



# UNIVERSIDAD VILLA RICA

---

---

ESTUDIOS INCORPORADOS A LA  
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

## FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN

“LA BURSATILIZACIÓN COMO ALTERNATIVA DE  
FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR PÚBLICO EN EL  
ESTADO DE VERACRUZ”

# TESIS

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN ADMINISTRACIÓN

PRESENTA:

**JORGE EDUARDO ANAYA PATRACA**

**Asesor de Tesis**

**Revisor de Tesis**

L.A. José Felipe Piña Lope

Mtro. Miguel Ángel Bolaños Moreno

BOCA DEL RÍO, VER.

2011



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**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 Y AGRADECIMIENTOS**

Este trabajo va dedicado a mi familia, en especial a mis padres, mis hermanas y mi sobrina, los cuales siempre han estado ahí, dándome la confianza que necesito para seguir adelante en mi vida. Este es uno de muchos logros personales que espero compartir con ellos.

De igual manera agradezco profundamente al Licenciado Carlos Ernesto Ronzón Verónica, mi asesor en esta investigación, que siempre me apoyara a lo largo de la elaboración de este trabajo. Aprendí bastante bajo su tutela. Sin su ayuda, este trabajo no hubiera sido el mismo.

También un agradecimiento especial a mi revisor de tesis, el Maestro Miguel Ángel Bolaños Moreno, quien, además, me apoyó con bibliografía e información de gran ayuda para la elaboración de esta tesis.

Otra persona de gran ayuda, a la que le agradezco, es al Maestro Epifanio Pineda Celis, profesor de Finanzas de la Facultad, el cual me apoyo con una entrevista que fue de suma importancia para llevar a cabo el análisis de la investigación.

Por último, una mención especial al Maestro José Felipe Piña Lope, Director de la Facultad de Administración, a quien le doy gracias por todo el apoyo en la última etapa de este trabajo.

## INDICE

INTRODUCCIÓN .....	1
--------------------	---

### **CAPÍTULO I METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN**

1.1 Planteamiento del problema.....	3
1.2 Justificación.....	4
1.3 Objetivos .....	5
1.3.1 Objetivo general .....	5
1.3.2 Objetivos específicos .....	5
1.4 Hipótesis .....	6
1.5 Variables .....	6
1.6 Definición de variables .....	7
1.7 Tipo de estudio.....	9
1.8 Diseño de la investigación.....	9
1.9 Población y muestra.....	9
1.10 Instrumento de medición .....	9
1.11 Recopilación de datos .....	10
1.12 Proceso .....	10
1.13 Procesamiento .....	11

1.14 Análisis de datos .....	12
1.15 Importancia del estudio .....	13
1.16 Limitaciones del estudio .....	13

## **CAPÍTULO II MARCO TEÓRICO**

2.1 Antecedentes .....	14
2.2 Conceptos y definiciones .....	24
2.3 Tipos de bursatilización.....	35
2.3.1 Clasificación de acuerdo a los activos a bursatilizar .....	35
2.3.2 Clasificación de acuerdo al requerimiento de capital .....	36
2.3.3 Clasificación de los mercados financieros.....	37
2.4 La bursatilización en el sector público.....	41
2.5 Proceso de bursatilización .....	47
2.5.1 Participantes en el proceso de bursatilización .....	47
2.5.2 Pasos para llevar a cabo una bursatilización .....	48
2.6 Calificadoras en la bursatilización .....	53
2.7 Cómo acceder a la compra de instrumentos de deuda.....	56
2.8 Legislación mexicana para la bursatilización .....	57

## **CAPÍTULO III RESULTADOS**

3.1 Legislación aplicable a la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del Impuesto Sobre Tenencia y Uso de Vehículos (ISTUV) en el Estado de Veracruz.....	60
3.2 Diagnóstico de la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del ISTUV en el Estado de Veracruz .....	65

3.3 Diagnóstico de las calificadoras de la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del ISTUV en el Estado de Veracruz .....	67
3.4 Proceso de la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del ISTUV en el Estado de Veracruz .....	78
3.4.1 Participantes en la operación de bursatilización del 20% de los ingresos municipales del ISTUV en el Estado de Veracruz.....	78
3.4.2 Proceso municipal.....	80
3.4.3 Proceso estatal .....	83
3.4.4 Colocación de los certificados bursátiles y recaudación de los recursos ...	101
3.4.5 Flujos de las cuentas que conforman la estructura de pagos del fideicomiso .....	104
3.5 Obtención de los recursos y su distribución en los municipios y plazos de entrega.....	109
3.5.1 Compra-venta de los certificados bursátiles VRZCB 08 y VRZCB 08U .....	109
3.5.2 Destino y distribución de los fondos.....	112
3.6 Análisis de la bursatilización como alternativa de financiamiento para el sector público .....	133
3.7 Otras experiencias exitosas de bursatilización.....	139
3.7.1 Caso Telmex .....	140
3.7.2 Bursatilización FOVISSSTE .....	140
3.7.3 Emisión de certificados bursátiles del gobierno del Distrito Federal .....	141

## **CAPITULO IV CONCLUSIONES**

4.1 Conclusiones.....	147
4.2 Recomendaciones .....	149
 BIBLOGRAFÍA .....	 150

## INTRODUCCIÓN

Esta investigación habla acerca de la bursatilización en el sector público, un esquema financiero que es relativamente nuevo en México y que, sin embargo, ha tenido un gran auge en la última década.

En el primer capítulo se describe la metodología de la investigación, en donde plantea la problemática que posee el sector público en el país por la falta de recursos que le permitan llevar a cabo sus proyectos de infraestructura y obra pública; también se explica la justificación de este estudio destacando el bajo costo de financiamiento que significa utilizar la bursatilización como alternativa de financiamiento; del mismo modo se formuló la hipótesis de trabajo y se fijaron los objetivos para comprobarla. La investigación a continuación es de orden descriptivo.

En el marco teórico se describen los antecedentes históricos de la bursatilización en el mundo, desde sus inicios hasta la época actual, mencionando experiencias en el sector público y privado; de igual forma se definieron los conceptos básicos relacionados con el tema de la bursatilización, así como sus tipos y el proceso que se lleva a cabo en todas las operaciones de este tipo, describiendo los participantes y su función dentro del esquema.

Para comprobar la hipótesis se analizó el caso de la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del impuesto sobre tenencia y uso vehicular (ISTUV) del Estado de Veracruz; para esto se comparó este caso con otras experiencias exitosas de emisiones por parte de otros Estados y municipios, llegando a la conclusión de que la bursatilización permite una alternativa de financiamiento.

# **CAPÍTULO I**

## **METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN**

### **1.1 Planteamiento del problema**

En el sector público se requiere constantemente de recursos para llevar a cabo la obra pública y los proyectos productivos de infraestructura que los ciudadanos demandan; sin embargo los distintos niveles de gobierno, por medio de sus Haciendas, no son capaces de captar ni generar recursos necesarios, lo que ocasiona que exista déficit público en todos los niveles; es por este motivo que no se cuenta con la liquidez para llevar a cabo programas de desarrollo de infraestructura.

Con motivo de la crisis financiera de los últimos años la economía se ha contraído de manera significativa, ocasionando recortes presupuestales para todas las entidades federativas; esta problemática ha acentuado la falta de recursos que viven los diferentes niveles de gobierno. Es por este motivo que el sector público se ha visto en la necesidad de buscar diversas fuentes de financiamiento.

La fuente de financiamiento tradicional a la que recurren los gobiernos es a la banca comercial o, en su caso, a la banca de desarrollo, tal como el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras); sin embargo, debido a las diversas deudas que poseen las entidades con estas instituciones y a los altos costos de financiamiento que estas representan, se tiene que buscar una fuente alterna, que les provea de los recursos a un costo más bajo.

Durante tiempos de crisis, donde las instituciones de crédito cuentan con limitaciones para financiar al gobierno, el mercado de valores representa una salida alterna para contar con recursos del futuro al momento, con el fin de adelantarse a las obras y acciones que se demandarán en un par de años a costos actuales.

¿Es la bursatilización de activos una alternativa de financiamiento para el sector público? ¿Es la bursatilización una opción viable a los problemas de liquidez que enfrentan los gobiernos? ¿Es más atractiva la bursatilización para los gobiernos que un financiamiento tradicional?

## **1.2. Justificación**

Con esta investigación se busca analizar una de las alternativas de financiamiento en el sector público: La bursatilización.

