero.

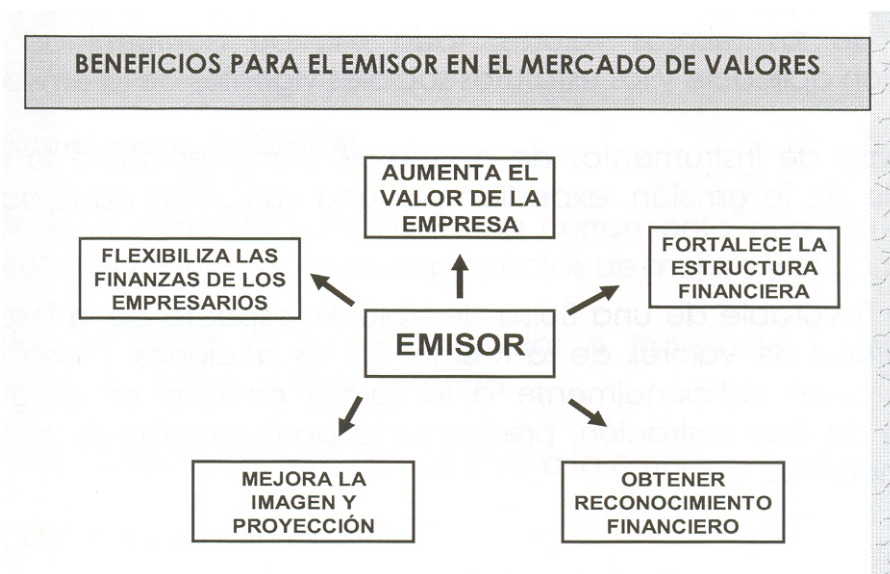
contrato (proporcionar información, identificación, comprobante de domicilio,.

#### 1.2.4 EMISORAS

Los emisores de valores son todos aquellos entes económicos que acuden al Mercado de Valores para obtener un financiamiento, colocando instrumentos de deuda o de capital, entre el gran público inversionista, a fin de cubrir sus necesidades de capitalización de la planta productiva, de capital de trabajo reestructuración de pasivos, etc.

Las Emisoras pueden ser:

- . El Gobierno Federal
- . Gobiernos de los Estados y Municipales
- . Las Empresas Privadas
- . Las Empresas Paraestatales
- . Las Instituciones Financieras
- . Las Sociedades de Inversión y
- . Las Sociedades de Inversión Especializadas de los Sistemas de Ahorro para el Retiro.



#### 1.2.4 ¿EMITIR ACCIONES O EMITIR DEUDA?

El mercado de valores ofrece diversas opciones de financiamiento a las empresas. Es posible, emitir desde títulos de deuda con plazos de vencimiento flexibles y características que se ajusten a las necesidades específicas del emisor, hasta colocar una parte del capital social representado por acciones.

Una empresa emite títulos de deuda cuando desea allegarse de recursos sin alterar la composición de su capital social, en respuesta a necesidades de flujos de efectivo esperados en el corto y mediano plazos.

Al adquirir un instrumento de Deuda el inversionista se convierte en acreedor de quien emite dicho documento, pues como lo indica su nombre el emisor adquiere una deuda con el inversionista.

En caso de que la empresa no desee incrementar sus pasivos, sino incrementar su capital social y obtener capital fresco (mediante una oferta pública primaria), la elección es la emisión de acciones, que no tiene un plazo de vencimiento ni representan salidas de flujos constantes por pago de intereses, ya que quien las compra también adquiere los derechos que conlleva ser socio propietario de la empresa.

Al adquirir acciones el inversionista se convierte en accionista de la empresa emisora pues es dueño de una parte proporcional de la misma.

### **1.2.5 TIPOS DE OFERTAS**

- a. Oferta Primaria: Cuando los recursos provenientes de un aumento de capital social ingresan directamente a la empresa.
- b. Oferta Secundaria: cuando la oferta pública la realiza algún o grupo de accionistas, los cuales reciben el producto de la misma.
- c. Mixta: Cuando parte del importe captado por la emisión se destina a la empresa y otra parte lo reciben los accionistas.
- d. Oferta Internacional: Es la colocación de acciones de empresas mexicanas en el mercado internacional de capitales, generalmente a través de American Depositary Receipts (ADR's).
- e. Colocación Simultánea: Consiste en ofrecer en forma simultánea a las acciones en el extranjero y en México.
- f. Oferta Pública de Compra: Consiste en la oferta realizada por una empresa o la misma emisora para adquirir parcial o totalmente las acciones de ésta última, generalmente con el objetivo de obtener el control de la emisora o el desliste en Bolsa.



## 1.2.6 TIPOS DE MERCADO (PRIMARIO Y SECUNDARIO).

- Mercado Primario

El mercado primario involucra la emisión y colocación de títulos – valor, que se traducirán en la aportación de “dinero fresco” para la entidad emisora.

Las colocaciones se realizan por dos vías, si el papel es privado se coloca a través de oferta pública, (aquella que se realiza por medios masivos de comunicación y va dirigida a persona indeterminada) en la que los títulos se dan a conocer " ampliamente al entorno financiero en forma explícita y detallada a través de un prospecto o folleto autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, en el que se proporciona la información básica de la empresa emisora y las características de la emisión.

Si el papel es gubernamental se coloca a través del mecanismo llamado subasta (venta de algún activo financiero al mejor postor), en esta subasta únicamente pueden adquirir títulos las Casas de Bolsa, las Aseguradoras, las Afianzadoras, los Sociedades de Inversión, SIEFORES y los Bancos.

Cabe señalar que Banxico es el agente del gobierno federal para realizar la colocación y amortización de gubernamentales.

Las actividades de financiamiento que llevan a cabo las diferentes unidades económicas, se formalizan mediante documentos que emite la entidad que requiere del mismo (denominada EMISORA) y que reciben el nombre genérico de títulos, valores, papel o instrumentos financieros.

La operación mediante la cual la emisora otorga a cambio de fondos que recibe, ya sea en calidad de préstamo o de aportaciones de capital, se conoce como colocación o venta de mercado primario.



## . MERCADO SECUNDARIO

A diferencia del mercado primario, en el mercado secundario los recursos no llegan a la entidad emisora. Esto se debe a que el mercado secundario no tiene como objetivo conseguir financiamiento para la empresa (ello es función del mercado primario).

La finalidad del mercado secundario es establecer mecanismos por los cuales los inversionistas en el mercado puedan tener mayor liquidez en el mismo. Ello indirectamente beneficia al mercado primario ya que, conociendo que existen mecanismos que brindan mayor liquidez, más inversionistas dispuestos a invertir sus recursos ya que existen mecanismos que les pueden apoyar vender los valores que previamente compraron.



### **1.2.6.1 SOCIEDADES DE INVERSIÓN**

Recordemos que tanto las Sociedades de Inversión como las SIEFORES son "Inversionistas Institucionales", ambas desempeñan un papel importante en el Mercado de Valores, tanto por lo montos que éstas invierten en el mismo como por la trascendencia que tienen como vehículos de inversión para el pequeño y mediano Inversionista.

Concepto:

Las Sociedades de Inversión se constituyen como sociedades anónimas de capital variable, de acuerdo a la Ley General de Sociedades Mercantiles, cuya finalidad es la adquisición y venta de activos objeto de inversión con recursos provenientes de la colocación de sus acciones entre el público inversionista, así como la contratación de los servicios y la realización de las demás actividades previstas en la Ley de Sociedades de Inversión.

Objeto de las Sociedades de Inversión:

Las Sociedades de Inversión tendrán por objeto, la adquisición y venta de activos objeto de inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su Capital Social entre el público inversionista.

Objetivos de las Sociedades de Inversión:

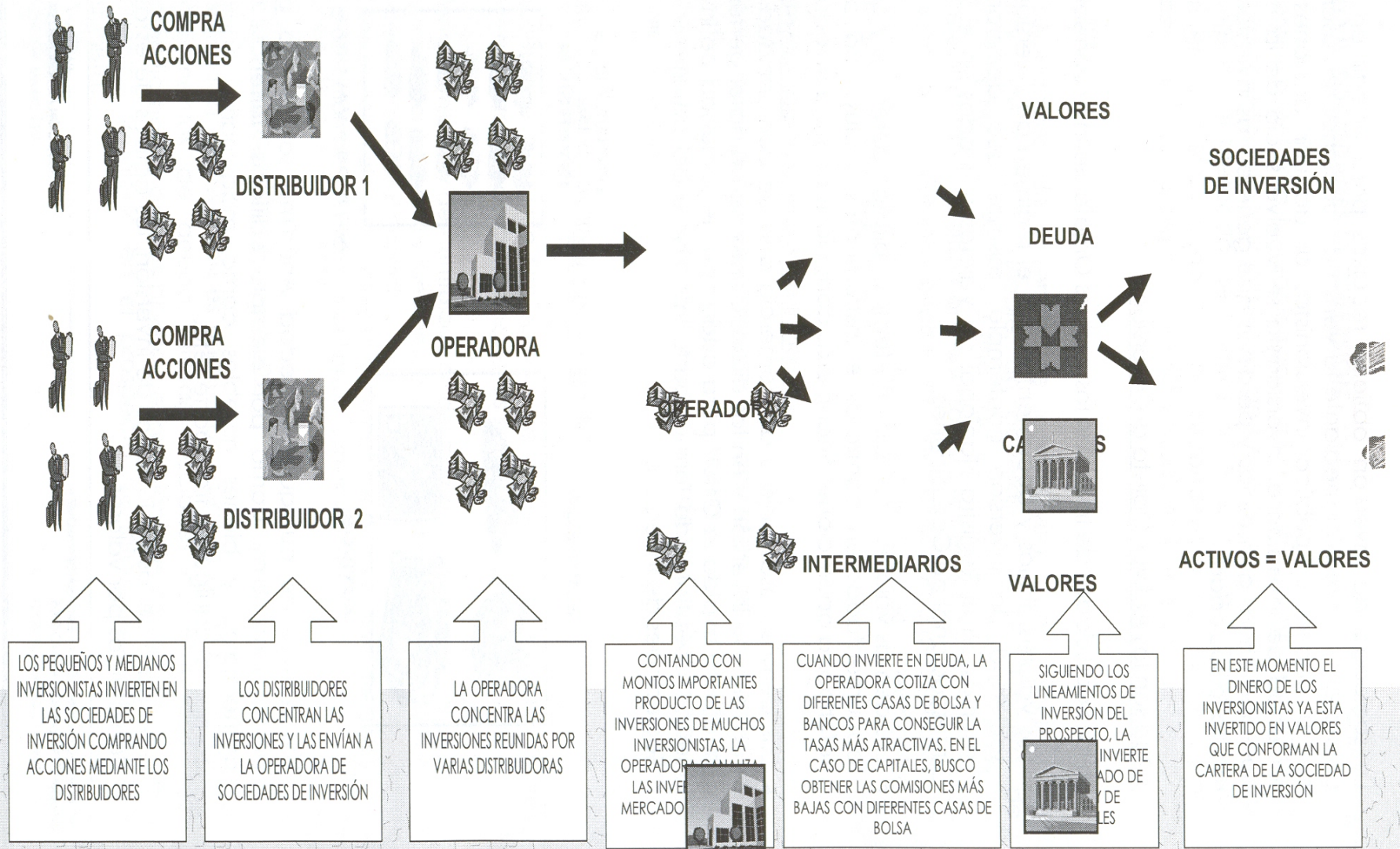
De acuerdo a la Ley de Sociedades de Inversión (LSI), las Sociedades de Inversión deben de cumplir con los siguientes objetivos:

- El fortalecimiento y descentralización del mercado de valores.
- El acceso del pequeño y mediano inversionista ha dicho mercado.
- La diversificación del capital.
- La contribución al financiamiento de la actividad productiva del País y
- La protección de los intereses del público inversionista.

¿Qué es una Sociedad de Inversión?

Una sociedad de inversión es una empresa cuya actividad es invertir en instrumentos de deuda, divisas, acciones de empresas, etc. (también llamados activos objeto de inversión) de acuerdo a su perfil de inversión señalado en el prospecto de información al público inversionista.

### Esquema de Operación de una Sociedad de Inversión



## CAPITULO 2.

### ANTECEDENTES.

#### 2.1. GENERALIDADES.

A partir de Diciembre de 2001 las emisiones estructuradas en México se han inclinado hacia la Bursatilización local que incluyen recursos fiscales estatal y municipales, garantías parciales de crédito. Asimismo las obligaciones de colateralizada (CDO's por su siglas en inglés) de bonos municipales o corporativos en México muestran perspectivas promisorias para el mediano plazo. Por su base de inversionistas institucionales en México ha estado creciendo de mar continua, debido principalmente al crecimiento de los fondos de pensiones.



Fuente: Banco de México.

El crecimiento de la Bursatilización en México ha sido posible debido al entorno favorable creado por los mercados financieros locales y por cambios clave en entorno regulatorio e institucional. La inflación y las tasas de interés han caído drásticamente durante los últimos cuatro años. La tasa de referencia (Cetes a 28 días, Certificados de la Tesorería Federal) ha bajado de 16.4% en enero del 20 a una mínima histórica de 4.14% en julio de 2004, ubicándose en octubre de 20 en 7.97% mientras que la inflación anualizada cayó de 11.02% a 5.40% durante mismo periodo.

Por su parte, el peso mexicano (MxP) se ha mantenido fuerte frente al dólar

estadounidense, incluso a pesar de los recientes períodos de inestabilidad económica mundial.



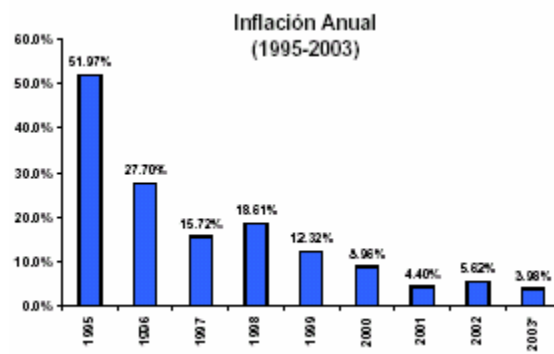
Fuente: Banco de México.

El sólido desempeño y trayectoria de las transacciones en el mercado ha influido directamente sobre el crecimiento de las mismas. Adicionalmente, la creación de un sistema privado de fondos de pensiones en 1997 ha sido un elemento clave que ha apoyado el desarrollo de la Bursatilización al ampliar la base de inversionistas.

En adición, la reforma a la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro en el 2002, que incluyó una serie de lineamientos tendientes a fortalecer la diversificación de las inversiones, así como las modificaciones a las reglas generales del Régimen de Inversión de las Siefors <sup>1</sup> lo cual ha permitido la creación de grandes portafolios de fondos que compran activamente deuda del sector público y privado.

Ambos eventos han contribuido significativamente a la expansión del mercado estructurado local.

Asimismo, la consolidación de los inversionistas institucionales se ha traducido en una base más sofisticada de inversionistas locales.



Fuente: Banco de México.

La creación y sustento de este favorable entorno ha generado un aumento pronunciado en la actividad de financiamiento estructurado medido tanto por el número de transacciones como por los montos emitidos, y de igual manera ha provocado un cambio en la mezcla de emisiones que ahora se inclina más así mercado doméstico que al extranjero.

Distribución del Gasto Público por gobierno,

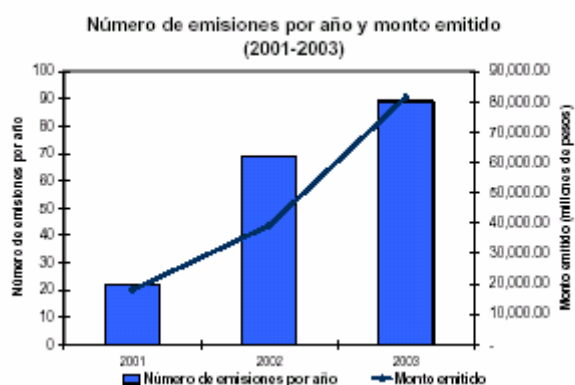


Fuente: SHCP.

Las transacciones locales de estados y municipios a través del financiamiento estructurado aparecieron por primera vez en el mercado mexicano a fines del 2003 por un monto de 306 millones de pesos (mpd).