Los costos de financiamiento por medio de fuentes tradicionales como la banca comercial y la banca de desarrollo en tiempos de crisis son muy altos, por lo que los gobiernos estatales y municipales han encontrado en el mercado bursátil una opción de financiamiento a un costo más bajo y a mejores plazos en tiempos donde los recursos escasean y existe urgencia por contar con liquidez.

Existen gobiernos en México como el Estado de Veracruz, que han accedido al mercado de valores para financiar sus proyectos de infraestructura, el cual ha significado una solución al problema de la falta de liquidez, generando beneficios a todo el sector público a través de la optimización de sus recursos económicos y la generación de flujos al colocar sus activos en la bolsa de valores, a fin de proveer a la sociedad con obras públicas adecuadas y así estimular el desarrollo del país.

La bursatilización ha probado ser una alternativa efectiva para varios gobiernos locales, los cuales se han visto beneficiados por los recursos monetarios obtenidos por la emisión de títulos de deuda respaldados por sus activos financieros.

Esta investigación promueve la aplicación de una alternativa novedosa para todos los gobiernos municipales, estatales y federal para financiar sus proyectos de desarrollo.

### **1.3 Objetivos**

#### **1.3.1. Objetivo general**

Determinar si la bursatilización es una alternativa de financiamiento para el sector público en el Estado de Veracruz.

#### **1.3.2 Objetivos específicos**

Investigar los antecedentes históricos de la bursatilización.

Identificar antecedentes de experiencias exitosas de bursatilización en México.

Definir el concepto de bursatilización de acuerdo a diversas fuentes.

Determinar el proceso llevado a cabo para efectuar una operación de bursatilización.

Identificar a los participantes en una operación de bursatilización.

Detallar la operatividad de la bursatilización.

Analizar la bursatilización como alternativa de financiamiento.

Comparar el caso del Estado de Veracruz con otras experiencias de bursatilización en el sector público.

#### **1.4. Hipótesis**

##### **Hipótesis de trabajo**

La bursatilización permite una alternativa de financiamiento para el sector público en el Estado de Veracruz.

##### **Hipótesis nula**

La bursatilización no permite una alternativa de financiamiento para el sector público en el Estado de Veracruz.

#### **1.5 Variables**

Variable Independiente: bursatilización

Enlace: permite

Variable Dependiente: alternativa de financiamiento

## **1.6 Definición de las variables**

### **1.6.1 Variable conceptual**

La bursatilización es una “operación por medio de la cual determinados activos financieros son transferidos a un vehículo de propósito especial, con la finalidad de que éste último emita valores para ser colocados entre el gran público inversionista, los cuales representan el derecho a los rendimientos o al producto de la enajenación de los activos transferidos”<sup>1</sup>.

Mediante la bursatilización se realizan técnicas de estructuración financiera para separar un grupo de activos que generan flujos de efectivo con relativa certeza, de los efectos de la posible insolvencia del originador, en este esquema bursátil se dice que se efectúa una venta verdadera de los activos a bursatilizar, ya que son transferidos a un vehículo, punto esencial en este tipo de operaciones.

La certeza en la generación de flujos de efectivos provenientes del activo en garantía, es el elemento fundamental de toda bursatilización, ya que de eso dependerá el riesgo crediticio de la operación.

La agencia calificadora Fitch México menciona: “Si se cuenta con algún activo que genere flujo de efectivo con cierta periodicidad del cual se tenga un historial del desempeño de la generación del mismo y se pueda tener relativa certeza de que estos flujos seguirán dándose en un futuro podemos pensar en bursatilizar este activo”<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Comisión Nacional Bancaria y de Valores, *Anexo C-2 Bursatilización* recuperado el 11 de mayo de 2010 de [http://www.cnbv.gob.mx/recursos/circula/CUBancos/CUB\\_Anexo%2033\\_C-2%20Bursatilizaci%C3%B3n.doc](http://www.cnbv.gob.mx/recursos/circula/CUBancos/CUB_Anexo%2033_C-2%20Bursatilizaci%C3%B3n.doc)

<sup>2</sup> Fitch Ratings México (2003), *Bursatilización de Activos en México: Cuentas por Cobrar* [http://www.fitchmexico.com/ReportesEspeciales/RW\\_13.pdf](http://www.fitchmexico.com/ReportesEspeciales/RW_13.pdf)

La bursatilización es un mecanismo bajo el cual una empresa, o entidad pública puede obtener financiamiento haciendo uso de sus activos como, por ejemplo, sus cuentas por cobrar. Como se trata de un traspaso de dichos activos hacia otra entidad, el originador ya no es el poseedor de los mismos, es por eso que no se tiene recurso alguno en su contra, lo que representa una diferencia fundamental en comparación con otras fuentes de financiamiento.

El tipo y la estructura de la bursatilización a efectuar dependen del desempeño histórico en diferentes entornos, de los flujos de efectivo y su capacidad de asimilar cualquier contingencia de riesgo crédito, mercado o administración de los activos a bursatilizar.

### **1.6.2 Variable operacional**

Para medir la operatividad de la bursatilización se realizó un análisis comparativo del caso de la bursatilización en el Estado de Veracruz con otras experiencias de gobiernos locales en el mundo que han utilizado este instrumento financiero; considerando como fueron recaudados y distribuidos los recursos a los fines programados, así como si dichos recursos permitieron una alternativa de financiamiento.

La bursatilización se pudo medir toda vez que la operación se concretó satisfactoriamente en la bolsa de valores.

### **1.7. Tipo de estudio**

Es descriptivo por que se midieron las variables del estudio a través de una investigación en la cual se representa la bursatilización como una alternativa de financiamiento dentro del sector público, analizando para ello el caso de la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del Impuesto Sobre Tenencia y Uso de Vehículos en el Estado de Veracruz.

### **1.8. Diseño de la investigación**

Esta investigación es de tipo descriptivo porque se constató que la bursatilización es una alternativa de financiamiento en el sector público, a través de la comprobación de las variables. De orden descriptivo debido a que se analizó el caso de la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del Impuesto Sobre Tenencia y Uso de Vehículos en el Estado de Veracruz, en un tiempo longitudinal.

### **1.9. Población y muestra**

Para la población y muestra de este estudio se seleccionó a un experto en las finanzas y el mercado de valores de un grupo de individuos con conocimientos de la bursatilización y las finanzas públicas, a través de un muestreo no probabilístico de carácter intencional.

### **1.10. Instrumento de medición**

Para el instrumento, se entrevistó al Mtro. Epifanio Pineda Celis, profesor de la materia de finanzas y mercado de valores, con experiencia como Jefe de emisión de bonos financieros de la Financiera Bancomer S.A. y como Director Financiero de la empresa Lever de México, subsidiaria de la multinacional británica Unilever. Para realizar esta entrevista se verificó que el especialista contara con la

experiencia en el tema de las finanzas públicas en el mercado de valores, así como de la bursatilización y su aplicación.

### **1.11. Recopilación de datos**

Como medio de apoyo para recopilar datos de ayuda en materia de bursatilización y finanzas públicas, además de la entrevistas correspondiente al especialista, se tomaron datos e información de los libros “La Bursatilización de Activos Financieros” de Francisco Javier Vega Rodriguez, “Proceso de innovación financiera en el mercado global” de Juan Pablo Graf Noriega, “Análisis Bursátil” de Juan A. Adam Siade, “Como entender Wall Street” de Jeffrey B. Little, “Administración de inversiones” de Eduardo Villegas, “Parámetros de inversión en acciones de valor bursátil” de María de los Ángeles Arevalo, “La bolsa, funcionamiento y técnicas para invertir” de Oriol Amat, “Análisis sectorial del mercado de valores” de Carlos Pateiro, “Finanzas para todos” de Ignacio Ruiz, “*A primer on securitization*” de Leon T. Kendall y “*Infrastructure finance: trends and techniques*” de Henry A. Davis, así como también se consultarán las páginas web oficiales de la Secretaria de Finanzas y Planeación (SEFIPLAN) del Estado de Veracruz, de la Bolsa Mexicana de Valores, de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y de diversas agencias calificadoras, además del periódico de circulación nacional “El Financiero” para obtener información acerca del tema.