Tras esta emisión inicial mercado mexicano se ha expandido rápidamente, a octubre de 2004 se contaba con 15 transacciones locales por un monto total de 15 mil mdp.

El Municipio de Aguascalientes fue el primero en emitir títulos (certificados bursátiles) respaldados por su flujo de participaciones federales. El fundamento de estas transacciones se basa en usar los flujos fiscales provenientes gobierno federal para aislar, de alguna manera, a la transacción de los riesgos asociados con la calidad crediticia general del estado o municipio (a los también se les denomina "gobiernos subnacionales"). Tras esta primera emisión los Municipios de Monterrey, Zapopan, Guadalajara, y el Estado de Guerrero emitieron Certificados respaldados por el mismo tipo de activos.

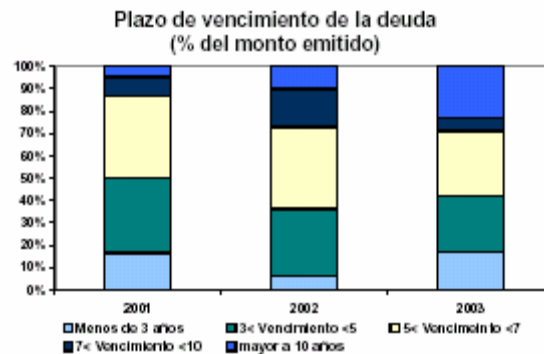


Fuente: BMV y estimados ING.

En el caso Tlalnepantla, la fuente de pago de los certificados emitidos fueron los flujos efectivos recaudados por los derechos de agua del Organismo Público Descentralizado de Carácter Municipal para la Prestación de Servicios de Agua Potable.



La primera de estas emisiones por vencer será la transacción del Municipio de Aguascalientes en el año 2006, seguida por los Municipios Monterrey y de Zapopan en 2007.



Fuente: Estimados ING.

En general, las transacciones respaldadas participaciones federales han aumentado su monto de emisión a medida que Estados y Municipios han probado que dichos vehículos ofrecen los altos nivel de transparencia y protección exigidos por los inversionistas institucionales, ello la mayoría de las entidades subnacionales mexicanas seguirán busca financiamiento mediante estructuras de Bursatilización de sus flujos futuros.

Distribución del Gasto Público por niveles de gobierno, presupuesto 2003



Fuente: SHCP.

Por ello, ahora que el mercado mexicano ofrece tasas de interés competitivo debido a la Bursatilización se ha hecho evidente entre las compañías y entidades mexicanas.

## **2.2. MERCADO DE DEUDA EN MÉXICO.**

“El ambiente financiero en México y el mundo ha cambiado y las causas son entre otras, la inflación y los cambios en la tecnología y en las condiciones de mercados. Las crisis financieras que han afectado a México por ejemplo, en 1982 significó la suspensión de financiamiento tradicional.”<sup>2</sup>

### **2.2.1. Mercado Financiero.**

El Mercado Financiero es el conjunto de agentes e instituciones financieras que tienen como objetivo canalizar de forma directa la oferta y la demanda de los recursos financieros.

Las funciones de los mercados financieros son las siguientes:

- 1) Los mercados financieros ejecutan la función económica esencial de poner en contacto a los agentes que intervienen, es decir, canalizan fondos de manera directa de los agentes que los tienen disponibles en exceso hacia aquellos a los que les hacen falta.
- 2) Es un mecanismo apropiado de fijación de precios de los instrumentos financieros.
- 3) Proporcionan liquidez a los instrumentos financieros.
- 4) Reducir los plazos y costos de intermediación.

El mercado primario es el mercado donde se colocan las nuevas emisiones de valores con una oferta pública inicial de las acciones de una empresa, o sea, la "emisora" de acciones.

Lo constituyen las colocaciones nuevas como resultado de las necesidades de financiamiento del emisor, que tiene como objetivo el que éste obtenga recursos adicionales para su consolidación, expansión, diversificación, etcétera. Estas colocaciones pueden realizarse mediante oferta pública o privada.

Esta oferta inicial también implica que la acción se "inscribe" en la Bolsa. Una condición inicial para este registro es que la oferta sea "pública", según las definiciones puestas por la Bolsa correspondiente respecto al porcentaje del capital ofrecido, y la cantidad de inversionistas. Si no se hace pública una oferta, no se garantiza la liquidez del valor, y no hay mercado.

Después de esta oferta inicial, una empresa puede colocar acciones por medio de ofertas posteriores. Una oferta primaria, o "aumento de capital", implica que la empresa está vendiendo acciones y que los fondos que reciba van a financiar a la empresa. Una oferta secundaria implica que un accionista existente está vendiendo un paquete de acciones, y que los fondos que se reciban por la colocación no van a la empresa sino al accionista. También puede haber una oferta "mixta", donde una parte se destina a financiar la empresa y otra a colocar acciones que son propiedad de un accionista existente.

El mercado secundario es el mercado donde se ofertan y demandan instrumentos financieros que hayan sido emitidos con el fin de otorgar liquidez a sus tenedores mediante la cesión de dichos instrumentos al comprador.

### **2.2.2. Mercado de Deuda.**

Es el mercado financiero donde se cotizan instrumentos de deuda, estos tienen tres características: "proporcionan un rendimiento determinado sobre un valor determinado a un plazo determinado"<sup>3</sup>.

El objetivo en este mercado es que el emisor obtenga recursos de manera viable e inmediata.

### **2.2.3. Instrumentos de Deuda en el Mercado Bursátil.**

Son instrumentos que representa un compromiso contractual por parte del emisor, quien se obliga a restituir el capital al tenedor del instrumento en una cierta fecha de vencimiento. El título es emitido a valor nominal, debe especificar los intereses y amortizaciones en caso de haberlos. Existe en el mercado mexicano una amplia variedad de instrumentos de deuda, entre los que destacan los certificados bursátiles, instrumento que surgió en julio de 2001 con las reformas hechas a la Ley del Mercado de Valores.

### **2.2.4. Certificados Bursátiles.**

Los certificados bursátiles son instrumentos de deuda a mediano y largo plazo, emitidos en Pesos o en UDI's, los cuales sólo pueden ser emitidos por sociedades anónimas, entidades de la administración pública federal paraestatal, municipios, entidades federativas y entidades financieras cuando actúen en su carácter de Fiduciarias.<sup>4</sup>

El emisor podrá establecer las causas de vencimiento anticipado para cada emisión, generando así la amortización anticipada.

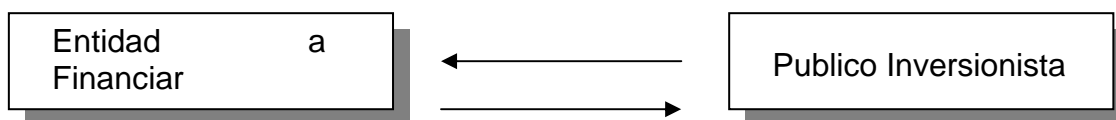
La garantía puede ser quirografaria, avalada, o fiduciaria, la cual será determinada por el emisor; se emiten en serie o en masa, destinados a circular en el mercado de valores, los cuales deberán contener:

- A. La mención de ser certificados bursátiles y títulos al portador;
- B. El nombre o denominación del emisor, tratándose de entidades federativas y Municipios, únicamente estarán obligadas a señalar su denominación;
- C. 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;
- D. El tipo de interés que, en su caso, devengarán;

- E. El plazo para el pago de capital y, en su caso, intereses;
- F. Las condiciones y formas de amortización;
- G. El lugar de pago.<sup>5</sup>

### **Certificados Bursátiles.**

Emitidos por la entidad publica con posibilidades de aportar garantías e incluso pueden ser Fideicomisos constituidos para tal efecto.



Fuente: Elaboración propia con información de la BMV.

También existen certificados bursátiles a corto plazo, con un plazo máximo de 360 días. Sus características son iguales a la de los certificados bursátiles de largo plazo, con la excepción del plazo del programa, donde la vigencia del mismo es de meses. El surgimiento del certificado bursátil se deriva de las necesidades de financiamiento así como para instrumentar programas de Bursatilización de activos no productivos de los estados y municipios como son cuentas por cobrar, ingresos por peaje, entre otros debido a que es un instrumento de deuda muy flexible.

Lo que permite incrementar el costo de oportunidad y ampliar las oportunidades de desarrollo mediante el uso prudente del endeudamiento.

La principal característica de los certificados bursátiles es su flexibilidad operativa de estructuras a partir de un programa de colocación que puede ejercerse en una o varias emisiones.

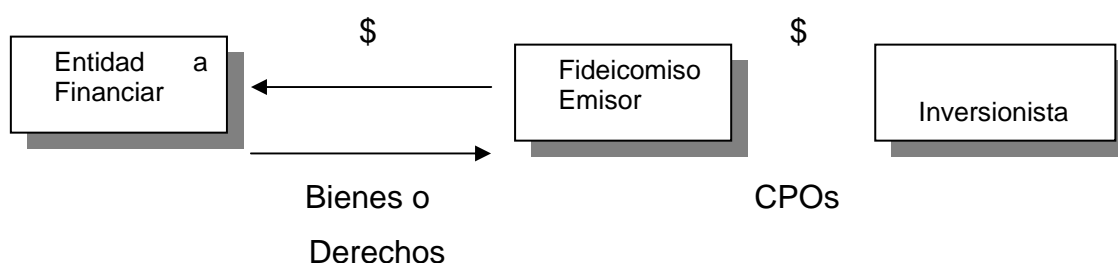
Por ello, los estados y municipios tiene la posibilidad de definir el monto y el momento más adecuado para colocar, así como las características de cada emisión, que no necesariamente debe ser la misma, pudiendo establecer los montos y condiciones generales de pago y tasa (real, variable o fija, indizada, udizada, etc.), así como el plazo de vigencia de cada colocación.

### 2.2.5. Certificados de Participación Ordinaria.

Los certificados de participación ordinaria (CPO) son títulos emitidos por un fideicomiso en el que se depositan bienes, valores o derechos para obtener financiamiento a largo plazo.

#### Certificados de participación ordinaria.

Emitidos por un Fideicomiso con cargo al patrimonio afecto al Fideicomiso.  
Separación del emisor y los bienes o derechos que constituyen la fuente del pago .



Fuente: Elaboración propia con información de la BMV.

Típicamente, este es un medio para monetizar ingresos futuros como cuentas por cobrar, activos, derechos de cobro, entre otros, así como para el financiamiento de proyectos de infraestructura, otorgando el tenedor del CPO el derecho a una parte de los activos del fideicomiso.

Los CPO's permiten al emisor obtener financiamiento "fuera de balance", es decir con cargo al proyecto específico que se propone financiar o a los bienes afectado en fideicomiso y ofrecen flexibilidad en el manejo de garantías y esquemas de pago.

Uno de los requisitos para emitir certificados de participación ordinaria es obtener la calificación por parte de empresas calificadoras de valores, así como un dictamen técnico sobre la capacidad de pago del fideicomiso.

Estos títulos pagan tasas de interés que se determinan conjuntamente por el emisor y el intermediario colocador y son revisables de acuerdo a las condiciones del mercado.

El pago de intereses puede ser mensual, trimestral, semestral e anual.

Las amortizaciones pueden ser programadas a lo largo del plazo del instrumento, o bien pueden ser flexibles dependiendo de la capacidad de pago del emisor, del patrimonio del fideicomiso y, en su caso, de las garantías adicionales que se extiendan a favor de los inversionistas.

Para el efecto del financiamiento estructurado los dos títulos más socorridos por los emisores son los certificados bursátiles (CB's) y los CPO's.

Se puede diferenciar entre un CPO y un CB haciendo mención al plazo de la emisión el cual para el primero es mayor o igual a 3 años, en tanto que para los CB es tanto a corto como a largo plazo.

El destino de los recursos en el caso del CPO ha sido para financiamiento de infraestructura carretera en tanto que para CB's es mucho más amplia incluyendo los de infraestructura en general.

Los CPO's solo pueden emitidos por Instituciones de crédito mientras que los CB's pueden ser emitidos por distintas instituciones que incluyen empresas corporativas de diversos giros.

En el caso de las garantías el CPO, la institución de crédito emisora se obliga por el monto del patrimonio fiduciario representado por los bienes muebles aportados a los fideicomisos mientras que para los CB's la garantía esta determinada libremente por el emisor.

## **2.2.6. Consideraciones para la Emisión de Instrumentos de Deuda en la BMV.<sup>6</sup>**

### **2.2.6.1. Inscripción de Valores.**

.Información corporativa, jurídica y financiera (auditada) de la empresa.

.Información sobre la oferta pública de valores.

. Calificación emitida por empresa calificadora de valores.

.Otra información detallada en la Circular Única de Emisoras de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).



### **2.2.6.2. Emisión de Valores.**

- a) . Prospecto de colocación público con anticipación de la oferta de valores.
- b) . Opinión favorable de la BMV.
- c) . Oficio de autorización de la CNBV.
- d) . Aviso de oferta pública.

### **2.2.6.3. Oferta Pública.**

Se considera como oferta pública, de acuerdo al artículo 2° de la Ley del Mercado de Valores, la que se haga por algún medio de comunicación masiva o a personas indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir títulos o documentos (acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa). Es la operación se lleva a cabo a través de la Bolsa Mexicana de Valores; toda oferta realizada fuera de ésta se considera privada.

Para realizar la oferta:

- a) la emisora debe estar inscrita en la Bolsa Mexicana de Valores o en caso contrario, cumplir con lo dispuesto en el reglamento interior de la Bolsa en lo referente a la inscripción de valores;
- b) debe presentar la solicitud de registro de las operaciones en la oferta pública respectiva;
- c) debe haber una presentación y unos estudios del emisor;
- d) debe obtener la aprobación del Consejo de Administración de la Bolsa Mexicana de Valores.

La Bolsa Mexicana de Valores otorgará el visto bueno una vez que el emisor hay; cumplido con los siguientes requisitos:

a) Presentación a la Bolsa del prospecto de la emisión debidamente aprobada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

b) Publicación previa en dos de los periódicos de mayor circulación de Ciudad de México.

c) Depósito previo en el sistema de Depósito Indeval (Instituto para Depósito de Valores) de los títulos objeto de la oferta.

## **CAPITULO 3.**

### **FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO.**

El término financiamiento estructurado se utiliza para referirse a valores respaldados por activos, la estructuración implica “un proceso no tradicional de crear y construir una amplia variedad de productos financieros cuyos valores están vinculados a (o derivan de) unos o más activos subyacentes, tales como valores de renta variable, valores de deuda, mercancías generales, divisas u otros intereses económicos.”<sup>7</sup>

#### **3.1. BURSATILIZACIÓN DE ACTIVOS.**

En la actualidad estas entidades pueden acudir al mercado de valores para obtener recursos para el desarrollo y consolidación de proyectos de inversión, así como para el fortalecimiento de su estructura financiera.

La Bursatilización (Securitization) de activos y flujos de efectivo futuros, es un proceso estructurado en el cual activos similares se agrupan y suscriben para crear títulos valor negociables para colocarlos entre el gran público inversionista en el mercado financiero.

La Bursatilización es un esquema fiduciario estructurado que permite a la entidad obtener financiamiento bursátil, al dar liquidez a activos no líquidos, o bien, para obtener recursos del mercado de valores para el financiamiento de proyectos productivos.

Bajo esta fórmula de financiamiento la entidad fideicomite activos en garantía, para que el fideicomiso emisor a su vez emita títulos de deuda, debidamente calificados, para su colocación entre inversionistas exclusivamente nacionales en la Bolsa Mexicana de Valores.

La Bursatilización se puede llevar a cabo mediante la emisión de certificados bursátiles, o bien certificados de participación ordinaria . Esto permite que los programas de financiamiento bursátil cuenten con adaptabilidad y flexibilidad de acuerdo a las necesidades del estado o municipio, así como a las condiciones del mercado.

La Bursatilización, como medio para obtener financiamiento, se puede llevar a cabo con cuentas por cobrar, proyectos productivos, servicios, infraestructura, flujos futuros entre otros.

### **3.2. EL FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO EN MÉXICO.**

El financiamiento es una de las maneras más viables de obtener efectivo para lograr la ejecución de proyectos o nuevos negocios cuando no se dispone de capital inmediato.

Este tipo de financiamiento permite atender las necesidades financieras de mediano y largo plazo de los estados y municipios.

Los beneficios del financiamiento (bursátil) estructurado son entre muchos factores:

- Proporciona alternativas reales de financiamiento de mediano y largo plazo ó Financiamiento para proyectos de inversión.
- Diversificación de fuentes de financiamiento.
- Bursatilización de activos.
- Eficiencia y competitividad.
- Flexibilidad, seguridad y transparencia.
- Imagen y proyección.

El financiamiento a estados y municipios a través de la emisión de deuda pública, se deriva de las necesidades de realizar obras de infraestructura, de reemplazar préstamos a corto plazo por otros en mejores condiciones de costos y plazos, la baja en las tasas de interés internas y el aumento en los plazos en el Mercado de Valores.

Actualmente existen 16 entidades que han acudido a la Bursatilización para incrementar sus recursos. Sin embargo, este tipo de financiamiento no es el más adecuado para los municipios pequeños ya que para ellos el costo sería muy elevado comparado con el monto solicitado. Por ello resulta viable, apoyar emisiones de estados por montos y plazos mayores, ya que se estima que cada una supere los 1000 millones de pesos y que sus plazos excedan de 10 años.

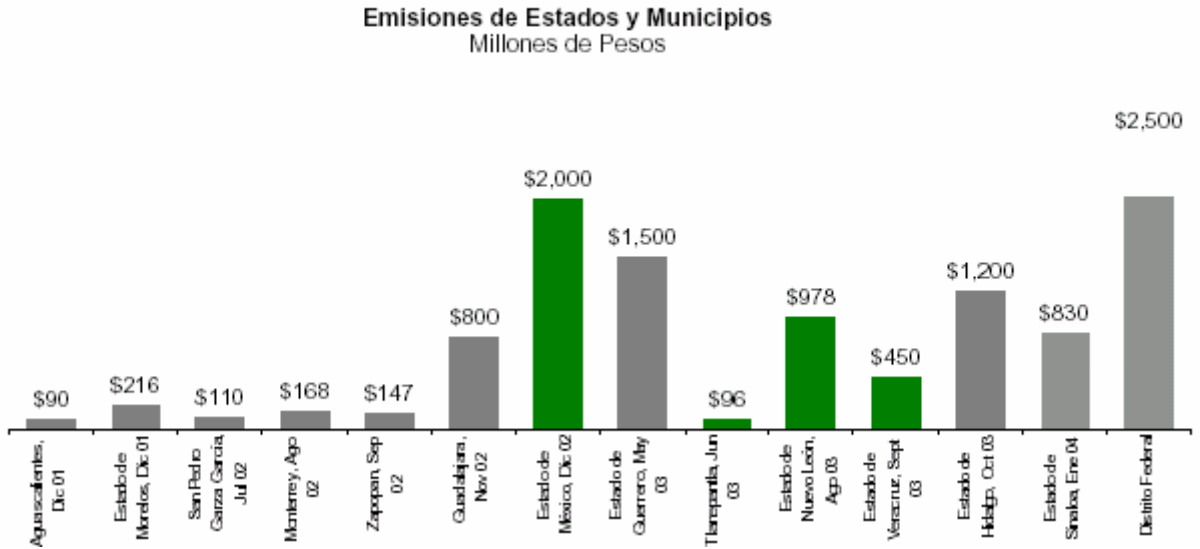
Además, este tipo de emisiones cuentan con una serie de requisitos exigidos por el mercado para reducir los riesgos de incumplimiento por parte de los emisores y fomentar la transparencia de los mismos; como es la calificación crediticia otorgada por lo menos por dos calificadoras.

La colocación de deuda a través del Mercado de Valores se está convirtiendo en el principal medio de financiamiento para las entidades estatales y municipales del país, ya que les permite mayores plazos y menores intereses que los que ofrece el Sistema Bancario Nacional, además, se obligan a tener una administración más transparente y eficiente.

También se ven obligados a una más efectiva rendición de cuentas, porque al igual que cualquier emisor privado que cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores, los estados y municipios se obligan a presentar información, a adherirse al Código de Mejoras Prácticas y a tener elementos de divulgación de información, muy importante por medio de los sistemas del mercado.

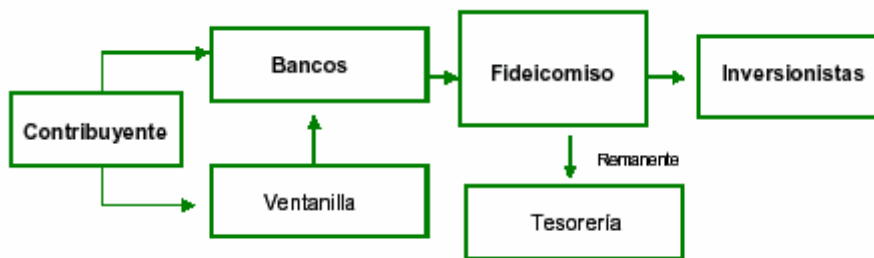
### 3.2.1. El Financiamiento Estructurado de Estados y Municipios.

El financiamiento estructurado para estados v municipios está en su mayoría formulado sobre la base de participaciones federales.



Fuente: Elaboración propia con información de la BMV.

Sin embargo debido a los riesgos inherentes de la economía en la actualidad, así como los riesgos derivados de situaciones políticas, el financiamiento más viable es aquel cuya base son los ingresos propios generados por la entidad.



Fuente: Elaboración propia con información de la BMV.

Debe mencionarse que el objetivo de un financiamiento estructurado es aislar los flujos que serán la fuente de pago.

El financiamiento estructurado para estados y municipios está en su mayoría formulado sobre la base de participaciones federales.

En las emisiones existentes se ha logrado esto mediante mandatos irrevocables a los bancos recaudadores.

Independientemente del instrumento que se utilice la mecánica básica para bursatilizar los ingresos, ya sea del Ramo 28 (PF28), es decir, participaciones federales, u otro impuesto que recaude el municipio; consiste en establecer un mecanismo de pago que garantice el flujo de recursos para hacer frente al pagaré que suscribe el municipio.

Debido a ello este tipo de emisiones (deuda subnacional respaldada por participaciones federales), si es estructurada correctamente, puede tener una calificación más alta que la del emisor.

### **3.2.2. La Figura del Fideicomiso.<sup>8</sup>**

Se trata de una operación regulada por la Ley General de Titulas y Operaciones de Crédito; por lo tanto, cae dentro del rubro genérico de operaciones de crédito (Título II de la Ley).

Por virtud del fideicomiso, una persona denominada Fideicomitente "afecta" ciertos bienes determinados a la realización de un fin licito.

Dicha "afectación" consiste en la transmisión de su titularidad al fiduciario (un banco), que es el responsable de cumplir los objetivos (fines) establecidos por el fideicomitente al constituir el fideicomiso por contrato privado.

Surge la pregunta: ¿no se trata de un mandato sofisticado?.

Si, efectivamente; se trata de una especie de mandato o encomienda fiduciaria, que surge de la confianza depositada en el fiduciario, una entidad legalmente confiable.

Se parece, pues, al mandato, pero también a la comisión, porque el banco tiene la responsabilidad de realizar ciertos actos con sus bienes a cambio de lo cual cobrará unos honorarios.

En esencia, el fideicomiso se basa en la credibilidad de una institución de crédito para manejar un patrimonio.

### **3.2.3. El Negocio Fiduciario.**

Se puede definir cuando el propietario de ciertos bienes, afecta (pierde) la titularidad de éstos a un fideicomiso.

Existen muchas razones por las que una persona puede realizar tal operación:

Primero, compara el fideicomiso con una compraventa; ya que el Fideicomitente recibe una contra prestación por la afectación de sus bienes.

En este caso, siempre hay una persona del otro lado, que se denomina Fideicomisario que generalmente obtiene ciertos derechos en relación con los bienes fideicomitados, contra el pago de la contraprestación.

La diferencia entre estas dos operaciones es que el fideicomisario no adquiere la propiedad de los bienes, sino el banco (Fiduciario).



### **3.2.4. Características del Fideicomiso Maestro de Administración y Pago.**

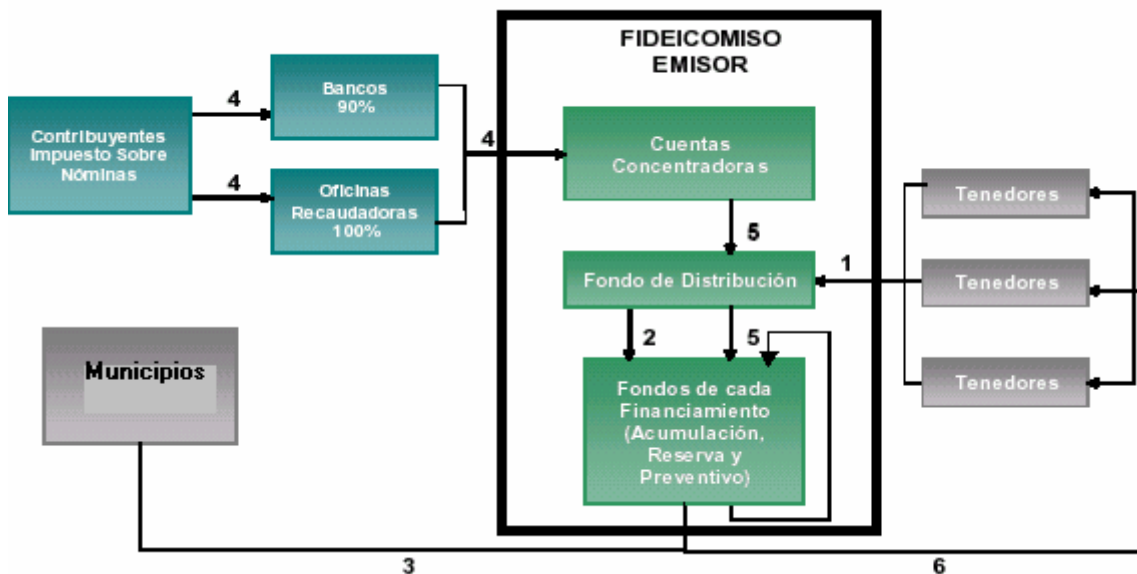
Este esquema de fideicomiso maestro fue propuesto por el gobierno federal. La estructura de fideicomiso maestro y la creación de la figura del certificado bursátil han permitido visualizar en el corto plazo una participación dinámica de las entidades territoriales en el mercado de capitales mexicano.

Existen diferentes clases de fideicomisos, sin embargo para efectos de financiamiento estructurado se requiere de un fideicomiso maestro de administración y pago debido las características distintivas del mismo como son:

Proporciona alternativas reales de financiamiento de mediano y largo plazo.

- A. Aislamiento de fuente de pago: Riesgo gobierno federal perfectamente aislado a través del Fideicomiso Maestro de Administración y Pago (FMAP).
- B. Capacidad de pago: Porcentaje de participaciones fideicomitadas con una cobertura de 2.5 a 3 veces el servicio de la deuda (costo de emisión).
- C. Oportunidad de pago: Fondos de reserva que incrementan considerablemente la calidad crediticia de la emisión.
- D. Prelación: Gracias al FMAP todos los créditos contratados por el estado tiene la misma prelación.
- E. Instrucción irrevocable: La instrucción irrevocable es la "médula" del nuevo sistema de crédito público a estados y municipios.
- F. Posibles adquirentes: Personas físicas y morales de nacionalidad mexicana en el territorio nacional.
- G. Marco legal acorde con la emisión: La Ley permite expresamente la emisión de certificados bursátiles. Además el decreto permite una sólida defensa de derechos.

El fideicomiso de administración y pago es un fideicomiso maestro, es decir, se encuentra diseñado para que, mediante dicho instrumento, puedan no únicamente cubrirse las deudas derivadas de una emisión (por ejemplo, amortizaciones calendarizadas de títulos de deuda), sino además funcionar como mecanismo de pago de todas aquellas deudas contraídas (ya sean bancarias, bursátiles y/o comerciales) por el estado o municipio que se encuentren garantizadas con participaciones federales o en términos de ingresos propios según la legislación aplicable.



Fuente: Elaboración propia con información del la BMV.

El fideicomiso maestro de administración y pago es una respuesta que satisface la necesidad de los estados y municipios, para incrementar la seguridad de pago requerida por los mercados financieros.

### **3.2.5. Participantes.**

Los participantes de la operación son:

- A. Originador: es la entidad que posee el activo a bursatilizar, es decir la entidad a financiar.
- B. Fiduciario: se requiere en aquellas estructuras en donde el fideicomiso es el emisor o si se utiliza la figura del fideicomiso maestro.
- C. Agente Estructurador: es el que diseña y estructura el financiamiento.
- D. Intermediario Colocador: es la institución que coloca los títulos entre el gran público inversionista (GPI).
- E. Agencias Calificadoras: son las instituciones que le asignan una calificación crediticia a los títulos objeto de la colocación.
- F. Dictaminador: sólo en los CPO's es el que determina el monto de emisión.
- G. Representante Común: es la institución que representa a los tenedores.
- H. -Despacho de Abogados: es el despacho que valida la emisión de los títulos.
- I. -Despacho de Auditores: es el despacho que audita las cifras.
- J. -Asesores: dependiendo de la complejidad de algunos temas se puede requerir asesores fiscales, contables, financieros o legales.
- K. -Garantes: en su caso puede ser la entidad que otorga una garantía externa.

En este tipo de emisiones no deben descartarse el uso de garantías externas. Para que un emisor le sea conveniente contratar una garantía externa, los costos de dicha garantía por lógica deberán ser inferiores a los beneficios.

La garantía tiene la característica de incondicional e irrevocable, y puede ser total o parcial. Puede ser bancaria (ejemplo: carta de crédito) o un seguro.

Teniendo como beneficios:

\*Mejor calificación

\*Menor tasa de interés (menor costo)

\*Mayor aceptación y penetración de mercado (Afores) Mayor monto (en algunos casos)

### **3.2.6. Consideraciones Legales sobre la Emisión de Certificados Bursátiles.**

#### **3.2.6.1. Marco Jurídico.**

El Marco Jurídico a que se encuentra sujeta la emisión de valores por estados y municipios incluye múltiples ordenamientos legales:

Federal:

- a) Constitución Federal.
- b) Ley de Coordinación Fiscal.
- c) Reglamento del Artículo 90. de la Ley de Coordinación Fiscal. Ley del Mercado de Valores (14 Bis 6, 7 y 8).
- d) Ley de Títulos y Operaciones de Crédito.
- e) Circular Única de Emisoras de la CNVB.

Estatal:

- a) Constituciones Estatales.
- b) Ley de Deuda Pública Estatal.
- c) Leyes Fiscales Estatales (Código Fiscal, Ley de Hacienda Estatal, Presupuesto Contabilidad y Gasto Público, Ley de Ingresos, Egresos, etcétera).

### **3.2.6.2. Régimen General de Deuda Pública.**

#### **Constitución Federal <sup>9</sup> (Artículo 117. Fracción VIII).**

Los Estados no podrán en ningún caso:

- a) Contraer directa o indirectamente obligaciones o empréstitos con de otras naciones, con sociedades o particulares extranjeros, deban pagarse en moneda extranjera o fuera del territorio nacional.
- b) No podrán contraer obligaciones o empréstitos sino cuando:
- c) Destino: Inversiones Públicas productivas.
- d) Bases de los Empréstitos: Conforme a las bases que establezcan legislaturas en una Ley.
- e) Presupuestación: Por los conceptos y hasta por los montos anualmente los legislaturas en los respectivos presupuestos Ingresos, Presupuesto de Egresos, Programas Financieros.
- f) Obligación de Informar: Ejecutivos obligados a informar endeudamientos al rendir la cuenta pública.

### **Constituciones Estatales.**

- Se apegan a lo previsto por la Constitución Federal.
- Pueden establecer requisitos adicionales (no menores).

### **Leyes de Deuda Pública Estatal.**

Establecen las disposiciones a que habrán de sujetarse los estados, y organismos para la presupuestación, contratación, reestructuración, registro y control de empréstitos que deriven del crédito.