### **1.12. Proceso**

Del libro “La bursatilización de activos financieros” se utilizó el tema de la bursatilización; del libro “Proceso de innovación financiera en la economía global” se tomaron los temas acerca del desarrollo del mercado de deuda gubernamental y la bursatilización de activos en México; del libro “Análisis bursátil” se consultó el tema del financiamiento bursátil; del libro “Como entender Wall Street” se recabo información del tema de los bonos municipales en Estados Unidos; del libro

“Administración de inversiones” se tomó información del tema de los mercados financieros; del libro “Parámetros de inversión en acciones de valor bursátil” se usó el tema del sistema bursátil mexicano; del libro “La bolsa, funcionamiento y técnicas para invertir” se empleó el tema de las operaciones bursátiles; del libro “Análisis sectorial del mercado de valores” se investigó el tema de los sujetos del mercado; del libro “Finanzas para todos” se obtuvo información del tema de los productos de renta variable y fija; del libro “*A primer on securitization*” se hizo uso del tema acerca de ¿qué es la bursatilización? (*what is securitization?*) y del libro “*Infrastructure finance: trends and techniques*” se manejó el tema de las técnicas de financiamiento de infraestructura (*infrastructure financing techniques*).

### **1.13. Procesamiento**

El tema de la bursatilización sirvió para definir qué es este esquema financiero; los temas acerca del desarrollo de deuda gubernamental y la bursatilización de activos en México apoyaron la explicación acerca de la bursatilización en el sector público; el tema del financiamiento bursátil fue de utilidad para investigar las actividades de financiamiento que se llevan a cabo en el sistema bursátil y su ubicación dentro del sistema financiero mexicano; el tema de los bonos municipales en Estados Unidos se ocupó para analizar los antecedentes de emisiones gubernamentales en ese país; el tema de los mercados financieros ayudó a definir la clasificación de los mercados; el tema del sistema bursátil mexicano favoreció el análisis de los diferentes participantes en el mercado de valores; el tema de las operaciones bursátiles auxilió la investigación de las diversas operaciones que se llevan a cabo en el sistema bursátil; el tema de los sujetos del mercado sirvió para completar las definiciones de los participantes del mercado; del tema acerca de los productos de renta variable y fija respaldó la explicación de los tipos de instrumentos que se negocian en el mercado bursátil; el tema ¿Qué es la bursatilización? (*what is securitization*) valió para dar otra definición de la bursatilización; y el tema sobre las técnicas de financiamiento de

infraestructura (*infrastructure financing techniques*) fue de ayuda para analizar antecedentes de emisiones gubernamentales en el mundo.

### **1.14 Análisis de datos**

Con el tema de la bursatilización se comprobó cómo se conforma una operación de bursatilización; en la materia del desarrollo del mercado de deuda gubernamental y la bursatilización de activos en México, se constató el funcionamiento del mercado de deuda en el sector público en el país; con el tema del financiamiento bursátil se corroboró el funcionamiento del mercado bursátil dentro del sistema financiero mexicano; mediante el argumento de los bonos municipales en Estados Unidos se verificó el funcionamiento del mercado de deuda gubernamental en ese país desde sus inicios; con lo relacionado con los mercados financieros se confirmó que las emisiones en el mercado bursátil están comprendidas dentro de la clasificación de los mercados financieros; por medio del tema del sistema bursátil se examinó el papel que juegan los diferentes actores en las operaciones bursátiles; con el asunto de las operaciones bursátiles se revisó que en el mercado bursátil existe una gran diversidad de operaciones realizables; en materia de los sujetos del mercado, se cotejó que en otros países se participa de manera similar en el mercado bursátil; el tema de los productos de renta variable y fija constató que existen diferentes tipo de instrumentos de acuerdo al sector y necesidades de capital; con relación a ¿Qué es la bursatilización? (*what is securitization?*) se verificó la operatividad de la bursatilización; y con el tema acerca de las técnicas de financiamiento de infraestructura se comprobó que la emisión de títulos de deuda gubernamental ha sido utilizada en varios países del mundo para financiar infraestructura.

### **1.15 Importancia del estudio**

Este estudio es de utilidad para solucionar una de las grandes problemáticas que presentan los gobiernos locales, los cuales pretendan obtener recursos recurrentes para financiar sus proyectos de desarrollo, así como para reestructurar su deuda pública y de esta manera realizar obras y ofrecer servicios públicos que puedan sanear la política monetaria y crediticia. De igual forma este estudio promueve la aplicación de un esquema financiero innovador que posibilita generarle beneficios al sector financiero del país, a la vez que le permite obtener liquidez al sector público en tiempos de urgencia de recursos como los que se viven actualmente; con esto, la sociedad es la principal beneficiada con esta alternativa financiera.

### **1.16 Limitaciones del estudio**

Los obstáculos que se presentaron en esta investigación fueron, que la información relacionada con la bursatilización encontrada en los libros consultados era escasa, además de haber pocos libros acerca del tema; de igual forma la información solicitada en algunas instituciones públicas y privadas no fue proporcionada correctamente, o en algunos casos ésta información era restringida. Otra limitación encontrada a lo largo de la investigación fue la indisposición de servidores públicos de dar una entrevista o responder un cuestionario, debido a que en el tiempo que se llevó a cabo la investigación, se encontraban en asuntos de campañas pre-electorales y electorales.

## **CAPÍTULO II**

### **MARCO TEÓRICO**

#### **2.1 Antecedentes**

Los registros de operaciones de bursatilización datan de principios del siglo XX, en donde Samuel W. Strauss está acreditado como el primero en bursatilizar un activo, en este caso, una hipoteca. Esta operación tuvo éxito y durante las siguientes dos décadas, la bursatilización de hipotecas se volvió muy popular hasta antes de la gran depresión de 1929, que provocó que dichas operaciones se retiraran del mercado de valores.

Es en la década de los setentas, cuando la bursatilización de hipotecas comienza a gestionarse de nuevo, por medio de la Asociación Nacional de Hipotecas de forma más ordenada y apoyada por el gobierno federal de los Estados Unidos; desarrollándose un programa que garantiza el pago de capital e intereses sobre créditos hipotecarios, uno de los primeros tipos de emisiones que se realizaron fueron los respaldados por hipotecas (*Mortgage-Back Securities*).

En los Estados Unidos fue donde se realizaron las primeras bursatilizaciones y éstas se han ido incrementando en un promedio de 20% anual de 1997 a la fecha, mientras que en Europa, Inglaterra fue el país con mayor crecimiento en la última década del siglo XX, con un aproximado del 27% al año. Otros países adoptaron este medio para obtener financiamiento entre los que se encuentran Holanda, España, Alemania, Italia y Francia.

En América Latina la bursatilización no tiene mucha historia, este tipo de operaciones bursátiles son relativamente recientes en esta región. Sin embargo la tendencia es que vayan en aumento; los principales países que emiten en la bolsa son Brasil, Argentina, Chile, Colombia, Perú, El Salvador y México.

En el caso de México, se tiene contemplado en la legislación desde la década de los años veinte, los certificados de participación fiduciaria lo que lo que ha posicionado a la vanguardia en materia de fideicomisos bursátiles en Latinoamérica.

Aunque se encontraba perfectamente legislado desde entonces, no fue sino hasta la década de los ochenta cuando el sector financiero mexicano ubica la primera bursatilización de activos; sin embargo no existen registros claros anteriores a esa fecha.

Una de las primeras experiencias exitosas en la colocación de activos en la bolsa fue la de la aerolínea Aeroméxico en el año de 1994, que bursatilizó sus cuentas por cobrar en el mercado extranjero. De la misma forma la empresa Grupo Minero México emitió títulos por un monto de 500 millones de dólares en el mercado extranjero respaldados por los ingresos a generar producto de sus exportaciones al extranjero.

Los registros bursátiles muestran que la primera operación de oferta pública colocada en el mercado mexicano fue en 1998 realizada por el grupo Elektra, que emitió certificados garantizados por sus cuentas por cobrar por aproximadamente 350 millones de pesos.

Desde 1998 se creó el Certificado de Participación Ordinaria (CPO) como instrumento de colocación para operaciones públicas y privadas, sin embargo poseía varias limitaciones para las emisoras públicas debido a su complejidad para adaptarlo como instrumento de deuda.

De ese año al 2001, el volumen de operaciones por concepto de bursatilización de activos aumentó en un 290%. Este tipo de transacciones fueron evaluadas positivamente por las principales calificadoras de riesgos internacionales como Fitch IBCA, quien calificó con “AAA” a las transacciones de bursatilización en México, siendo la más alta calificación posible que existía.

Fue también en el año 2001 que se reformó la Ley del Mercado de Valores; esta reforma permitió la creación de certificados bursátiles, que fueron implementados únicamente para emisiones públicas. Con esto nuevas emisoras podrían contraer deuda por medio del mercado de valores, tales como estados y municipios, y organismos paraestatales.