Las nuevas políticas de gestión financiera promovidas por el gobierno desde 1999, han incentivado la apertura de nuevos esquemas de financiamiento y de respaldo crediticio, así como el desarrollo de una nueva cultura crediticia de las entidades territoriales en el mercado financiero.

Lo anterior, ha propiciado un cambio substancial respecto al grado de independencia y responsabilidad de los estados y municipios en el manejo de sus finanzas y deuda pública.

En relación con los nuevos esquemas de financiamiento y de respaldo crediticio posteriores a marzo de 2000, desaparece la figura del mandato entre la entidad y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), por lo que el gobierno federal ha dejado claro la cesación de garantías implícitas o explícitas que pudieran haberse inferido en la deuda anterior a la fecha mencionada.

De lo anterior se deriva la necesidad de que las entidades califiquen su calidad crediticia.

## **CAPÍTULO 4.**

### **MERCADO DE BONOS MUNICIPALES.**

#### **4.1. MERCADO DE DEUDA BURSÁTIL.**

Un factor fundamental que hizo posible la incursión de estados y municipios mercado de deuda bursátil mexicano, fue el cambio en los requerimientos de capitalización bancaria establecidos por la Secretaria de Hacienda) Público, en relación a la contratación de deuda a partir de Abril de 2003 nueva) por dichas entidades, el Distrito Federal (DF) y los descentralizados estatales y municipales. Por una parte, con el requisito la calificación por dos Agencias Calificadoras autorizadas, se pudo satisfacer requerimiento esencial para realizar una emisión en el mercado de deudo mexicano.

Adicionalmente, con la desaparición del esquema de mandar y respaldar la deuda nueva, se abrió la posibilidad de que las entidades llevar a cabo emisiones cuyo servicio de deuda se realiza a través Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago, constituyéndose él mecanismo confiable para que los inversionistas en el mercado de reciban sus pagos en forma oportuna de acuerdo al calendario por estipulado, situación que bajo el esquema de "mandato" era complicado .

Las emisiones de gobiernos subnacionales, como las emisiones del mi general, se han visto alentadas durante estás últimos años por factores como: la estabilidad macroeconómica prevaleciente en el país; el crecimiento sostenido en la demanda de papel por parte de inversionistas institución las sociedades de inversión de deuda, sociedades de inversión especia fondos para el retiro, y compañías de seguros; y la introducción del bursátil como un instrumento de mayor flexibilidad que los entonces existentes.

#### 4.1.1. Desempeño del Mercado.

A tres años de haber iniciado las emisiones de deuda de estados y municipios de México, este segmento de mercado se ha logrado consolidar como una opción mas viable de financiamiento para estas entidades.

En diciembre de 2003 se colocaron \$306.0 millones de pesos (mdp) en deuda subnacional, habiendo sido le en este mercado el Estado de Morelos y el Municipio de Aguascalientes. Para el año siguiente se añadieron cinco participantes más: los Municipios Pedro Garza García, NL; Monterrey, NL; Zapopan, Jalisco y Guadalajara Estado de México (Edomex); colocando en su totalidad \$2,609.7 emisiones, lo cual representó un 4.1 % del total de emisiones de mediano plazo colocadas durante 2004. En 2003, la cifra logró triplicarse, alcanzando un monto emitido de \$8,066.4 mdp; es decir, 9.7% del total de emisiones d mediano y largo plazo. Durante éste mismo año, la participación de fue más activa, integrándose como nuevos emisores de deuda: Guerrero, Nuevo León, Veracruz e Hidalgo, y adicionalmente el DF; mientras que por los municipios solamente se integró Tlalnepantla de Baz, Edomex. Por otra parte, San Pedro Garza García, NL; Aguascalientes, Ags y Edomex. complementaron sus programas de colocaciones en 2003. En 2004, se presentaron las emisiones de Sinaloa, Chihuahua y Puebla en agosto de 2004.



Fuente: Elaboración propia con información de la BMV.

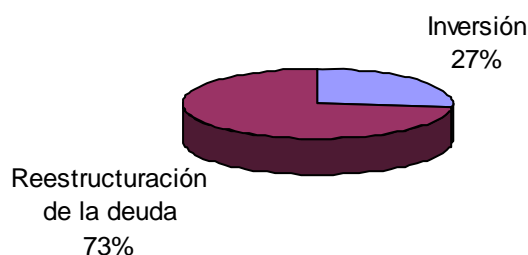


El mercado continuará mostrando un crecimiento activo e innovará con nuevas estructuras tales como: emisiones realizadas en conjunto por varios municipios (Fondo de Valores Municipales), fuentes de pago distintas a las hoy registradas, utilización de garantías parciales, entre otras.

#### **4.1.2. Destino de los Recursos.**

Las administraciones públicas han obtenido recursos acudiendo al merca total de \$15,277 mdp, 86.8% estatal y 13.2% municipal. De dicho monto, destinó a inversiones en obra pública y el restante 28.9% a reestructuración de pasivos. En referencia a los recursos destinados a inversión, éstos se destino a rubros como: infraestructura vial (ampliación de calles, puentes, a etc.), proyectos relacionados con el agua (presas, plantas de trate acueductos), construcción de escuelas, entre otros. Por otra parte, las que han reestructurado parte o la totalidad de su deuda (Morelos, San Pedro Garza García, NL; Guadalajara, Jal; Hidalgo y Sinaloa), han logrado el perfil de vencimientos de la deuda y el costo de la misma, lo que les otorga mayor flexibilidad en sus finanzas públicas. Es necesario el seguimiento características del endeudamiento de cada entidad; por lo que al pretender llevar a cabo una emisión, se debe analizar el impacto que esta nueva reestructuración tendrá en las finanzas de la entidad.

#### **DESTINO DE LOS RECURSOS**



Fuente: Elaboración propia con información de la BMV.

Cabe mencionar, que tres entidades territoriales importantes por su con1 la producción nacional (Edomex, Nuevo León y el DF), emitieron un : monto total colocado (\$6,216.0 mdp), que se destinó en su totalidad a inversión de obra pública.

#### **4.1.3. Estructura de las Emisiones.**

La totalidad de las emisiones realizadas tienen como fuente de pago un fideicomiso; contando con un mecanismo jurídico que permite que un tercero (fiduciario) administre los recursos que servirán para el pago de la deuda contraída. Los recursos que los gobiernos han destinado a estas estructuras han sido principalmente flujos futuros de participaciones federales (63.9% del total emitido) e Impuesto sobre Nóminas (ISN, 35.3%); y en una operación, derechos de cobro de agua (0.8% restante).

El afectar estos recursos significa que conforme se reciben, éstos se depositan directamente al fideicomiso en base a un porcentaje determinado al inicio de la operación. Es decir, en el caso de las participaciones federales, si un estado es el emisor, el depósito al fideicomiso es realizado directamente por la Tesorería de la Federación, por instrucción irrevocable de la entidad; y si se tratase de un municipio, el depósito es realizado directamente por el estado. Para el ISN se estableció un mecanismo similar, en el cual los bancos (recaudadores de la mayor parte de dicho impuesto) y las oficinas del estado depositan al fideicomiso lo recaudado diariamente.

Una vez que ingresan los recursos a la cuenta del fideicomiso, el fiduciario es quien se encarga de administrar, realizar pagos a los tenedores del papel, establecer fondos de reserva, y en caso de existir sobrantes, devolverlos a la entidad. En términos generales, este tipo de estructuras jurídico financieras aíslan el manejo de los recursos para servir una emisión, de la intervención de la administración gubernamentales.

Asimismo, en base a un porcentaje específico de dichos recursos asignado al pago de una emisión, se logran altos márgenes de seguridad para cubrir el servicio de la deuda. Ambas consideraciones, permiten mejorar la calificación específica de una emisión respecto a la calificación crediticia del emisor (quirografía).

Por ejemplo, el Estado de Hidalgo, cuya califica emisor es A+(mex), logró exitosamente colocar dos emisiones con MA(mex), el más alto nivel de calificación.

Por otra parte, existen variantes en cuanto a la forma en que las utilizan han afectado los flujos futuros para respaldar una emisión financiamiento bancario. Algunos gobiernos han optado por afectar el número de participaciones federales al fideicomiso, sin asignar un porcentaje en cada financiamiento; este ha sido el caso de las emisiones de San Pedro Garza García, NL y Aguascalientes, Ags. Por otra parte, algunos destinado sólo una parte de sus participaciones federales al fideicomiso a cada financiamiento específico.

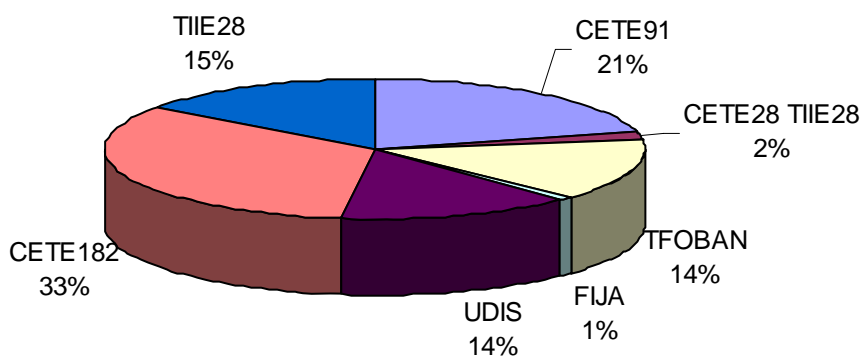
El fijar un porcentaje permite que cada uno cuente con un recurso específico destinado para el servicio de su del que en caso de haber varios financiamientos suscritos al mismo fideicomiso uno cuenta con ingresos separados para su servicio.

#### **4.1.4. Condiciones de Mercado.**

El principal objetivo de calificar una emisión en forma específica es el mejor nivel de calificación, y consecuentemente, obtener mejores condiciones en el financiamiento. De las 27 emisiones realizadas a la fueron colocadas a tasa variable, principalmente en base a Cetes determinado diferencial (spread); cuatro a tasa fija en pesos, y el resto en UDI's. El lograr una mejor tasa de interés en una emisión de di relacionado, entre otros factores, con las condiciones prevaleciendo mercado al momento de su colocación.

En los tres años iniciales de en emisiones, las condiciones fueron por demás favorables; observan reducción continúa de tasas de interés y de inflación. Durante 2003 la referencia de Cetes a 28 días registró en promedio un 7.1 % y para 2004 y en el caso de la inflación fue de 5.7% a 4.0%, respectivamente.

### TASA DE REFERENCIA



Fuente: Elaboración propia con información de la BMV.

La estructura que guarda cada emisión debe estar acorde con los planes financieros de la entidad, y en su caso, con el destino de dichos recursos a la inversión pública, por lo que es importante que exista una clara definición de la utilización de los recursos.

En adición a los beneficios mencionados que para las entidades representa realizar una emisión de deuda, estas operaciones contribuyen en forma importante a la transparencia y oportunidad de la información financiera que proveen las entidades, dados los requerimientos del mercado de valores. Por otro lado, al incursionar una entidad este mercado, se abre una opción alterna al financiamiento bancario, generándose mayor competencia y la posibilidad de obtener mejores términos y condiciones para las entidades.

En este sentido, es importante destacar el gran paso que han dado las entidades gubernamentales, que han participado en este mercado.

#### **4.1.5. Fuentes de Recursos.**

Las fuentes de fondeo tienen fundamentalmente dos orígenes:

- a) El proveniente del capital y,
- b) el del crédito en cualquiera de sus expresiones.

El proveniente del capital actualmente sirve más bien como soporte a las inversiones que se realizan utilizando crédito y obteniendo un diferente manejo de flujos diferenciados por su riesgo y rendimiento.

#### **4.1.6. Calificadoras de Riesgo País.**

Hay servicios de análisis de riesgo país, no ligados a emisiones es la deuda. Normalmente, ven los mismos factores cualitativos proporcionan un sistema de clasificación con sus propias ponderaciones.

Las agencias calificadoras son empresas privadas dedicadas a un país desde el punto de vista político, económico y social; la calificación, que sirve de instrumento para las decisiones de inversión y mitigar el riesgo que supone invertir en activos financieros prestatarios, ya sean estos países, entidades estatales, estados, ciudades o empresas.

En otras palabras, lo que califican las agencias y la capacidad y el deseo de un emisor soberano para devolver la deuda, de manera periódica, tanto el principal como los intereses.

En sus calificaciones la agencia calificadora Moody's considera que los clasificaciones se basan en dos aspectos fundamentales.

- En primer lugar, un país puede incumplir su obligación y su deficiencia crónica de generación de divisas, que suele estar por razones de índole política y económica.
- En segundo lugar, un país puede no cumplir sus obligaciones internacionales por un problema de liquidez a corto plazo.

#### **4.1.6.1. Standard and Poor's.**

Standard & Poor's es el proveedor más destacado a nivel global de toma de decisiones de inversión financiera, evaluación, análisis independientes, y todavía trabaja sobre los principios originales de la agencia calificadora de riesgo más conocida en el mundo financiero.

#### **4.1.6.2. Moody's.**

Moody's Investors Service se fundó en 1900 por John Moody, lo que la hace la primera agencia calificadora de crédito. En la actualidad, Moody's ha otorgado calificaciones a gobiernos soberanos, regionales, locales y a entidades relacionadas desde 1920, así como calificaciones para corporativos y empresas en más de 100 países. El grupo de calificaciones regionales y municipales ha asignado más de 20,000 calificaciones en los Estados Unidos, 32 Calificaciones en Canadá, 60 calificaciones en Europa y 70 en América Latina.

#### **4.1.6.3. Fitch.**

Fitch Ratings Ud., empresa del Reino Unido, que a su vez pertenece a FIMALAC tenedora de origen Francés.

Desde sus inicios la empresa ha venido recibiendo asesoría y soporte tecnológico de sus socios internacionales, lo que le ha permitido mantenerse en el primer plano en cuanto al servicio de calificación se refiere, así como a los nuevos avances y tendencias que a nivel mundial se registran en esta materia.

El principal valor de la organización es el compromiso total a servir a los participantes del mercado de valores, proporcionando servicios de calificación e investigación de la más alta calidad.

#### **4.1.7. Factores Principales de Calificación para Municipios Mexicanos.**

Actualmente las calificadoras evalúan el riesgo financiero de los Municipios mexicanos y resume su opinión sobre la habilidad y voluntad de cumplir con las obligaciones financieras de los mismos, como "Obligación General,"

Principalmente bajo su escala nacional de calificaciones. Dicha escala se reconoce sólo en México y aplica a entidades y emisiones de valores de deuda puramente mexicanas. Las calificaciones en escala nacional no son comparables a las calificaciones que se realizan bajo su escala global.

**Contexto Económico Social.** Situación geográfica, perfil y tendencias demográficas, principales actividades económicas, cobertura de servicios básicos, infraestructura.

**Finanzas Públicas.** Indicadores más relevantes incluyen niveles de ponderación generados por el impuesto predial y total de ingresos propios, nivel de fiscales ordinarios (discrecionales) e ingresos totales. Gasto operativo municipal y gasto total. Niveles de ahorro interno o AL (disponible para la deuda e inversión) y en relación al nivel de ingresos fiscales ordinarios.

**Deuda Pública.** Aspectos institucionales de la contratación de deuda actual de la deuda y su evolución.

Periodo y perfil de la amortización. Deuda indirecta y contingente. Índices de deuda y servicio de la deuda a los IFOs y al AL.

#### **4.1.8. Calificaciones de Deuda como Medición de Riesgo País.**

Standard & Poor's, Moody's y Fitch o, en el caso de los bonos los mayores serán por supuesto los que contienen las calificaciones más altas y en los bonos soberanos se recomienda analizar las características de servicios financieros con condiciones de moderado grado de vulnerabilidad ha: cuentan con la mas alta calidad.

La calificación de Moody's en su escala global para los empréstitos nacional permite a los inversionistas comparar la calidad crediticia del la de otros emisores del mundo. Las calificaciones incorporan todos relacionados con México, que incluyen la volatilidad potencial de la economía mexicana. Como punto de comparación, la calificación de Moody's el Global para la deuda en moneda local emitida por el gobierno de México es Baa1.

Para el caso de Standard and Poor's como para Moody's en la escala son opiniones sobre la calidad crediticia relativa de los emisores y la dentro de México. Los símbolos de calificación que se utilizan el nacional de México se basan en la escala conocida de Aaa a C modificador .mx para distinguirlos de la escala global de calificación. El uso de la escala nacional permite a los inversionista se instituciones bancarias diferencia: el riesgo crediticio que existe entre diferentes deudores en un país determinado. Para propósitos de las nuevas normas bancarias,



se utilizan las calificaciones de escala nacional, que establecen la calificación del gobierno federal como referencial y los requerimientos de reservas de capital reflejan la brecha entre la calificación del estado y la del gobierno federal, que es de Aaa.mx.

Las agencias calificadoras califican emisiones de deuda con criterios consistentes y comparables, facilitando su colocación inicial, y operación posterior, en los mercados financieros.

Las dos calificadoras principales, Moody's y Standard & Poor's (S&P), tienen escalas similares de calificación, con 16 grados cada una, pero con símbolos distintos: estos grados también se pueden matizar con cuatro niveles de perspectivas. Las calificaciones, que se revisan periódicamente y utilizan para deuda emitida por gobiernos y empresas en Estados Unidos, del tesoro- (Tbonds o Tbilfs) para el mismo plazo.

#### **4.1.9. Calificaciones.**

Las calificaciones de los financiamientos estructurados se han sido calificaciones de sus emisores. (Véase Anexo I y II). En el caso de municipales, las emisiones existentes obtuvieron la más alta calificaciones también prevaleció en las emisiones de los Estados de Nuevo León, como en la del DF. Cabe mencionar, que la calificación asignada a emisiones es equivalente a la calificación de emisiones realizadas por Distrito Federal en el mercado doméstico. El resto de las emisiones estatales en niveles de AA (mex) y AA+(mex), esto es de muy alta Calidad Crediticia.

#### **4.1.10. Tipos de Riesgos.**

##### **4.1.10.1. Riesgo sistémico.**

Tradicionalmente, el riesgo total tiene dos componentes: riesgo sistémico específico o bien llamado "táctico", el cual puede ser eliminado por diversificación.

El riesgo sistémico es el peligro de que ciertos desarreglos en una financiera, en un mercado de bienes o de factores o en un país conjunto de las instituciones financieras, afecten a otros mercados a repercutir en varios países y, por extensión, a toda la economía mundial.

##### **4.1.10.2. Riesgo país.**

El riesgo país puede definirse como el riesgo de materialización de un que sufre una empresa, o un inversionista, que efectúa parte de sus en un país extranjero. Este riesgo es el resultado del contexto económico del estado extranjero, y la pérdida puede ser debida a la inmovilizando activos (confiscación de bienes, bloqueo de fondos, moratoria o de deudas), a la pérdida de un mercado, debido a las razones anteriores.

“El contexto económico y político es concepto que engloba desde las medidas tomadas por los poderes públicos de la administración central y local, pasando por los acontecimientos políticos internos y externos (golpes de estado, guerras civiles o externas), hasta fenómenos macroeconómicos del tipo de inflación galopante, sobreendeudamiento externo y diversas modalidades de crisis financieras y bancarias.”<sup>10</sup>

#### **4.1.10.3. Riesgo cambiario.**

El riesgo cambiario se relaciona con las pérdidas que una institución puede experimentar como consecuencia de fluctuaciones en el tipo de cambio. “En forma análoga al riesgo relativo a cambios en las tasas de interés, estas pérdidas surgen por la existencia de descalces no cubiertos entre activos y pasivos denominados en distintas monedas.”<sup>11</sup>

Es aquel en el que se incurre en pérdidas debido a los movimientos en los tipos de cambio. Puede ser más significativo para las corporaciones, especialmente cuando una gran porción de sus ingresos se genera por ventas al exterior.

#### **4.1.10.4. Riesgo soberano.**

Se define como el de los agentes acreedores, tanto de los Estados como de las empresas garantizadas por ellos.

Originado por la falta de eficacia de las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago, por razones de soberanía.

#### **4.1.10.5. Riesgo de mercado.**

El riesgo de mercado se refiere a la exposición del valor de cada inversión a movimientos adversos en los mercados financieros; cambio de interés nacionales o extranjeras, movimientos en los tipos alteraciones en los mercados de capitales, etc., así como su posible: el balance financiero.

#### **4.1.10.6. Riesgo de liquidez.**

El riesgo de liquidez se refiere a la falta o exceso de recursos disponible a plazo con los cuales la Institución hace frente a sus obligaciones.

#### **4.1.10.7. Riesgo tasa de interés.**

Es la pérdida que puede producirse por un movimiento adverso de interés, y se materializa en pérdidas de valor de mercado de activos sensibles al tipo de interés, como los títulos de renta fija .

#### **4.1.10.8. Riesgo legal.**

Este tipo de riesgo se presenta por la posibilidad de que existan en formulación de los contratos y, en este sentido, se puede con modalidad de riesgo operativo.

Pero también se presenta el riesgo de interpretación de los contratos diferente a la esperada.

#### **4.1.10.9. Riesgo operativo.**

Las transacciones financieras deben ser registradas, alma contabilizadas, y debe exigirse, además, la realización de un seguimiento, su vida hasta que son finalmente canceladas. Todos estos aspectos de soporte documental preciso, y unas normas y procedimientos de administración.

#### **4.1.10.10. Riesgo de crédito.**

Crédito principalmente, lo que permite mediante las políticas de tener un menor grado de exposición a este tipo de riesgos.

El riesgo de crédito es una medida de sensibilidad del balance financiero de cualquier institución bancaria hacia pérdidas potenciales que surgen por la Factores cuantitativos incapacidad de las contrapartes para cumplir con las obligaciones estipuladas en los contratos celebrados.

Se distinguen dos niveles de riesgo de crédito.

Primero, la probabilidad de incumplimiento que es cuando una contraparte falla a las obligaciones que establece el contrato celebrado; y segundo, la morosidad que surge cuando la contraparte no cumple con sus obligaciones en los tiempos establecidos.

Segundo, cambios en la capacidad actual o futura de las contrapartes para cumplir con sus obligaciones.

Estos cambios se ven reflejados en la calificación de la calidad crediticia de la contraparte.

Una reducción de esta calidad crediticia generalmente refleja menor capacidad para cumplir con las obligaciones financieras futuras de la contraparte, resultando en una disminución del valor económico de los contratos celebrados con ella, lo cual genera una pérdida económica al banco o la institución que otorga el crédito.

#### **4.2. IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS.**

Para el caso particular de los instrumentos de deuda y en específico de los bonos denominados en dólares o soberanos, los factores importantes a analizar son aquellos relacionados con dos tipos de riesgo:

Riesgo Sistémico. Se considera que no es susceptible de ser diversificado y con ello la exposición al riesgo no puede ser disminuido.

Las variables relacionadas con el riesgo sistémico que se pueden cuantificar son: ambiente político, actividad económica, recaudación, morosidad o incumpliendo.

Riesgo No Sistémico o Específico. Es susceptible de ser diversificado y susceptible de ser diversificado y con ello la exposición al riesgo esta formado por los riesgos referentes al mercado, operativos, financieros.

Sin embargo para este tipo de instrumentos la estructura del país emisor resulta preponderante, el estado de sus fundamentos económicos y de sus actividades comerciales internas y externas lo cual puede representar fortalezas como debilidades sinónimo de cambio constante en el estado de la su economía.

A todo este conjunto de inquietudes se le denomina riesgo país pero más en especial riesgo político y riesgo soberano, es claro que en el caso de haber elegido un portafolio de acciones el análisis no sería menos complejo.

En un sentido mas concreto un riesgo sistémico es la posibilidad de que el país, estado o municipio emisor por alguna circunstancia incumpla con sus obligaciones contraídas. La definición anterior es similar a la del riesgo de crédito, la diferencia radica en el hecho de que en riesgo sistémico se puede dar por contagio de un componente de la estructura financiera, económica o política local, regional o global, es decir, el panorama es más amplio.

Es por ello que los factores cualitativos de emisor tienen un peso esencial en la selección de los activos financieros.

Las variables de carácter cuantitativo relacionadas con el riesgo específico para elegir un bono soberano son:

- a) Rendimiento.
- b) Bursatilidad.
- c) Inflación.
- d) Tipo de Cambio.
- e) Tasa de Interés.
- f) Cupón.
- g) Vencimiento.
- h) Volatilidad.
- i) Calificación.
- j) Duración.

#### **4.3. EL MERCADO DE LAS SIEFORES.**

El tema de las Afores tiene que ver necesariamente con los montos de que llegan a estos fondos de pensiones privados y de la necesidad tienen para invertir en títulos con cierta garantía en su pago de renta de capital.

Es indudable que en la medida que estos crezcan pondrán mucha atención en los certificados bursátiles los cuáles, a octubre de 2004 e 11.5% del monto total de sus recursos.

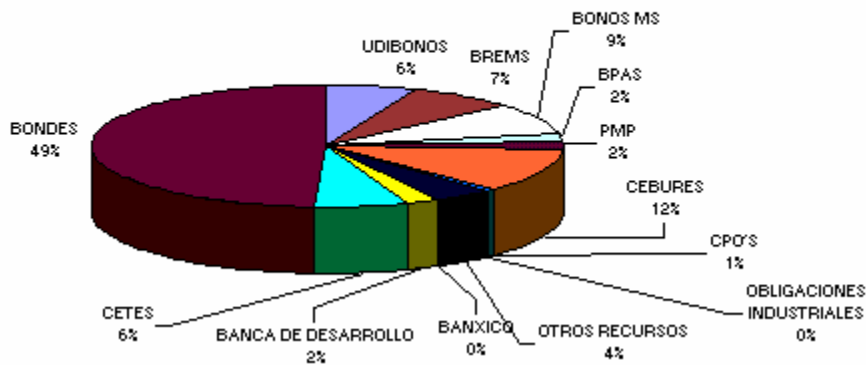
El total de recursos del mexicano de pensiones ascendió a \$480.42 mil mdp lo que representa un incremento del 10% de enero a octubre de 2004.

Se estima que los fondos crecen entre 4,500 y 5,000 mdp cada bimestre <sup>12</sup>.

El sistema de ahorro para el retiro establece un régimen que obliga a mayor seguridad y la obtención de una adecuada rentabilidad; fácil creación del ahorro interno buscando el desarrollo de un mercado de largo plazo acorde al sistema de pensiones.

En la actualidad operan 12 administradoras, con un total de 31.7 millones afiliados, siendo la Afore Banamex la líder del mercado con 5.7 millones (trabajadores registrados; le sigue Bancomer con 4.3 millones de trabajad tercer lugar se encuentra la Afore de Santander Mexicano con 3.2 trabajadores.

**COMPOSICIÓN POR INSTRUMENTO DE LA CARTERA DE VALORES DE LAS SIEFORES**



Fuente: Elaboración propia con información de BANXICO.

La Consar supervisa constantemente la evolución de las Afores, conjunta con la CNBV y la CNSF para lograr que se puedan financiar largo plazo de interés nacional, el desarrollo del mercado de principalmente, que permita que los trabajadores se jubilen dignamente esta manera las Siefiores fortalecen al mercado de valores facilitan la presencia de un mayor número de participantes. La SHCP aseguró que el otorgamiento del grado de inversión a México confianza en el gobierno para cumplir con sus obligaciones internacionales, lo que se traduce en una menor percepción del riesgo, bajas tasas de interés en instrumentos de deuda.



#### **4.4. EL MERCADO DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE DEUDA.**

De manera complementaria a las Afores están las sociedades inversión que tiene como principio la captación de recursos son canalizados a privadas y/o públicas para su operación o para la implementación de desarrollo a largo plazo que requieren de financiamiento, asimismo las instituciones que reciben los recursos .

Al mes de febrero de 2005 el saldo de las carteras alcanzó los 331 mil millones de pesos de éstos los valores gubernamentales representaban el 78.1% del total de la composición de la cartera de sociedades de inversión en instrumentos de deuda.

La composición de la cartera de las sociedades de inversión tenderá a cambiar en la medida en que estas se vean obligadas a tomar mayores riesgos, al mismo tiempo que sus administradores adquieran mayor cultura financiera.

Éstas se financian a través de la emisión y colocación de instrumentos de deuda que por medio de las sociedades de inversión son accesibles a pequeños y medianos ahorradores que de otra forma no participarían en el mercado.

Estos instrumentos financieros por su naturaleza tienen un plazo definido y proporcionan un rendimiento que se determina de acuerdo a reglas estipuladas al momento de efectuarse su emisión. Entre las alternativas de inversión que existen en el mercado, sin duda los fondos de inversión en instrumentos de deuda ocupan un lugar preponderante, ya que ofrecen retornos mayores a las instituciones de la banca múltiple.

## **CAPÍTULO 5.**

### **PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA.**

#### **5.1. FINANCIAMIENTO BURSÁTIL.**

El financiamiento bursátil es una alternativa para atender las necesidades financieras de mediano y largo plazo de las entidades gubernamentales.

#### **5.2. FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA.**

Las emisiones de deuda quirografaria y estructurada de los Estados y Municipios mexicanos tienen entre muchas finalidades el financiamiento de proyectos de infraestructura. En este sentido, el pago de esta deuda podrá estar apoyado cada vez más por los derechos cobrados a los usuarios de las obras, las cuales pueden pertenecer a un Sistema u Organismo (o empresa), o bien constituir proyecto independientes que no cuentan con el recurso legal respecto al patrimonio de alguna entidad territorial. Si bien, se puede esperar que estos proyectos mantengan dentro del patrimonio público, no todas las emisiones de deuda para financiarlos estarán necesariamente instrumentadas por las entidades territoriales. Esto se debe en parte, a que tanto para los organismos como para los proyectos independientes, los acuerdos de concesión con entes privados tomarán mas importancia en el proceso de mejoramiento de la infraestructura en México.

Algunos casos, dada la importancia social de estos proyectos, los gobierno regionales ofrecerán su apoyo para la operación, pago de la deuda mejoramiento de las inversiones.

Los financiamientos de proyectos con mayor probabilidad de ser iniciados y concesionados los cuales son aprobados por el gobierno federal en los próximos años, son aquellos vinculados con la construcción y mejoramiento de aeropuertos. En cuanto a los Estados y Municipios, los respectivos estarán relacionados con los secta de agua y alcantarillado, así como con autopistas de cuota.

Sin embargo, los riesgos de los financiamientos de estos proyectos contemplan los factores expuestos a continuación.

### **5.2.1. Economía.**

La economía de la empresa o proyecto, concretamente expresada por el número de clientes o usuarios y los ingresos que generan sus servicios, es de importancia. No obstante, el valor de esta información depende de la transparencia financiera así como de la relación histórica de la obra con la entidad territorial u organismo. Dicha relación debe indicar si la entidad gestiona el proyecto como una empresa comercial autónoma, con tasas y derechos que reflejan su estructura de costos.

Para obras de infraestructura es necesario el uso de proyecciones, los cuales indican si los patrones de comportamiento de los usuarios actuales son razonablemente predecibles, cuánto tiempo tomarán en incrementar su uso de la nueva obra, en qué grado se incrementará la demanda a través del tiempo, la presencia y calidad de infraestructura ya existente que compita con la nueva, y en qué medida ajustan los usuarios su demanda por los servicios de la obra ante un aumento tarifario.

### **5.2.2. Organización.**

La obra que se pretenda financiar es patrimonio del sector público. No obstante, podrá ser operada y administrada tanto por organismos públicos como privados.

La gestión pública podría hacerse por medio de una dependencia de la administración central de la entidad territorial, o a través de una autarquía. Cabe destacar que la participación del sector privado incrementa las fuentes de recursos disponibles para la inversión en infraestructura. Asimismo, la experiencia del sector privado en algunos sectores coadyuva a la eficiencia administrativa.

Adicionalmente la respuesta de la administración a los requerimientos de los usuarios es de suma importancia, así como la flexibilidad con que ésta cuenta para enfrentar los requerimientos de la operación, de sus financiamientos y del mejoramiento de la planta del proyecto.