Esta reforma también permitió la inclusión hipotecas en la bursatilización; bajo este modelo varias empresas a partir del año 2002 han aumentado con gran importancia las emisiones de títulos respaldados por dicho activo. En el 2003 se realizaron las primeras bursatilizaciones de cartera hipotecaria en México por 500 millones de pesos; en 2004, fueron 2,000 millones de pesos, en 2005 se triplicó a 6,500 millones de pesos, en 2006 se llegó a 8,000 millones de pesos. Y desde ahí permanece en crecimiento.

Existen una serie de experiencias exitosas de gobiernos estatales y municipales que han efectuado operaciones de burSATILIZACIÓN en todo el mundo, lo que permite comprobar que el mercado de valores funciona como una salida emergente para obtener recursos financieros frescos para efectuar los proyectos de desarrollo de infraestructura.

En el mercado de valores de Estados Unidos, mejor conocido como Wall Street, desde hace tiempo se manejan los conocidos bonos municipales que son emitidos por estados, ciudades y dependencias gubernamentales, con la finalidad de financiar la construcción de infraestructura como viviendas, puentes, túneles, hospitales, y estadios deportivos. Un ejemplo de la emisión de estos bonos se presentó en el estado americano de Maryland en la década de los setentas, dicho estado emitió bonos por un monto de 145 millones de dólares a un plazo de 15 años con una tasa de rendimiento neta de 4.86% con el fin de obtener financiamiento para proyectos de infraestructura.

Otro caso se presentó en Argentina, en la provincia de Mendoza, en donde un conjunto de gobiernos locales de la región poseían una deuda a corto plazo a causa del denominado plan de convertibilidad lo que ocasionaba que la provincia no tuviera capacidad de pago para cumplir con sus obligaciones, ni para obtener el financiamiento necesario para cubrir dichas obligaciones financieras. Por lo tanto la provincia recurrió al mercado de valores emitiendo bonos a largo plazo con costos fijos en los mercados internacionales, esto se convirtió en una solución al problema. Como resultado de esta emisión, el gobierno de Mendoza gestionó reformas tributarias y programas para recortar los egresos públicos. Esto ocasionó que su calificación de riesgo fuera mejorada por varias calificadoras internacionales.

En Rio de Janeiro, Brasil se decidió por esta alternativa en 1993 cuando el alcalde de ese entonces, gestionó incorporar en su administración al personal adecuado

para manejar las finanzas de la ciudad; estos especialistas decidieron emitir bonos respaldados por activos del gobierno municipal.

Existen otros gobiernos en el mundo que han obtenido alternativas de financiamiento a través de la emisión de bonos en el mercado de valores. El gobierno federal de la India, emitió bonos respaldados por activos, por un monto de un billón de rupias con lo cual se obtuvieron recursos necesarios para modernizar el servicio de agua potable y drenaje.

En el caso de Italia se utilizó exitosamente la bursatilización por parte del gobierno federal, emitiendo bonos por 643 millones de euros utilizados para el desarrollo local de infraestructura. En Filipinas se utilizaron recursos obtenidos gracias a la bursatilización para mejoras ambientales que renovaron el turismo en ese país.

En el caso de México, la primera experiencia de una bursatilización en el sector público data de mediados de los años ochenta, tras el terremoto que sacudió a la Ciudad de México en 1985, el cual ocasionó innumerables pérdidas humanas y materiales; como parte de las medidas de contingencia para obtener recursos de manera inmediata, el gobierno del Distrito Federal por medio del gobierno federal gestionó una emisión de bonos en la Bolsa Mexicana de Valores que fueron llamados “Bonos de Reconstrucción del Distrito Federal” (BORES). Esta operación resultó satisfactoria para el gobierno capitalino ya que obtuvo de manera exitosa los recursos necesarios para la reconstrucción de la ciudad.

Otra experiencia satisfactoria en México fue en 1995 cuando se emitieron Bonos por parte del Gobierno Federal en el mercado de valores europeo por un monto de 675 millones de dólares que fueron empleados para refinanciar la deuda de la partida doble CETES-Libor que era por 1,500 millones de dólares.

Para 1998 aun persistía el esquema de emisión mediante certificados de participación ordinaria, no obstante, este instrumento presentaba limitaciones para las operaciones de carácter público al momento de adaptarlo como instrumento para contraer deuda; fue hasta el 2001 que se reforma la Ley de mercado de valores que permitió la posibilidad de efectuar emisiones de carácter público por medio de certificados bursátiles en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

Tras la reforma aplicada a la Ley del mercado de valores, el Estado de Guanajuato a finales de 2001 fue la primera entidad federativa que optó por efectuar una emisión de certificados con la finalidad de obtener recursos de manera anticipada para llevar a cabo el desarrollo de obras públicas. Dicho Estado respaldó la emisión con los ingresos obtenidos por la recaudación de las entradas del museo de las momias, que representa un ingreso significativo para el Estado.

En diciembre de 2001, en el Estado de Aguascalientes se realizó la primera colocación de certificados bursátiles por parte de un municipio, que fue el de la ciudad de Aguascalientes, convirtiéndose en el primer municipio de México en realizar una emisión en la BMV, en donde se colocaron 900000 certificados bursátiles, por un monto de hasta 90 millones de pesos, teniendo un valor nominal de 100 pesos cada certificado, con una tasa de interés de 0.9 por ciento semestral a un plazo de 5 años, con vencimiento en noviembre de 2006. En la operación mencionada participaron los intermediarios bursátiles de Acciones y Valores de México, Casa de Bolsa y Casa de Bolsa de Citibank; las calificadoras crediticias Moody's y Standard & Poor's le otorgaron la máxima calificación a la emisión.

Con motivo de esta emisión, el Gobierno del Estado de Aguascalientes, el Municipio de Aguascalientes constituyó un fideicomiso maestro de administración y pago para que sirva como fuente de pago de interés y repago de capital de los Certificados. El monto obtenido por la emisión de Certificados debe ser usado para la realización de obra pública productiva. Por medio del fideicomiso maestro, el

Municipio de Aguascalientes le notifica a la Secretaría de Finanzas del Estado de Aguascalientes la transmisión y aportación al fideicomiso maestro de la totalidad de las participaciones que le corresponden al Municipio provenientes del Fondo General de Participaciones (Ramo 28) y del Fondo de Fomento Municipal. De tal manera que a partir de la fecha de firma del fideicomiso maestro, la Secretaría de Finanzas del Estado de Aguascalientes deposita en forma mensual en la cuenta concentradora del fideicomiso la totalidad de los montos presentes y futuros derivados de las participaciones fideicomitadas.

El 27 de noviembre de 2003 se emitió la segunda serie dentro del mismo fideicomiso; y durante 2005 el mismo Estado efectuó una nueva emisión de certificados bursátiles, esta vez por un monto de 100 millones de pesos respaldados por su participación en las Participaciones Federales Ramo 28.

En el caso del Estado de Morelos, en el año 2001 el gobierno del Estado emitió certificados bursátiles por medio de la Secretaría de Finanzas y Planeación del Estado, con base en la Ley de deuda pública del Estado de Morelos la cual dice expresamente:

Por otro lado, se incluye una disposición legal que permite al Estado y a los Municipios afectar a fines especiales determinados activos o ingresos que les correspondan, al señalar que dichas entidades podrán, con la autorización previa del congreso del Estado, emitida mediante ley o decreto, afectar como fuente y/o garantía de pago, de los financiamientos que celebren directamente o de aquellos en los que funjan como garantes o avalistas, deudores solidarios, subsidiarios o sustitutos, sus ingresos derivados de contribuciones, cobranza de cuotas, cooperaciones, derechos, productos, aprovechamientos, participaciones federales o cualesquier otros ingresos de los que puedan disponer de conformidad con la legislación aplicable y sus accesorios, incluyendo la posibilidad de afectar los derechos al cobro de los ingresos antes referidos, posibilitando con ello,

expresamente, el acceso a financiamientos vía la bursatilización eficiente de ingresos.

A partir de lo expresado en la Ley, el Gobierno del Estado de Morelos bursatilizó las participaciones que le correspondían provenientes del Fondo General de Participaciones (Ramo 28) por un monto de 260 millones de pesos.