### **5.2.3. Naturaleza del Apoyo Gubernamental.**

El apoyo por parte de las entidades gubernamentales puede ser un factor de calificación, particularmente cuando la economía del proyecto es vulnerable a efectos coyunturales. Dicho apoyo puede formularse como inyecciones de capital (esencialmente patrimonio que reduce el endeudamiento público); subsidios para sustentar las operaciones; o garantías de pago del servicio de la deuda. De lo anterior, la calidad crediticia del proyecto puede mejorar dependiendo de las condiciones que se impongan al patrimonio público, los mecanismos presupuéstales implementados para efectuar el subsidio a las operaciones, y el grado en que el gobierno (entidad territorial) considere que la deuda asociada al proyecto le pertenece. Si se estructuran adecuadamente, los avales de deuda pueden permitir que la calidad crediticia del proyecto sea reemplazada por aquella del garante. De cualquier modo, el valor que aportan dichos apoyos depende de la naturaleza de la obligación legal del gobierno, de su capacidad financiera y voluntad política de apoyo, así como de los mecanismos que se utilicen para implementar el apoyo. Cabe mencionar que la entidad patrimonial debería considerar el efecto que tendrán sus apoyos sobre la eficiencia en el administrativo de la obra.

### **5.2.4. Autoridad para Fijar Tarifas.**

Siempre existe la posibilidad de que la volatilidad de la recaudación de afecte por cambios en la demanda de los servicios que presta, o que operación de la misma se incrementen inesperadamente.

Por lo que la consideración importante es la autorización legal con la cual cuentan administradores de la obra para ajustar tasas, derechos o tarifas necesidades. Esta medida ayuda a los tenedores de los valores y también asegura que se mantendrá la flexibilidad financiera adecuada a cualquier eventualidad , la estructura organizacional (sea por normatividad que establezca una empresa pública, o un acuerdo de concesión para u administrado por una empresa privada) determinará en gran parte la autoridad con que se cuenta para fijar las tasas. Adicionalmente, la reglas de documentación que rigen al proyecto describen el proceso a través del cual se harán los ajustes, y si alguna aprobación externa será necesaria para in los mismos. Las condiciones socioeconómicas determinan si le continuarán maximizando la recaudación. Entre dichas condiciones son la necesidad por el servicio, el costo del mismo para la población entre sus niveles de ingreso, y la competitividad del proyecto en cuestión, proveedores o alternativas.

#### **5.2.5. Entorno Operacional.**

El análisis del entorno en el cual opera la obra frecuentemente se inicia en el estudio del marco legal y regulatorio.

Los poderes de control normé distribuyen entre los diferentes niveles de gobierno del país, y es vital comprender la anterioridad y prioridad de la ley que aplica en cada nivel. Como ejemplo: La Comisión Nacional del Agua (CNA) en México ejerce algún control federal sobre las actividades relacionadas con el agua potable y alcantarillado. No es la misma ha distribuido su jurisdicción a 13 agencias correspondientes regionales. A un nivel inferior se encuentran las leyes estatales, que comprenden una comisión de agua del estado y que regulan la relación con los órganos del agua de los Municipios. Algunos de estos organismos se administran como autarquías mientras que otros por control directo de los ayuntamientos en general, el riesgo político puede surgir como amenaza para la obra tenedores de la deuda, cuando el entorno legal intra- o inter-gubernamental cambia o sufre un desequilibrio por conflictos.

### **5.2.6. Uso de Excedentes de Caja.**

Es muy importante evaluar el uso de los superávits generados por el proyecto, una vez que se han cubierto los costos de operación y el servicio de la deuda. Una opción es reinvertirlos en la obra, o alternativamente dirigirlos a la entidad patrimonial. De ser dirigidos a la entidad territorial, se debe determinar si esto afecta a las inversiones de capital que se requieren para el proyecto, o limita la eficiencia operativa durante periodos de uso máximo de la obra.

### **5.2.7. Inversión Requerida.**

Después de la inversión inicial para la construcción, renovación o expansión de la obra, continúa la necesidad constante de reinvertir para mantener el rendimiento de la obra inicial, o ajustarla a aumentos en la demanda. Las proyecciones de los flujos de caja y ajustes en las tarifas deben anticipar la inversión requerida. En adición a los costos de operación y el servicio de la deuda, es de vital importancia que las proyecciones incorporen un margen financiero. En proyectos de mantenimiento de obra de mayor alcance se pueden acumular reservas de capital con los excedentes de los flujos de caja anticipando mejoras de alto costo. De requerirse un endeudamiento adicional para financiarlas se debe tomar en cuenta la habilidad legal de la entidad para emitir más deuda, su capacidad financiera para servirla, y al mismo tiempo mantener un margen financiero adecuado conforme a su perfil de riesgo económico

### **5.2.8. Evolución del Financiamiento de Infraestructura en México.**

En cuanto a proyectos de autopistas de cuota existe un aumento en la inversión a este tipo de proyectos, más a nivel estatal que federal.

Si los proyectos son financiados en forma conjunta (varios proyectos reunidos) a través de organismos creados sólo para ese fin específico.

Lo anterior resultaría en financiamientos de mejor calidad crediticia, dado que los proyectos se apoyarían mutuamente en garantía. Los niveles elevados de

apalancamiento de los proyectos de autopistas son de fundamental relevancia, en virtud del tiempo que se toman dichos proyectos en generar flujos substanciales de recaudación. Por otra parte, los aspectos tecnológicos representan un factor importante de análisis, dada la expectativa en la utilización de equipos electrónicos en la recolección de peajes.

Finalmente, cabe mencionar la necesidad de desarrollar en forma progresiva figuras bursátiles que ofrezcan periodos de mayor duración y que permitan el financiamiento de proyectos de infraestructura. Los niveles de endeudamiento que se requieren para adquirir o mejorar las obras, frecuentemente resultan en una carga onerosa que exige más tiempo para amortizarse económicamente, que el que permiten actualmente algunos vehículos bursátiles existentes en el mercado.

La descentralización en México ha despertado un interés acentuado el mejoramiento de la infraestructura estatal y municipal. Los cambios en institucional permiten que nuevos esquemas de financiamiento con mercado bursátil interno se implementen gradualmente y faciliten el de obras que son de capital importancia para el país.

### **5.3. FINANCIAMIENTO EN PARTICIPACIONES FEDERALES.**

El grueso de la deuda de Estados y Municipios prevaeciente a la contratada bajo un esquema mediante el cual los bancos canalizaban las entidades al amparo de un mandato entre la entidad contratada bajo dicho esquema, al presentarse un incumplimiento, los bancos solicitaban a la SHCP el pago de adeudas vencidos, descontando al estado los importes pagados del flujo de participaciones federales que le correspondientes al periodo.

En tales circunstancias, los bancos suelen considerar este tipo como riesgo gobierno federal.

En el segundo semestre de 1999, las autoridades financieras del país comunicaron a los Estados y Municipios que el mandato concluiría en marzo del año 2002 ; y que adicionalmente, se introducirían cambios importantes en el marco jurídico que regula la contratación de financiamientos. En este contexto destacan:

1.- las modificaciones a las reglas para los requerimientos de capitalización bancaria y;

2.- las modificaciones al reglamento del Artículo 90 de la Ley de Coordinación Fiscal en materia de registro de los financiamientos de entidades municipales. Estas nuevas reglas de capitalización no permiten considerar nuevos financiamientos de las entidades como riesgo gobierno que reconocen la diferencia en el riesgo crédito de las entidades por las calificaciones.

Este nuevo entorno requirió la determinación de esquemas viables para acreedores y deudores, que permitan reactivar y dar fluidez al financiamiento de Estados, Municipios y organismos del país. Tradicionalmente, las participaciones federales del Ramo XXVIII (PF28) se han utilizado como respaldo de financiamiento de las entidades territoriales en México. Actualmente entidades como para acreedores, éstas continúan siendo un medio atractivo a utilizarse en los nuevos esquemas ya que pueden ser afectadas sujeto a la autorización de las legislaturas locales, por su importancia dentro de los presupuestos estatales y municipales, su origen a nivel federal, y dado el comportamiento histórico que han observado.

Finalmente, la estructura propuesta permitió a las entidades territoriales cumplir con las condiciones y expectativas que demanda el mercado doméstico de capitales. Hoy en día, la posibilidad de emitir deuda bursátil es analizada por varias entidades e intermediarios financieros, dado el historial crediticio que se ha venido conformando bajo el nuevo entorno.



Adicionalmente, la figura del certificado bursátil, creada con la reforma a la Ley del Mercado de Valores, incentiva a las entidades territoriales a la emisión de deuda, dada su competitividad como instrumento de financiamiento a mediano y largo plazo. Los factores anteriormente descritos permiten visualizar en el corto plazo una participación dinámica de las entidades territoriales en el mercado de capitales mexicanos, con lo cual se accede a una fuente competitiva de financiamiento como alternativa al crédito bancario.

Dadas las necesidades de financiamiento a nivel municipal y el perfil crediticio de muchos Municipios mexicanos.

El propósito único de emitir valores en los mercados de capitales y segregar de los Municipios los recursos que servirán para el financiamiento de los mismos, permite que el capital que se obtiene de la emisión se recicle de modo circulante a través de créditos cuyos términos generalmente coinciden con los respectivos de los valores emitidos. Una de las principales ventajas para los Municipios es que muchos de ellos lograrían por primera vez acceder al crédito de los mercados de capitales, lo cual no sería posible con esfuerzos individuales por varias razones, entre las que se podrían destacar:

1.- Los montos de capital que requieren algunos Municipios son pequeños en relación a los costos que representa una emisión de valores de deuda;

2.- tales montos, así como el perfil de riesgo de muchos Municipios, no se ajustan a los requerimientos de las instituciones mexicanas que invertirían en los valores de deuda de los mismos, si éstos, individualmente, pretendieran colocar su deuda en los mercados de capitales;

3.- las debilidades culturales, idiosincrásicas o específicas de los Municipios.

La estructura está diseñada con el propósito de mejorar sustancialmente crediticia de los bonos con reservas de capital y otros apoyos adicionales y contribuye a que la calificación de riesgo financiero que se le asigne a superiores a aquella que obtendrían los valores de Municipios que en forma independiente, alentando a los inversionistas y aumentando la inversión, los bonos en el mercado de capitales. En América Latina, la creación y de mercados de capitales internos es un asunto prioritario de muchos de la región y de organismos multilaterales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. La creación de valores de deuda de alta rentabilidad que ofrezcan modalidades diferentes en renta y plazo, contribuiría a crear los activos líquidos para inversionistas mexicanos, como son las pensiones, entidades bancarias y financieras, sociedades de inversión y aseguradoras. En el contexto estrictamente mexicano, las condiciones económicas actuales en muchos Municipios exigen el mejoramiento de la infraestructura pública. Si bien el proceso de descentralización en México ha concluido, por lo que resulta difícil predecir cuales serán las responsabilidades en las fuentes de recursos finalmente delegadas a las entidades, el marco ir actual ya permite la creación de nuevos esquemas de fina específica mente orientados a los Municipios.

Asimismo, la actual estructura de ingresos de los Municipios no sólo las participaciones federales, sino también recaudación propia principalmente del impuesto predial, legalmente de libre disposición ( para el pago de la deuda). Lo anterior implica que los niveles de financiera son generalmente adecuados, permitiendo que muchos puedan comprometerse responsablemente a niveles de endeudamiento llevar a cabo su tarea de mejorar las condiciones de vida de las poblaciones urbanas de México.

### **5.3.1. Régimen Legal de las Participaciones Federales.**

- En 1995 la SHCP promueve importantes cambios a la normatividad que regulaba la contratación de empréstitos.
- Finalidad evitar: Falta de transparencia, dificultad para acceder a nuevos mecanismos de crédito.
- Artículo 90. de la Ley de Coordinación Fiscal:
  - Garantía Legal (hasta el 1/01/1997)
  - Mandato (hasta marzo de 2002)
  - Fideicomiso Maestro Administración y Pago (Mecanismo actual)
- Prelación
- Reglas de Capitalización de la Banca (Abril 2000):
  - Dos calificaciones.
  - Inscripción en Registro de Obligaciones y Empréstitos.

Imposibilidad de los estados y municipios para contratar deuda o refinanciar o reestructurar la vigente si no cumplen lo anterior.

### **5.3.2. Disponibilidad de Cuentas de Reserva.**

Las reservas de capital (activos líquidos del fondo creados a favor de los tenedores de los bonos) representan un aspecto común en estas emisiones y apoyan en forma de colateral las obligaciones financieras del fondo. Las reservas se mantienen disponibles para el pago de intereses y capital de los bonos, previendo el caso de que los flujos generados por los créditos municipales no fueran suficientes en un momento dado. Este capital se invierte en instrumentos líquidos ofrecidos por el mercado monetario para generar recursos adicionales al fondo, los cuales se pignoran a favor de los tenedores de los bonos.

### **5.3.3. Garantías.**

En adición a las cuentas de reserva, existen garantías o apoyos adicionales, tales como las garantías de la entidad federativa, el gobierno federal u otro garante de crédito, público o privado.

## **CAPITULO 6.**

### **ESTUDIO DE CASO.**

#### **PROYECTO DE INVERSION DE LAS CARRETERAS DE CUOTA DE PUEBLA .**

##### **6.1. ANTECEDENTES.**

Carreteras de Cuota Puebla (CCP), es un organismo público des creado el 17 de diciembre de 1999, a iniciativa del Gobernador Con s Estado, Licenciado Melquíades Morales Flores, cuyos objetivos son crear la infraestructura carretera que requiere la entidad para impulsar el desarrollo económico, apoyando las actividades productivas con el traslado rápido de personas, bienes y productos.

El Consejo de Administración del CCP tiene facultades para actualizar las cuotas, tasas y tarifas de los ingresos que se realización de los servicios que presta el CCP por sí o por medio de terceros.

El 24 de marzo de 2002, se publicó en el Periódico Oficial del Estado ( acuerdo del Ejecutivo del Estado de Puebla mediante el cual se desincorporo el dominio público del Estado de Puebla la Vía Atlixcáyotl, en esa misma se publicó en el Periódico Oficial del Estado de Puebla el decreto del H. Estado de Puebla mediante el cual se autoriza al titular del Poder enajenar la Vía Atlixcáyotl al CCP, a través de un contrato de donación

Mediante escritura pública N° 263 del 31 de agosto de 2000, otorgo Maestro en Derecho José Alejandro Romero Carreta, notario público N° 5 del Distrito Judicial de Huejotzingo, Estado de Puebla, se hizo constar el donación onerosa mediante el cual el Gobierno del Estado de Puebla CCP la propiedad de la Vía Atlixcáyotl.

Por lo que el cobro de las cuotas de peaje en la carretera estatal en el entronque Puebla con superficie de 4.05 hectáreas y el segundo tramo del kilómetro 20+400 al 20+000 del entronque Atlixco, con una superficie de 35-00-00 hectáreas.

A fin de que dicho fideicomiso adquiera deuda, hasta por un monto total de \$800'000,000.00 (ochocientos millones de pesos 00/100 M.N.), en el entendido de que las cantidades que se reciban se destinarán a la construcción, mantenimiento y operación de carreteras de cuota a cargo de dicho Organismo Público.

## **6.2. PERFIL DEL NEGOCIO.**

### **6.2.1. Estado Actual de las Carreteras de Puebla.**

A inicios de la década de los años noventa, se contaba con un total de 1,574 kilómetros de carreteras estatales, que para finales de 2004 esta cifra ya se había duplicado, debido a la importancia que tiene el estado en el ámbito nacional como el paso importante de personas y mercancías entre lo que es el Puerto de Veracruz y la Ciudad de México.

A pesar de este crecimiento, el gruesa de la red carretera del estado la conforman caminos rurales y brechas. Le siguen los caminos federales que tienen una gran participación en la red, mientras que en el caso concreto de las autopistas y carreteras de cuota, concentradas principalmente en la zona centro de la entidad poblana, representan tan sólo 3% del total de las carreteras de la entidad, siendo la más importante el paso de la autopista México-Puebla-Veracruz.

El desarrollo carretero tiene un impacto significativo y directo sobre la tasa de crecimiento de las poblaciones, en la participación de éstas en el PIB estatal, y en el desarrollo socioeconómico de una comunidad.

### **6.2.2. Bases de Competencia.**

El principal competidor de la Autopista Vía Atlixcáyotl es la Carretera Federal Puebla - Atlixco. Esta vía libre sirve tanto al público que realiza viajes entre Puebla y Atlixco, como a los viajes efectuados entre estas ciudades y las colonias y Municipios ubicados a lo largo de su recorrido como son: Chipilo, Santa Isabel, Cholula, Santa María Tonanzintla y Acosautla.