En el Estado de Nuevo León, los municipios de San Pedro Garza García y el de Monterrey, durante 2002, se sumaron a la lista de gobiernos municipales que bursatilizaron sus participaciones provenientes del Fondo General de Participaciones (Ramo 28). El gobierno municipal de San Pedro Garza García emitió certificados bursátiles por un monto de 110 millones de pesos, mientras que el gobierno de Monterrey, realizó lo mismo por un monto de 168 millones de pesos.

En el 2003 el Gobierno del Estado de Nuevo León decidió bursatilizar el Impuesto Sobre Nómina a través de dos emisiones que en conjunto fueron por un monto de 1,716 millones de pesos; en el 2006 se realizaron dos emisiones más, primero bursatilizando el 33.46% de los ingresos por concepto de Refrendo Vehicular por un monto de 2,676.1 millones de pesos y después se emitieron certificados respaldados por el 7.2% de su participación del Fondo General de Participaciones (Ramo 28) por un monto de 2,413 millones de pesos.

En el Estado de Jalisco, siguiendo el mismo esquema de experiencias de otros gobiernos, en el año 2002, el municipio de Zapopan bursatilizó sus participaciones del Fondo General de Participaciones, emitiendo certificados bursátiles por un monto de 147 millones de pesos. En el municipio de Guadalajara de igual manera se realizó la bursatilización de lo correspondiente al Fondo General de Participaciones por un monto de 800 millones de pesos siendo cifra más alta hasta que hasta ese momento había bursatilizado un municipio.

En el 2002 el Estado de México emitió certificados bursátiles en 4 emisiones diferentes, por un monto total de 1,384.7 millones de pesos; dichos certificados fueron respaldados por el Impuesto Sobre Nómina (ISN). Durante el 2003 se realizó de nueva cuenta dos emisiones respaldadas por el mismo concepto, pero en esta ocasión por un monto que ascendía a 615.3 millones de pesos; en ese mismo periodo el municipio de Tlalnepantla bursatilizó los ingresos por servicios de agua potable por un monto de 95.9 millones de pesos

El Estado de Guerrero en el 2003 optó por efectuar la misma operación llevada a cabo por los demás Estados que habían emitido en la Bolsa de Valores, bursatilizando sus participaciones del Fondo General de Participaciones por un monto de 1,339.2 millones de pesos.

.  
El gobierno del Estado de Hidalgo en el 2003 bursatilizó sus participaciones del Fondo General de Participaciones (Ramo 28) en dos emisiones de certificados bursátiles por un monto de 1,200 millones de pesos, debido a la oportunidad que significó en la obtención de recursos se decidió en el 2007 bursatilizar de nueva sus Participaciones en un 35% por un monto de 2.450 millones de pesos  
Distrito Federal

En el 2003, El gobierno del Distrito Federal decidió llevar a cabo un programa de emisión de certificados bursátiles respaldados por su participación en el Fondo General de Participaciones. En ese año se realizó la primera operación que fue respaldada por el 15% correspondiente a su participación en el Fondo Participaciones, efectuando 2 emisiones de certificados bursátiles por un monto total de 1,690 millones de pesos, para el 2005 se bursatilizó el 5% por un monto de 800 millones de pesos. La misma operación se llevó a cabo en el 2006, esta vez por el 15% de las Participaciones por un monto de 1,400 millones de pesos. Del mismo modo en el 2007 se emitieron certificados respaldados por el 65% del

Fondo General de Participaciones en dos emisiones equivalentes a un monto de 3.000 millones de pesos.

En el 2008 el Gobierno del Distrito Federal llevo a cabo otro programa de emisiones de certificados bursátiles, esta vez por un monto record de 7,000 millones de pesos correspondientes al 65% de sus participaciones en el Fondo General.

Otro gobierno estatal que bursatilizó su participación en el Fondo General de Participaciones fue Sinaloa, el cual emitió certificados bursátiles por un monto de 830.7 millones de pesos.

Durante el 2005, El gobierno de Chihuahua bursatilizó el 12% mensual de su participación en el Fondo General de Participaciones equivalente a un monto de 1,220 millones de pesos.

El Gobierno del Estado de Chiapas bursatilizó en el 2007 sus ingresos derivados del Impuesto Sobre Nómina en dos emisiones, la primera por lo correspondiente al 14% de dicho impuesto y la segunda por el 86% restante del mismo, que significaban un monto total de 5,000 millones de pesos.

En el año 2007 el Estado de Michoacán emitió certificados bursátiles por un monto que alcanzó los 3,500 millones de pesos respaldados por el 100% del Impuesto Sobre Nómina del Estado y una parte del cobro de derecho vehicular.

De la misma forma que lo hizo el Estado de Michoacán, el Gobierno del Estado Oaxaca bursatilizó su Impuesto Sobre Nómina y Derechos Vehiculares del Estado, emitiendo certificados bursátiles por un monto de 2,800 millones de pesos.

En el Estado de Veracruz se efectuó una operación de bursatilización por primera vez en el 2003 cuando se emitieron certificados bursátiles por un monto de 1,150

millones de pesos respaldados por las cuotas de peaje carretero. Esta operación fue la primera de su tipo en el sector público.

Durante el 2006 el Gobierno del Estado efectuó la histórica emisión de certificados bursátiles, bursatizando el 80% del Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos (ISTUV) por un monto de 6,300 millones de pesos, cifra record hasta ese momento en emisiones de este tipo. El 20% restante del ISTUV se bursatizó en diciembre de 2008 por un monto de 1,208 millones de pesos en 2 emisiones de certificados bursátiles.

Al 2008 estos estados y municipios habían efectuado colocaciones de deuda a través de los certificados bursátiles, la mayoría de las entidades sub-nacionales han bursatizados recursos provenientes de las participaciones federales del Ramo 28 que son las Participaciones a Entidades Federativas y Municipios. Sin embargo, los ingresos de los Impuestos Sobre Nómina (ISN) y los correspondientes al Impuesto Sobre Tenencia y Uso Vehicular (ISTUV) han sido otro de los recursos más utilizados por los gobiernos sub-nacionales.

## **2.2 Conceptos y definiciones**

### **Bursatilización**

Según la Bolsa Mexicana de Valores, los esquemas de bursatilización (*securitisation*) se refieren al “proceso estructurado mediante el cual activos similares y/o derechos por flujos de efectivo futuros se agrupan y se suscriben para crear títulos o valores negociables (posiciones de bursatilización), mismos que pueden colocarse entre el público inversionista en bolsas de valores establecidas”<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Bolsa Mexicana de Valores, *Bursatilización de Activos*. <http://www.bmv.com.mx>

Otra de las definiciones menciona que la bursatilización “es una técnica que tiene por objetivo la conversión de un conjunto de activos financieros con poco grado de liquidez, en un conjunto de valores bursátiles altamente líquidos”<sup>4</sup>.

El autor Leon T. Kendall, que es uno de los principales teóricos de este tema, define la bursatilización como una “forma de financiamiento en donde ciertos activos monetarios con flujos de efectivo predecibles son agrupados y vendidos a un tercero que ha sido creado especialmente para este propósito y que, a su vez, ha contraído deuda para financiar dicha compra. La contratación de dicha deuda se realiza mediante la emisión y venta de títulos respaldados por activos (*Asset-backed securities* o ABS)”<sup>5</sup>.

La bursatilización es un esquema fiduciario estructurado que permite a la empresa originadora obtener financiamiento bursátil, al dar liquidez a activos no líquidos, así como obtener recursos del mercado de valores para el financiamiento de proyectos productivos.

Bajo esta fórmula de financiamiento, la empresa fideicomite activos en garantía y/o derivados de crédito, para que el fideicomiso emisor a su vez emita títulos de deuda, debidamente calificados, para su colocación entre inversionistas nacionales y extranjeros en alguna bolsa de valores reconocida<sup>6</sup>.

Tales esquemas pueden tener como principal objetivo la transferencia parcial o total del riesgo, representando operaciones de cobertura para las instituciones originadoras.

---

<sup>4</sup> Vega Rodríguez, Francisco Javier, *La bursatilización de activos financieros*, 1° edición, México, ed. Ariel Divulgación, 1995, p. 16

<sup>5</sup> Kendall, Leon T. y Fishman, Michael, *A primer on securitization*, 9° edición,, New York, ed. MIT Press, 1996, pp.1-2

<sup>6</sup> Bolsa Mexicana de Valores, *Bursatilización de Activos* <http://www.bmv.com.mx>

La bursatilización se puede llevar a cabo mediante la emisión de certificados bursátiles o bien, certificados de participación ordinaria (CPO's). Aunque en el caso de los fideicomisos es comúnmente a través de certificados bursátiles fiduciarios.

### **Sistema bursátil mexicano**

El sistema bursátil es el conjunto de organizaciones, públicas y privadas, a través de las cuales se reglamentan, regulan y efectúan operaciones de crédito mediante títulos-valor que son negociados e intermediados en la Bolsa Mexicana de Valores.

### **Mercado de valores**

Es el mecanismo que permite la realización de la emisión, colocación y distribución de los valores, ya sean acciones u otro tipo de títulos de crédito que sean emitidos y sean objeto de oferta pública e intermediación.

En el mercado de valores existe la oferta, conformada por el sector público y el privado que emplean los valores para adquirir financiamiento, y la demanda que son todos aquellos recursos provenientes de personas físicas y morales que son empleados para invertir.

### **Mercado de capitales o accionario**

Se refiere a la emisión y negociación de acciones, que son instrumentos de renta variable consideradas de largo plazo aunque no poseen fecha de vencimiento.

## **Mercado de dinero o deuda**

“Se refiere a negociar dinero representado en títulos de deuda, ya sea gubernamental o privada. El costo de este tipo de instrumentos es la tasa de interés o la tasa de descuento, de las cuales se deriva el rendimiento que pueden brindar las inversiones en este tipo de instrumentos.”<sup>7</sup>

## **Emisoras**

Son “instituciones gubernamentales o empresas, ya sean paraestatales o privadas, que ponen en circulación títulos-valor con el fin de obtener recursos financieros para su financiamiento”<sup>8</sup>.

Las emisoras acuden al mercado de Valores a través de los canales dispuestos en la Ley, en busca de financiamiento para obtener los recursos necesarios con el fin de llevar a cabo programas de desarrollo de sus actividades productivas. Estas entidades deben de contar con la asesoría profesional de Casas de Bolsa.

El préstamo o financiamiento se obtiene a través de los distintos instrumentos de captación bursátil (bonos, certificados de participación, certificados bursátiles, acciones, etc.), que conforman las alternativas con las que cuenta el público inversionista en el país para invertir sus ingresos excedentes, en la manera que más le convenga, de acuerdo a sus necesidades y con la libertad que otorga la legislación vigente; es por eso que los emisores pueden ser, tanto las sociedades mercantiles, como entidades gubernamentales.

---

<sup>7</sup> Villegas, Eduardo, *Administración de inversiones*, 9ª edición, México, ed. McGraw Hill, 2005, p. 4

<sup>8</sup> Arevalo Bustamante, María de los Angeles; *Parámetros de inversión en acciones de valor bursátil*, 3ª edición, México, ed. IMCP, 2005, p. 28

## **Valores**

Se entiende por valores, según la Ley del Mercado de Valores, las acciones, las obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan o en serie o en masa. Un título de crédito es un documento indispensable por el cual se ejercita el derecho literal y autónomo que en él se consigna que está destinado a circular. Para que un título de crédito se convierta en valor es necesario que se haga oferta pública.

## **Oferta pública**

Se define como “la oferta que se realiza por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir títulos o documentos”<sup>9</sup>.

En el mercado de valores la oferta pública se limita a la suscripción, enajenación o adquisición de valores. Esta acción se difunde principalmente por medio de los periódicos de mayor circulación del país, e implica, para llevarla a cabo, el cumplimiento de una serie de requisitos, tanto legales como administrativos. Estos requisitos son:

- Cumplir con lo estipulado en el artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores
- Estar aprobado por la H. Junta de Gobierno de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- Que el prospecto de colocación que quedará a disposición del público inversionista y el aviso de oferta pública a la que hace mención el artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores, cuenten con la debida aprobación.

---

<sup>9</sup> Arévalo Bustamante, María de Los Ángeles, *op. cit.*, p.35

## **Intermediarios bursátiles**

Son los que “ponen contacto a los oferentes y demandantes, ya que éstos últimos no pueden efectuar operaciones directamente de la Bolsa de Valores, solo a través de agentes especiales”<sup>10</sup>.

En el Mercado de Valores se considera intermediación a las actividades:

- Operaciones de correturía, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores.
- Operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros, por los cuales se efectúe oferta pública.
- Manejo y administración de carteras de valores que sean propiedad de terceros.

La actividad de intermediación solo se puede realizar por medio de casas de bolsa, especialistas bursátiles y por otras instituciones financieras que sean autorizadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Las acciones principales que se llevan a cabo mediante la intermediación son:

- Proponer. A través de esta acción se contacta a todas aquellas personas interesadas en realizar una negociación mercantil.
- Ajustar. Intervenir conjuntamente con las personas interesadas en efectuar la operación, a fin de definir las diferencias que se presenten, participando en la negociación de los precios, la calidad y la cantidad.
- Otorgar. Esta acción consta de darle la forma legal que requiera la operación con el fin de que esté debidamente fundamentada conforme al marco legal.

---

<sup>10</sup> Arévalo, María de los Ángeles, *Op. cit.*, p. 45

## **Casas de bolsa**

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

## **Certificados de participación ordinaria**

Se encuentran definidos en la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito en el artículo 228-A. Éste dice que los certificados de participación son:

“Títulos de crédito que representan:

- a) El derecho a una parte alícuota de los frutos o rendimientos de los valores, derechos o bienes de cualquier clase que tenga en Fideicomiso irrevocable para ese propósito la sociedad fiduciaria que los emita.
- b) El derecho a una parte alícuota del derecho de propiedad o de la titularidad de esos bienes, derechos o valores;
- c) O bien el derecho a una parte alícuota del producto neto que resulte de la venta de dichos bienes, derechos o valores.”<sup>11</sup>

Lo anterior quiere decir que los certificados de participación son títulos de crédito utilizados como instrumento de capital que representan el derecho a una parte proporcional de los beneficios obtenidos de los bienes derechos y valores.

---

<sup>11</sup> Artículo 228-A, Ley general de títulos y operaciones de crédito, *Diario Oficial de la Federación*, México Septiembre 15, 1932, <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lgtoc.htm>

Para la emisión de certificados de participación es necesaria la participación de un fideicomiso que se pueden constituir sobre cualquier tipo de empresas, ya sean mercantiles o industriales.

Los certificados de participación son ordinarios cuando los bienes fideicomitados son muebles; cuando los bienes son inmuebles, son de participación inmobiliaria. Una característica importante de estos títulos de crédito es que el monto total nominal de una emisión de certificados de participación será fijado a través un dictamen que formule, previo peritaje de los bienes fideicomitados materia de esa emisión, la Nacional Financiera, S.A. (Nafin), o el Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas, S.A. respectivamente, dependiendo si se trate de un bien mueble o inmueble.

La Nacional Financiera o el Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas, al emitir su dictamen y fijar el monto total nominal de una emisión, toman como base el valor comercial de los bienes. El dictamen formulado por estas instituciones es de carácter definitivo.

Los certificados de participación pueden ser nominativos o al portador y deben ser emitidos en series; los certificados que se encuentren dentro de una misma serie darán a sus poseedores igualdad de derechos.

Para emitir este tipo de certificados, el proceso generalmente es elaborado y destaca el hecho de que la constitución del fideicomiso emisor y las condiciones de la emisión deben constar en escritura pública, la cual debe estar debidamente inscrita en el Registro Público de Comercio.

Los términos y condiciones que tengan los certificados, así como cualquier tipo de modificación que se efectúe a éstos, deberán ser debidamente aprobados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

En este tipo de instrumento se necesita nombrar a un representante común que funja como mandatario de todos los tenedores y que cuide sus intereses. Este representante común tiene establecidas sus funciones, las cuales son:

- Verificar los términos del acto constitutivo del Fideicomiso
- Comprobar la existencia de los bienes fideicomitidos y su permanencia durante toda la vida de la emisión
- Autorizar los Certificados que se emitan
- Ejercitar todas las acciones o derechos que correspondan al conjunto de tenedores
- Recabar de la institución fiduciaria todos los informes y datos que necesite para el ejercicio de sus atribuciones.

Los certificados de participación se utilizan tanto en emisiones públicas como privadas.

### **Certificados bursátiles**

La Ley del mercado de valores dice que los certificados bursátiles “son títulos de crédito que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de personas morales o de un patrimonio afecto en fideicomiso. Dichos certificados podrán ser preferentes o subordinados o incluso tener distinta prelación”<sup>12</sup>. Esto quiere decir que los certificados bursátiles son títulos de crédito que funcionan como instrumentos de deuda en el mercado de valores.