Como resultado del ahorro en tiempo y de la mayor seguridad para actualmente la autopista capta cerca del 40% del total de los recorridos entre las ciudades de Puebla y Atlixco.

### **6.2.3. Aforo Vehicular.**

El desarrollo inmobiliario comercial y residencial sobre el principio de Ciudad de Puebla, así como de zonas residenciales en las afueras de Atlixco, contribuyen al crecimiento en el aforo de la autopista.

La Vía Atlixcáyotl funciona como uno de los principales accesos a Comercial Angelópolis, que a la fecha cuenta con un crecimiento muy importante. El aforo vehicular presenta una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) del 10.8% entre 1991 y el 2004, aun y cuando presenta una caída en el aforo de 21.9% debido a las condiciones económicas por la que atravesó México en 1995. Mientras que entre el 2003 y el 2004 presenta un crecimiento del 15.2% en el aforo vehicular.

El comportamiento de los ingresos anuales en términos reales a precios de Abril de 2004 muestran una tasa media anual de crecimiento (TMAC) para los últimos siete años del 13.6% esto como resultado de los incrementos en el tráfico vehicular que este tramo carretero ha mantenido a partir de 1995.

### **6.2.3.1. Proyecciones de Aforo Vehicular.<sup>13</sup>**

Pronósticos de tránsito para un período de 30 años bajo escenarios bajo, medio y alto. Basados en los siguientes supuestos:

- Se considera que la tarifa cobrada permanece constante por lo que los ingresos brutos anuales se encuentran en términos reales, es decir, los ingresos crecen de la misma forma que el TDPA.
- La autopista recibe un mantenimiento adecuado durante el periodo del pronóstico.
- El escenario base se fundamenta en la extrapolación de la tendencia actual de la economía nacional y regional, por lo tanto considera que no se darán durante el periodo de pronóstico variaciones importantes o abruptas en los principales indicadores macroeconómicos de México o en la base económica de la región.
- La infraestructura interurbana de transporte no se ve sustancialmente modificada por vías que compiten directamente con la autopista, o que alteren la configuración física de la autopista estudiada.

Considerando

- Para el período 2004-2008, una curva tendencial calibrada estadísticamente para reproducir los crecimientos de la autopista.
  - Después de estos años, se considera que la demanda se estabiliza y sigue las tendencias de las variables socioeconómicas de la región.
- a) Escenario Alto.- Muestra un comportamiento favorable en el tránsito y un incremento de captación al 74.5% de la demanda total del corredor.



- b) Escenario Medio.- Muestra un incremento de captación a la demanda total del corredor. Las tasas de crecimiento se asocian a la población económicamente activa ocupada.
- c) Escenario Bajo.- Muestra un comportamiento desfavorable tránsito de la autopista y el cual se encuentra asociado a un comportamiento de la autopista antes del cambio de administrativo al CCP. Las tasas de crecimiento están asociadas a la población de la región. Por último supone un nivel de captación del 52.1 % ( a la demanda total del corredor).

De acuerdo a dicho estudio, el pronóstico de TDPA para los próximos años muestra crecimientos por abajo del 3.0% anual compuesto en el escenario bajo, es decir, constituye un escenario conservador sobre el aforo. Más al próximos 10 años, el crecimiento en un escenario bajo del TDPA se espera un 3.76% anual compuesto.

En términos absolutos, el crecimiento del TDPA al 2014 en el mismo escenario es de 44.6%.

Por otro lado, los ingresos brutos anuales (incluyen IVA) muestran un nivel por arriba de 94 millones de pesos en términos reales, incluso en un escenario bajo para los próximos 30 años.

El crecimiento real promedio para los próximos 10 años es de 5.4%.

#### **6.2.4. Tarifas.**

En la actualidad el costo para vehículos ligeros, es decir automóviles, en días laborales es de \$21.00 pesos mientras que el fin de semana su costo es de \$26.00 pesos.

El ingreso diario promedio para el año 2004 fue de \$284,177 con un aforo diario promedio de 9,614 vehículos con lo cual se obtiene una tarifa promedio anual de \$29.6 pesos.

En los últimos dos años la tarifa promedio en términos reales a precios de Abril del 2004 muestra un incremento, 3.18% para el 2002 y 1.02% para el 2003, sin embargo la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) muestra una calda del 6.8% entre el 1991 y el 2004, tal y como se puede observar en la siguiente gráfica.

Se evidencia en el gráfico anterior, que el rezago tarifario en términos reales no es el producto de la crisis de 1995, sino que se gesto previo a ésta producto de un mal manejo de tarifas.

La estructura tarifaría vigente servirá de base para realizar los incrementos de las cuotas de peaje correspondientes.

La facultad de fijar las tarifas corres Comité Técnico con base las tarifas vigentes, antes de realizar incremento.

Por lo que el Comité Técnico podrá incrementar las tarifas hasta por el incremento inflacionario, sin requerir autorización tomando como base el INPC publicado por el Banco de México (o cualquier índice que lo sustituya).

Mencionado incremento podrá realizarse una vez al año o cada vez que la inflación crezca por arriba del 5% (cinco por ciento) respecto incremento. Se podrá incrementar tarifas en un porcentaje menor, o incrementarlas, si con base en la opinión de especialistas, el Comité Técnico estima que el incremento puede afectar los intereses de los tenedores certificados bursátiles.

### **6.3. DESTINO DE LOS RECURSOS.**

Los recursos que se obtengan de la emisión de este programa de (bursátiles, se destinarán a la construcción, mantenimiento y operación de carreteras de cuota a cargo de dicho Organismo público en el Estado de Puebla.

Los recursos netos derivados de la emisión que reciba el CCP, se destinarán a apoyar, hasta donde alcancen, a la ejecución de diversos proyectos de infraestructura carretera, los cuales en conjunto ascienden aproximada , cantidad de \$390'000,000 M.N. (trescientos noventa millones de pesos ) a continuación se muestra la integración de dichos proyectos:

El proyecto ejecutivo del camino Tlaxco-Huauchinango no solo beneficiará a las comunidades por las que habrá de pasar la carretera, sino también municipios aledaños y conectará con el Eje Federal México-Tuxpan.

En sus especificaciones técnicas, tendrá una longitud de 55.6 kilómetros y se calcula que la vía sea de velocidad aproximada de 110 kilómetros por hora, con un ancho de corona de 12 metros y un carril por sentido por circulación.

La importancia de la autopista Tlaxco-Huauchinango radica en que permitirá la comunicación con los Estados de Veracruz y Tlaxcala.

Por lo que el beneficio social que representa es alto además de que se espera un significativo aforo vehicular que garantiza su rentabilidad financiera.

En cuanto a kilómetros se trata, es probable que las regiones de Huauchinango y Teziutlán sean las más importantes.



Fuente: CCP.

Sin embargo, la mayoría de sus vías la componen caminos rurales y brechas mejoradas.

## 6.4. FACTORES DE RIESGO.

### 6.4.1. Riesgos relacionados con México.

1. Crisis Económicas: Una crisis económica puede afectar en forma re aforo vehicular de la Vía Atlixcóyotl, las tarifas cobradas en la autopista, los ingresos totales del cobro del peaje de la autopista.
2. Modificaciones al régimen fiscal para los tenedores de los certificados bursátiles.

#### **6.4.2. Riesgos relacionados con los Certificados Bursátiles y el Fideicomiso.**

Eventual falta de solvencia por parte del fideicomiso: El fideicomiso no contara con recursos y activos adicionales a los que constituyen su patrimonio en la medida en la que el aforo de la autopista sea significativamente proyectado, el fideicomiso no tendrá acceso de manera directa a otro para responder a los compromisos contraídos con los tenedores de los certificados bursátiles.

#### **6.4.3. Riesgos relacionados con la Vía Atlixcáyotl.**

1.-Cambios en las condiciones económicas del país o de la región para el mejoramiento de las condiciones actuales de la carretera Puebla y Atlixco, lo que podría resultar en pérdidas de aforo por los vehículos que la carretera o Interurbana de la Vía Atlixcáyotl.

2.-Substitución del Operador: Si se sustituye al operador como consecuencia de situaciones de incumplimiento de sus obligaciones, puede involucrar una serie de situaciones que podrían afectar la operación de la Vía Atlixcáyotl. No se puede prever si será posible encontrar en forma expedita a un nuevo operador que lleve la cobranza de los ingresos de peaje en forma más eficiente, o por lo menos equivalente, que el fideicomitente.

3. Seguros y desastres naturales de la Vía Atlixcáyotl: La autopista no cuenta con un seguro que cubra daños a la misma con motivo de desastres naturales. No se garantiza que la operación sea inmune a sufrir algún contratiempo derivado de desastres naturales en el derecho de vía de la Vía Atlixcáyotl, que pudiera afectar en forma significativa el desarrollo de sus operaciones.

4. Contingencia Volcánica: Desde el inicio de sus operaciones, la Vía Atlixcáyotl no ha sido afectada por desastres naturales. Sin embargo, en diciembre de 2002, por decisión del Gobernador del Estado, la Vía Atlixcáyotl estuvo abierta temporalmente (15 días) a la libre circulación vehicular como ruta de evacuación, tras la erupción del Popocatepetl.

Es imposible garantizar que no se repetirá una situación de contingencia volcánica que obligue al operador a no cobrar por el peaje de la Vía Atlixcáyotl durante un periodo de tiempo. Si dicho periodo fuera suficientemente largo, se podría experimentar retrasos en los pagos a los tenedores de los certificados bursátiles.

#### **6.4.4. Riesgos Relacionados con la Institución de Crédito (Banobras).**

Las obligaciones de Banobras conforme al Contrato de apertura de crédito se limitan exclusivamente a abrir una línea de crédito contingente, incondicional e irrevocable a favor del fiduciario, a fin de cubrir cualquier faltante para el pago oportuno de principal e intereses de los certificados bursátiles del programa, sin que ello implique que Banobras otorgue garantía personal, real o cambiaria alguna a favor de los tenedores de los certificados bursátiles.

#### **6.5. LA OPERACIÓN.**

El programa de certificadas bursátiles es por un monto de hasta \$520,000,000.00 (quinientos veinte millones de pesos 00/100 M.N.) y el plazo de hasta 15 (quince) años, en el cual Nacional Financiera S.N.C. es el fiduciario del fideicomiso emisor y Carreteras de Cuota Puebla (CCP) será el fideicomitente y consiste en la Bursatilización de los flujos de efectivo generados del cobro de las cuotas del tramo carretero entre las ciudades de Puebla y Atlixco, en el Estado de Puebla con una longitud de 18 (diez y ocho) kilómetros (Km).

La fuente primaria de repago de este programa de certificados bursátiles, serán los flujos de efectivo resultado del cobro de las cuotas de peaje de carretero.

1. El fiduciario emite certificados bursátiles. Los tenedores adquieren los certificados y el fideicomiso recibe los recursos de la emisión.
2. Con los recursos de la emisión, el fiduciario integra, a través concentrador, los saldos iniciales de los fondos.
3. El fiduciario; mediante el fondo concentrador, después de retener el IVA, deposita los recursos necesarios para cumplir con los gastos de o mantenimiento menor y los gastos de mantenimiento mayor, así como de mantenimiento de la emisión.
4. Los tenedores reciben el pago de intereses y amortizaciones de los certificados en las fechas de pago.
5. Siempre y cuando no se haya verificado un evento preventivo en los últimos 6 (seis) meses, el fiduciario le distribuirá al CCP, mensualmente y hasta donde alcance, el monto establecido en el fideicomiso.
6. En cada fecha de pago, en caso de no haberse verificado un evento preventivo entre ésta y la fecha de pago inmediata anterior, el fiduciario entregará los recursos acumulados en el fondo preventivo al CCP.
7. En caso que los recursos acumulados en el fondo de servicio de deuda no sean suficientes para hacer el pago correspondiente al servicio de deuda en la fecha de pago que corresponda, se utilizarán los recursos disponibles de la líneas de crédito contingente para el pago de servido de deuda, de conformidad con el contrato de apertura de crédito.
8. El fiduciario pagará los intereses ordinarios y amortizará el capital utilizado de la línea de crédito contingente, siempre y cuando haya garantizado el servicio de deuda correspondiente a la siguiente fecha de pago.

Los fondos son los siguientes:

1. Operación y Mantenimiento Menor.
2. Mantenimiento Mayor.
3. Gastos de Mantenimiento de la Emisión.
4. Servicio de Deuda.
5. Requerimientos del CCP hasta el año 2009.
6. Reposición y/o llenado de los saldos objetivo de los fondos de operación y mantenimiento menor y de mantenimiento mayor.
7. Reposición de la Línea de Crédito.
8. Fondo de Reserva.
9. Fondo Preventivo.
10. Remanentes al CCP.

De los recursos que se obtengan de la emisión, el fiduciario segregará la cantidad correspondiente a los gastos por concepto de operación y mantenimiento menor de los próximos 12 (doce) meses, con lo cual se constituirá el saldo inicial del fondo de operación el mantenimiento menor, por un monto de \$18,650,000.00.

De igual forma, el fiduciario reservará y depositará, la cantidad correspondiente a los gastos por concepto de mantenimiento mayor de los próximos 1 meses, la cual constituirá el saldo inicial del fondo de mantenimiento un monto de \$7,639,630.00 El saldo deberá mantener en todo momento equivalentes a las necesidades de operación y mantenimiento mensual para los próximos 12 (doce) meses.

El fondo de reserva se creará con un 5% (cinco por ciento) del monto cada emisión al amparo del programa, el cual constituirá el saldo inicial o este fondo, que deberá mantener recursos por lo que sea mayor.



Adicionalmente de los recursos de la propia emisión, el fiduciario se pago correspondiente a los primeros dos cupones (capital + intereses) en el fondo de servicio de la deuda. Requerimientos del CCP hasta el 2009. A partir del mes en que se primera emisión y hasta el mes de diciembre de 2008, el fiduciario el CCP al final de cada mes, con cargo al fondo concentra dar, las cantidades que se mencionan a continuación, en la cuenta que el CCP designe para tal efecto: En el mes calendario en que se realice la primera emisión, el fiduciario entregará sólo la cantidad correspondiente ajustada por los días transcurridos entre la fecha de realización de la primera emisión y el día último de dicho mes.

Los pagos a realizarse al CCP no son acumulativos, por lo que si por alguna causa el fiduciario no cuenta con recursos para realizar el pago total de un mes, el faltante no incrementará el pago del mes siguiente. Las entregas al CCP por este concepto dejarán de realizarse de manera inmediata y permanente en caso de presentarse un evento preventivo que a juicio del Comité Técnico haya sido ocasionado por el CCP.

En caso de presentarse un evento preventivo no imputable al CCP, las entregas dejarán de realizarse de manera temporal únicamente y se reactivarán una vez que el evento preventivo haya sido subsanado y siempre y cuando no se presente algún otro evento preventivo, durante un plazo de 6 (seis) meses.

#### **6.5.1. Gastos Relacionados con la Emisión.**

Los recursos estimados de la colocación después de los gastos relacionados con la emisión son aproximadamente \$475'495,774.00 (cuatrocientos setenta y cinco millones cuatrocientos noventa y cinco mil setecientos setenta y cuatro pesos).

## **6.6. INFORMACIÓN FINANCIERA.**

El organismo es el encargado de la construcción de autopistas del Estado por lo que recibe diversos recursos federales y estatales.

De acuerdo al cuadro anterior se observa que los costos de mantenimiento de las vías son inferiores al 20%.

Con la entrada en operación de otras autopistas los ingresos del organismo se verán fortalecidos.

La Vía Atlixcáyotl ha mostrado utilidades positivas durante los últimos 3 años, lo que demuestra el buen desempeño de la misma, así como una administración eficiente.

Cabe mencionar que hasta el momento solamente el 24% de la tarifa que se ha cobrado en la Vía Atlixcáyotl, se está utilizando para cubrir los costos de administración y mantenimiento de la Vía Atlixcáyotl y del sistema. Los recursos adicionales de la tarifa se utilizan para cumplir el objetivo de detonar el desarrollo de infraestructura carretera en la entidad.

### **6.6.1. Ingresos.**

Aun y cuando el aforo vehicular ha mantenido un crecimiento sostenido en los últimos años, los ingresos tardaron en cobrar su nivel anterior después de la crisis de 1995, esto como resultado del rezago en sus tarifas en término

Analizando de forma detallada el comportamiento del aforo y de lo durante el año 2004, se encontró que el 69.1 % de los ingresos se generaron en los días laborales, es decir, de lunes a viernes mientras que el 30% de ingresos corresponden al fin de semana.

De acuerdo a las coberturas de la emisión, es función del fiduciario crear un fondo de reserva equivalente al 5% del saldo bruto de la emisión o bien; equivalente a dos cupones, lo que sea mayor.

## **6.7. CÁLCULO DE LOS INTERESES.**

### **6.7.1. Cálculo de Intereses para la Emisión.**

A partir de su fecha de emisión, y en tanto no sean amortizados, los bursátiles devengarán cada 182 (ciento ochenta y dos) días aproximadamente, un interés real bruto anual sobre su valor nominal ajustado a la tasa de bruto anual, la cual se mantendrá fija durante la vigencia de la emisión.

Para determinar el monto de intereses a pagar en cada periodo de intereses el Representante Común utilizará la siguiente fórmula:

$$I_j = \frac{U * VNA_{j-1} * TI * PL_j}{36000}$$

En donde:

$I_j$  = Interés a pagar en la fecha de pago de intereses  $j$ .

$VNA_j$  = Valor nominal ajustado de los certificados bursátiles en circulación en la fecha de pago de intereses  $j$ , expresado en unidades de inversión, el cual para el primer periodo será igual al valor nominal.

$TI$  = Tasa de interés real.

$U_j$  = Valor en moneda nacional de las unidades de inversión en la fecha de pago de intereses  $j$ .

$PL_j$  = Número de días efectivamente transcurridos en el periodo de intereses  $j$ .

### **6.7.2. Amortización de Principal y Pago de Intereses.**

El principal de los certificados bursátiles será amortizado en cada fecha de pago, a partir de la fecha de emisión.

El principal de los certificados bursátiles se amortizará mediante 30 (treinta) pagos consecutivos, a partir del 25 de febrero de 2005. Para efectos de análisis, se estimó el valor de la UDI futura con un escenario: inflacionario creciente.

Considerando como base los primeros dos años de vida de la emisión además de seguir con los lineamientos esperados de inflación según el Banco de México, es decir, 3% más menos un punto porcentual.

A partir del tercer año, la estimación es creciente suponiendo un escenario estrés. De acuerdo a las simulaciones hechas se proyectó el servicio de deuda y el cálculo de interés. Se puede observar que el porcentaje de amortización es creciente, por lo que el servicio de deuda se ve disminuido durante la vida de la emisión. Los intereses son decrecientes, generando así una mayor garantía en cuanto al pago de los mismos a los inversionistas.

La evolución de la deuda como se ha observado es decreciente, los intereses también lo son de acuerdo al escenario propuesto se observo emisión cuenta con una cobertura suficiente para cubrir sus obligaciones y costos de la emisión son menores en comparación con los generados en otra línea de crédito, como pudiera ser el crédito bancario.

### **6.7.3. Amortización Anticipada.**

El fideicomitente a partir del cuarto aniversario de la emisión tendrá derecho de instruir al fiduciario para que pague anticipadamente la totalidad del saldo insoluto de los certificados bursátiles en la fecha de pago inmediata siguiente (la "fecha de amortización anticipada"), mediante una notificación de amortización anticipada que deberá realizar con por lo menos 10 días naturales de anticipación.

### **6.7.4. Precio y Prima Pagaderos en el Caso de Amortización Anticipada.**

El precio de los certificados bursátiles, en el caso de amortización anticipada será el precio que resulte de restar al valor nominal de los certificados bursátiles las amortizaciones realizadas por la emisora.

En caso de amortización anticipada. los certificados bursátiles generarán a favor de sus tenedores una prima por amortización anticipada.

El Representante Común deberá calcular la prima de los certificado: tomando en consideración el resultado de sumar (i) la prima por a anticipada correspondiente según el periodo de amortización en que amortización anticipada de conformidad con lo que se establece lo anterior, más (ii) la más alta (la "cotización máxima") de las cotización por los proveedores de precios autorizados para tales efectos por la CNBV en dos días hábiles inmediatos anteriores a la fecha de amortización anticipada. Las cotizaciones utilizadas serán aquellas que no incluyan los intereses (precio limpio).

## **CONCLUSIONES.**

El financiamiento estructurado permite obtener beneficios lo que a las entidades representa realizar una emisión de deuda, estas operaciones contribuyen en forma importante a la transparencia y oportunidad de la información financiera que proveen las entidades, dados los requerimientos del mercado de valores. Por otro lado, al incursionar una entidad en este mercado, se abre una opción alterna al financiamiento bancario, generándose mayor competencia y la posibilidad de obtener mejores términos y condiciones para las entidades. En este sentido, es importante destacar el gran paso que han dado las entidades gubernamentales que han participado en este mercado.

El acceso al mercado de deuda bursátil en México ha sido posible para aquellos participantes con potencial de adquirir montos importantes de deuda; limitando a un gran número de entidades para las cuales no es económicamente viable llevar a cabo una emisión en forma individual.

El recurrir al financiamiento en forma prudente, a fin de complementar la generación de recursos propia y llevar a cabo inversión pública, es fundamental para las entidades gubernamentales. El comportamiento observado de las emisiones subnacionales, confirma que el mercado de deuda bursátil constituye una atractiva opción de financiamiento para los gobiernos estatales y municipales. No obstante, el adquirir financiamiento bursátil, bancario o una combinación de éstos, dependerá de las situaciones particulares que enfrenten cada entidad y las condiciones prevalecientes de los mercados, así como del análisis que cada entidad lleve a cabo de sus opciones disponibles.

Por ello y en adición a las favorables condiciones de mercado (estabilidad financiera), los cambios al marco jurídico y regulatorio, y las altas necesidades de inversión en México; la deuda subnacional se irá incrementando como proporción del PIB durante los próximos años.

No obstante, para lograr una evolución ordenada del mercado y evitar una situación de sobreendeudamiento el crecimiento de la deuda subnacional deberá ir acorde con una mejor evolución de la recaudación de ingresos públicos, permitiendo así la realización de obras de beneficio social para cada una de las entidades subnacionales.

Finalmente, la estructura propuesta para la emisión analizada durante este trabajo permite hacer frente a los compromisos contraídos con el público inversionista, los recursos de la propia emisión que se segregan hacen de ésta una emisión de la más alta calidad crediticia. Adicionalmente, los costos generados por esta emisión son favorables para la propia institución ya que son comparativamente menores a los generados con otra vía de crédito.

Mi conclusión a manera general es que la generación de proyectos de inversión con beneficio social será lo que permitan de manera viable la incursión de entidades y municipios en el mercado de capitales generando así el crecimiento mismo del país.

## **CITAS TEXTUALES.**

1.-Diario oficial de la Federación. Circular Consar: 15-12.26 de Mayo del 2004.P.63.

2.-Ramírez Solano, Ernesto. Moneda, Banca y Mercados Financieros , México.2001.P.175.

3.-Heyman, Timothy. Inversión en la Globalización .México.1998.P.103.

4.-Ley del Mercado de Valores. Art.14. Bis.6. Consulta: Octubre 2004.P.14.

5.- Ley del Mercado de Valores. Art.18. Bis.7. Consulta: Octubre 2004.P.87.

6.-Bolsa Mexicana de Valores. Certificados Bursátiles. México. Consulta: Enero 2004.P.218.

7.-Marshall, John, Diccionario de Ingeniería Financiera .Edit. Deusto. España 2001.P.68.

8.-Ovando Rodríguez Víctor. Derecho Mercantil. México.2003.P.48.

9.-Constitución Federal de los Estados Unidos Mexicanos. Art. 117.Citado el 25 de Septiembre del 2004.P.45.

10.-De Lara, Alfonso. Medición y control de Riesgos Financieros.Edit.Limusa.México.2003.P.165.

11.- Heyman , Timothy.Op.P.5.

12.-Silva Pypyciow, Eduardo. Presidente de AMAFORE, durante los trabajos del MV, el 6 Noviembre .México.2001.P.14.

13.-Estos escenarios fueron hechos por la Empresa Cal y Mayor , la cual fue contratada por CCP. Se describe el ellos el incremento esperado en cuanto al Transito Diario Promedio (TDPA).



**GALERÍA FOTOGRÁFICA.**









## **GLOSARIO DE TERMINOS.**

### **AFORES.**

Las Afores son entidades financieras que se dedican de manera exclusiva y profesional a administrar las cuentas individuales de los trabajadores. Entre sus funciones están: prestar servicios de administración a las Siefores, recibir e individualizar las cuotas y aportaciones, pagar los retiros a los trabajadores de acuerdo con lo que establece la normatividad.

### **AMAFORE.**

Es la Asociación Mexicana de Administradoras de Fondos para el Retiro, AC. Representa los intereses generales de sus asociados ante las autoridades y en general ante cualquier institución pública o privada. Coadyuva para que sus asociados y afiliados logren sus objetivos.

### **ANÁLISIS FINANCIERO.**

Las herramientas más útiles para el administrador financiero son la aplicación de las razones financieras. El análisis y la interpretación de las diversas razones deben proporcionar a los analistas experimentados Y hábiles una mejor comprensión de la situación financiera y el desempeño de la empresa que la obtendrán solo con el análisis de la información financiera.

### **APALANCAMIENTO FINANCIERO.**

Operación con productos derivados, a través de la cual el inversionista busca beneficiarse íntegramente de la totalidad de la apreciación (en los calls) o de la depreciación (en los puts) de los títulos de referencia, con una inversión inferior al precio de mercado de dichos títulos.

## **APORTACIONES.**

Es el efectivo, valores o cualquier otro bien que aprueben las Autoridades, que deba entregarse a los Socios Liquidadores y, en su caso, a los Operadores, por cada Contrato Abierto, para procurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los Contratos de Futuros.

## **ARBITRAJE.**

En el mercado de opciones y otros productos derivados, el arbitraje implica una estrategia que combina la compra de un contrato que se considera subvaluado y la venta de otro considerado sobrevaluado; vinculados a dos activos subyacentes relacionados; esperando obtener un beneficio libre de riesgo, sin que medie una inversión.

## **BONOS.**

Instrumento de deuda que representa el compromiso del emisor de devolver el capital originalmente captado entre los inversionistas pagando, normalmente, un interés periódico.

## **CONSAR.**

Es un órgano administrativo desconcentrado de la SHCP que tiene como propósito establecer los mecanismos, criterios y procedimientos para el funcionamiento de los temas de ahorro para el retiro.

**DIA HABIL.**

Cualquier día en que las instituciones de crédito y las casas de bolsa deben mantener abiertas sus oficinas y celebrar operaciones en términos de la regulación vigente.

**DIRECTOR GENERAL.**

Es la persona que ha sido designada en términos de los estatutos sociales de la Bolsa y aprobada por las Autoridades para desempeñar el cargo de Director General de la misma.

**ENTREGA.**

Transportación de un activo (real o financiero) a un destino específico, indicado en el contrato, debido a que un futuro se realiza y debe ser saldado. En opciones se procede a la entrega cuando ésta es ejercida al precio de ejercicio pactado.

**EVALUACIÓN FINANCIERA.**

Al análisis respecto a la forma en que un Cliente acredita su capacidad económica para celebrar operaciones con Contratos.

## **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.

## **FIDEICOMITENTE.**

Persona que ordena la creación de un fideicomiso.

## **FIDUCIARIO.**

Banco, casa de bolsa u otra institución bancaria de desarrollo autorizada para realizar operaciones de fideicomiso, en los términos jurídicos correspondientes.

## **LIQUIDACIÓN.**

Cerrar una posición cualquiera que ella sea, larga o corta. Para una posición larga abierta, se puede liquidar la posición vendiendo el contrato. Para una posición corta, se logra mediante compra de un contrato de futuro de la misma serie.

## **MERCADO DE DEUDA.**

Esta integrado por el mercado primario y secundario



## **MERCADO PRIMARIO.**

También conocido como mercado de emisión, porque aquí se hace la colocación o subasta de títulos de deuda que, por vez primera, por agentes como el gobierno, empresas e instituciones que buscan financiamiento para su crecimiento, expansión o para mejorar su perfil de deuda.

## **MERCADO SECUNDARIO.**

Una vez en manos de los intermediarios financieros y del público inversionista con títulos de deuda pueden revenderse cuantas veces sea necesario, cada vez que su poseedor en turno necesite fondearse (obtener liquidez) y mientras no lleguen a su vencimiento.

## **SAR.**

Es denominada la ley del Ahorro para el Retiro (SAR) la cual tiene por objeto reformar los sistemas de pensiones en México. Fue creada con el objetivo de cambiar el anterior sistema de pensiones público denominado "de reparto" (en el cual los trabajadores actuales financian las pensiones de los jubilados).

## **SIEFORES.**

Son sociedades anónimas administradas por cada Afore, buscando obtener, bajo las más estrictas condiciones de seguridad, los mejores rendimientos disponibles en el mercado para este importante ahorro. Entre sus ventajas destacan: otorgar seguridad, la situación financiera y patrimonial de la Afore no afecta a la sociedad de inversión. Ofrecen alta rentabilidad ya que el rendimiento del fondo es íntegro para los trabajadores. Transparencia, los costos de operación de las Siefores son totalmente cubiertos por la administradora, En términos de valuación todas las

Siefores valúan su cartera bajo el mismo precio de mercado. Y finalmente el compromiso ya que las Afores deben mantener una parte de su capital y una reserva especial invertidas en las Siefores.

## **SISTEMA DE PENSIONES (MÉXICO).**

Al conformarse el nuevo sistema de pensiones, los trabajadores adscritos al IMSS tienen una cuenta individual que será manejada por una Afore (Administradora de Fondos para el Retiro), elegida por el trabajador donde se depositan las aportaciones voluntarias, junto con las de los patrones y el gobierno.

Por su parte las Siefores (Sociedad de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro) tienen como objeto exclusivo invertir los recursos provenientes de las cuentas individuales de los trabajadores en valores e instrumentos financieros aprobados en el régimen de inversión al que deben sujetarse las Siefores.

## **TASA EFECTIVA.**

Es lo que realmente ganas en un período determinado cuando es menor, la tasa nominal, y en general cualquier tasa, se expresa siempre en anuales.

## **TASA FLOTANTE.**

Tiene como referencia otra tasa (Cetes, TIEE) a la que se suman uno o unos puntos porcentuales. Cambia de acuerdo al comportamiento de la referencia.

## **TASAS DE INTERÉS.**

El pronóstico de la fluctuación en las tasas de interés, cuyo principal es la inflación, es la principal herramienta de análisis para diseñar una inversión. En el mercado de deuda se maneja un amplio bagaje en referencia a tasas de interés.

## **VOLATILIDAD.**

Grado de fluctuación que manifiesta el precio del subyacente a través del tiempo.

## **BIBLIOGRAFÍA.**

- Bolsa Mexicana de Valores. Prospectos de Colocación para la Emisión de Certificados Bursátiles de Carreteras de Cuota de Puebla. México. 2004
- Bolsa Mexicana de Valores. Certificados Bursátiles. México. 2003
- Constitución Federal de los Estados Unidos Mexicanos. México. 2004
- Cortina Ortega, Gonzalo. Prontuario Bursátil y Financiero. Editorial Trillas. México. 1995
- Diario Oficial de las Federación. Circular Consar 15-12. México. 26 de Mayo de 2004
- Heyman, Timothy. Inversión en la Globalización. Impresores Aldina, SA México. 1998
- Hodgson, Philip Y White, Randall P. Incertidumbre Empresarial. Prentice Hall. Madrid, España. 2002
- Ley de Sociedades de Inversión, Capítulo 1, Art. 3. México. 2004
- Ramírez, Ernesto. Moneda. Banca y Mercados Financieros. Edit. Prentice Hall. México D.F. 2001
- Sanz, Vilariño. Turbulencias Financieras y Riesgos de Mercado. Edit. Prentice Hall. España. 2001