Los certificados bursátiles podrán emitirse mediante un fideicomiso irrevocable cuyo patrimonio podrá quedar constituido en su caso con el producto de los recursos obtenidos por la colocación. Solamente las instituciones de crédito y las

---

<sup>12</sup> Artículo 62, Ley del mercado de valores, *Diario Oficial de la Federación*, México, Diciembre 30, 2005, [www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf](http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf)

casas de bolsa autorizadas podrán actuar como fiduciarias de este tipo de fideicomisos.

En el caso de obtención de financiamiento a mediano y largo plazo, a través de programas de bursatilización de activos, el certificado bursátil es el instrumento más adecuado para llevar a cabo la operación debido a la flexibilidad operativa que posee.

La flexibilidad operativa de estructuras, a partir de un programa de colocación que se puede ejercer en una o varias emisiones, es la principal característica que presentan los certificados bursátiles; con esto las entidades emisoras tienen la facultad de definir las características, el momento apropiado para colocar, así como el monto de la emisión, la cual puede ser diferente, pudiendo establecer montos, condiciones generales de pago, tasa y el plazo de vigencia de cada colocación.

El certificado bursátil proporciona la oportunidad de diseñar esquemas de financiamiento para la bursatilización de activos no productivos para una empresa o entidad, como son cuentas por cobrar, entre otros.

### **Calificadoras de valores**

Las calificadoras son empresas privadas, autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria de Valores, para la calificación de valores; estas empresas dictaminan las emisiones de instrumentos representativos de deuda y a las empresas emisoras de valores con la finalidad de establecer el grado de riesgo que dicho instrumento representa para el inversionista; de igual forma, estas agencias evalúan la certeza de pago oportuno del principal e intereses por parte de la emisora y constatan su existencia legal, a la vez que ponderan su situación financiera.

**Intereses**

Es el costo del dinero y resultan de aplicar la tasa correspondiente al valor nominal del título-valor en función de su plazo.

**Tasa de rendimiento**

Es el rédito expresado en forma de porcentaje, en relación con el monto de la inversión.

**Tasa de rendimiento efectiva**

Es la tasa en un plazo determinado, el cual debe ser señalado.

**Tasa de rendimiento nominal**

Es la tasa calculada a 360 días que sirve para pactar la compra-venta de algún instrumento de deuda.

**Tasa de rendimiento real**

Es cualquiera de las tasas señaladas anteriormente cubriendo la inflación en el mismo periodo.

**Tasa de rendimiento equivalente**

Es una tasa nominal de un instrumento a un plazo determinado convertido a otro plazo diferente con el fin de comparar el rendimiento con algún otro instrumento.

## **Vehículo de Propósito Especial (VPE)**

Es la entidad a la que se le traspasan los activos a bursatilizar. Puede ser un fideicomiso, una filial financiera o una sociedad financiera de objeto limitado. A través de esta entidad se emiten títulos negociables en el mercado de valores.

### **2.3 Tipos de bursatilización**

#### **2.3.1 Clasificación de acuerdo a los activos a bursatilizar**

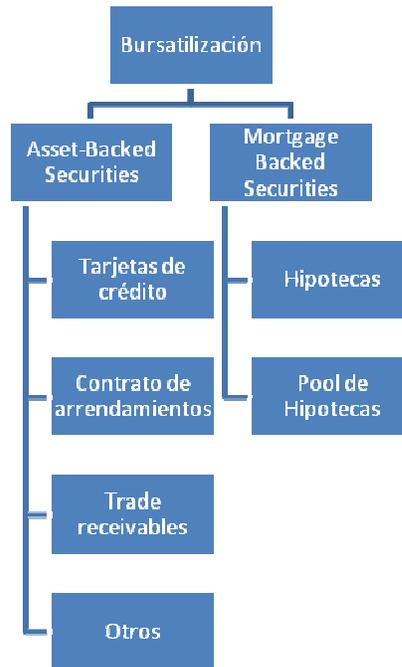
En el ámbito bursátil, por lo general, se clasifican los tipos de bursatilización según el activo involucrado que garantiza la emisión. En este aspecto existen las siguientes modalidades:

- *Asset-Backed Securities* (Respaldadas por activos)
- *Mortgage-Backed Securities* (Respaldadas por hipotecas)

En una bursatilización respaldada por activos (ABS) se pueden involucrar activos como:

- Tarjetas de crédito
- Préstamos comerciales
- Contratos de arrendamiento financiero
- *Trade Receivables* (Cuentas por cobrar)

En una bursatilización respaldada por hipoteca (MBS) como bien dice su nombre, hipotecas o un pool de hipotecas respaldan la emisión.

**Figura 1. Clasificación de la bursatilización**

### 2.3.2 Clasificación de acuerdo al requerimiento de capital

- Tradicionales. Los pagos a los inversionistas dependen del rendimiento de los activos subyacentes bursatilizados, y no se derivan de una obligación por parte de la entidad en las que se originan esos activos.
- Sintéticas. El riesgo se transfiere total o parcialmente a través de la utilización de derivados de crédito o garantías personales.

En las bursatilizaciones, cuando las posiciones de los inversionistas se encuentren garantizadas por algún esquema de cobertura, el riesgo asumido por los inversionistas estará en función del rendimiento del conjunto de activos latentes en su parte no garantizada, en tanto que para la parte garantizada el riesgo dependerá de la calidad crediticia del proveedor de la cobertura. En el caso de las instituciones que fungen como proveedores de coberturas de riesgo de crédito, el

riesgo asumido dependerá del rendimiento del conjunto de los activos subyacentes sujetos a cobertura.

Estamos hablando que prácticamente cualquier activo puede ser bursatilizado, siempre y cuando sea capaz de generar flujos, y que a su vez éstos flujos sean capaces de cumplir los siguientes requisitos:

- Que sean constantes
- Altamente predecibles
- Con una perspectiva económica favorable
- Con una operación y administración eficiente
- Comprobados históricamente.

Analizada la clasificación de los tipos, se puede concluir que una operación de bursatilización, como medio para obtener financiamiento, se puede llevar a cabo con:

- Cuentas por cobrar
- Proyectos productivos
- Hipotecas
- Servicios
- Infraestructura
- Flujos futuros
- Otros

### **2.3.3 Clasificación de los mercados financieros**

Los mercados financieros se pueden clasificar en diversas agrupaciones que se explican a continuación.

**Por el tipo de derecho**

Una empresa o cualquier entidad cuenta con dos formas de obtener fondos: deudas y acciones (fondos propios).

En lo que respecta a deudas, éstas cuentan con un plazo de vencimiento el cual una vez cumplido, se extingue la obligación. Las deudas implican el pago de intereses en un transcurso regular, así como la amortización del monto principal en los plazos pactados.

Mediante la modalidad de financiamiento con fondos propios, o sea, a través de acciones, aquellos que posean éstas cuentan con el derecho de compartir las ganancias netas en el momento de su distribución y en caso de liquidación, los tenedores de las acciones tienen derecho a compartir los activos netos de la empresa.

**Por el momento de la transacción**

De acuerdo al momento de la transacción los mercados financieros se dividen en mercado primario y secundario.

En el mercado primario las nuevas emisiones de deuda (obligaciones, bonos, certificados bursátiles) son vendidas a los compradores iniciales. En este mercado es en el cual el público inversionista tiene menos contacto directo.

El mercado secundario es el mercado en donde los valores (acciones, títulos de deuda) previamente emitidos y adquiridos en el mercado primario, son revendidos a terceros. En este mercado el emisor original no recibe fondos por la transacción.

Las bolsas de valores funcionan como mercados secundarios importantes. Allí la transacción se realiza mas allá de la empresa que haya emitido el valor en el mercado primario.

Los mercados secundarios efectúan dos funciones importantes:

- a) Hacen los instrumentos más líquidos pues existe un mercado en el cual se negocian
- b) Determinan el precio de los activos financieros o instrumentos negociados en el mercado primario

### **Por la forma de organización**

En este aspecto los mercados se pueden clasificar como de subasta, *over the counter* (OTC) y de intermediación. Las dos primeras clasificaciones, de subasta y OTC, forman parte del sector secundario.

Los mercados de subasta son en los cuales los compradores y vendedores de valores hallan una ubicación central en donde efectúan sus transacciones a través de subastas. La Bolsa de Valores de Nueva York (New York Stock Exchange) es un ejemplo de este tipo de mercado.

El mercado *over the counter* (OTC) es en el cual los agentes que intervienen en él se localizan en diversos puntos en los cuales se cuenta con instrumentos en inventario para ser vendidos a aquellos que estén dispuestos a comprar al precio fijado. Este tipo de mercado es muy competitivo debido a la utilización de la tecnología para operar.

En los mercados de bonos, obligaciones, certificados bursátiles o de acciones se efectúa una financiación directa ya que los fondos van desde la unidad superavitaria, que son los inversionistas, hacia la unidad deficitaria, las empresas o entidades, las cuales venden los instrumentos financieros que compra la unidad superavitaria.

Sin embargo también existe otra manera de poner en contacto a las unidades superavitarias (inversionistas) y deficitarias (entidades) que por medio de la financiación indirecta, la cual incluye a una institución financiera intermediaria que se encuentra entre las dos unidades, facilitando la asignación de recursos financieros; estas instituciones toman prestados fondos de los ahorradores y con estos realizan préstamos a los demás; tal es el caso de los bancos que emiten certificados de depósito tomando los fondos de sus clientes con el fin de adquirir un activo financiero.

La intermediación financiera se puede efectuar a través de bancos comerciales, sociedades financieras, uniones de créditos, sociedades de inversión, compañías de seguros, afores y compañías de fondos de pensión.

### **Por el plazo de vencimiento de los activos financieros**

Por el plazo de vencimientos de los diversos instrumentos financieros, se puede también clasificar a los mercados financieros. En esta clasificación se encuentra el mercado de dinero y el mercado de capitales.

En el mercado de dinero podemos encontrar instrumentos que poseen un vencimiento menor a un año; en el mercado de capitales, los instrumentos negociados cuentan con un vencimiento mayor a un año; en este último mercado operan instrumentos de deuda como obligaciones negociables, bonos gubernamentales, certificados bursátiles o acciones de empresas.

## **Por el plazo de entrega**

Según su plazo de entrega, estos mercados se integran por el mercado de efectivo y mercado de derivados.

En el mercado de efectivo la obligación de liquidar la transacción se hace en el acto o máximo en un lapso de veinticuatro a cuarenta y ocho horas. El mercado cambiario es un ejemplo de este tipo de mercado, en donde se utiliza el tipo de cambio *spot* en las transacciones.

Los derivados son instrumentos financieros en donde la obligación u opción de adquirir un valor determinado se efectúa en el futuro; dentro de los derivados se encuentran dos grupos de instrumentos, el primero integrado por los futuros y los *forwards* y el segundo integrado por las opciones.

## **2.4 La bursatilización en el sector público**

Todos los niveles de gobierno requieren constantemente de recursos frescos y recurrentes con el fin de financiar sus proyectos de desarrollo; es por esta razón que, con el paso del tiempo, los gobiernos se han visto en la necesidad de analizar las diversas fuentes alternas que existen para obtener financiamiento.

Como consecuencia del gran problema que representa el déficit público para los gobiernos de este país, muchos de los proyectos de desarrollo planeados no se pueden capitalizar debido a falta de recursos financieros que se requieren para llevarlos a cabo; por lo que el mercado de valores representa una válvula de escape para estos problemas.

Con el paso del tiempo, la ingeniería financiera latente en la bursatilización es la muestra de que el Estado juega un papel importante en economía globalizada, no

solamente como un agente regulador y administrador de los procesos, sino como una entidad apta para generar ambientes de mercado eficientes.

**Figura 2. Actuación económica del Estado como generador de mecanismos de mercado**

Fases de la Bursatilización	Sector Público o Estatal	Sector Privado
Originación	Fuerte participación	Fuerte participación
Creación y operatividad del Vehículo de Propósito Especial	Relevante	Regular
Innovación e Ingeniería Financiera	Importante	Regular
Diseño de los paquetes	Relevante	Regular
Garantización	Importante	Buena
Desarrollo del Mercado Secundario	Importante	Importante
Market-Maker	Importante	Importante
Oferta y Demanda de liquidez	Importante	Regular
Colocación del Papel	Importante	Relevante
Inversionista	Regular	Relevante
Valuación de Activos bursatilizados	Regular	Relevante

El gobierno federal actualmente es uno de los principales beneficiados con el mercado de valores y al mismo tiempo se convierte en uno los emisores más importantes en el mercado de deuda.

Las emisiones provenientes del gobierno representan una atractiva oportunidad para los inversionistas debido a la certeza que poseen este tipo de emisiones ya que son los propios bienes propiedad del gobierno los que respaldan estos valores, como consecuencia, el riesgo es prácticamente nulo. El principal instrumento que emite el gobierno federal para obtener financiamiento es el Certificado de la Tesorería de la Federación (CETE).

Dado el creciente interés de los gobiernos estatales y municipales para compensar los recortes presupuestales provenientes del gobierno federal por motivo de la crisis económica mundial, resulta relevante el análisis de alternativas para financiar el gasto público y proyectos de desarrollo, como la bursatilización, que representan una opción para contar con recursos sin tener que recurrir al incremento de los impuestos, del precio de los servicios, o bien a contratar deuda directa.

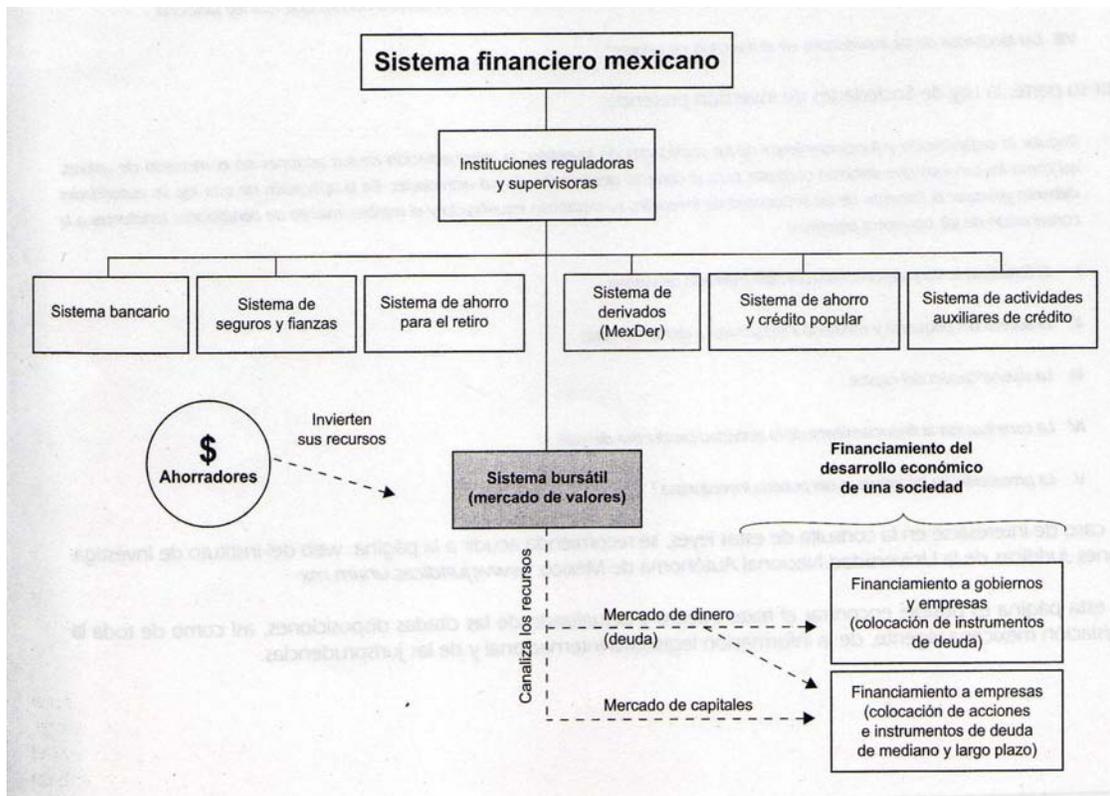
En años recientes una cantidad creciente de Estados de la República han participado en diversas operaciones de bursatilización como vía de fondeo para sus necesidades en materia de infraestructura por medio del mercado de deuda. Este tipo de esquema bursátil, que es relativamente nuevo en México, representa un avance importante en materia de financiamiento de programas de desarrollo en el sector público.

Dentro de los flujos de ingresos susceptibles a bursatilizar por parte del gobierno, los que se han incluido son:

- Cuota de peaje
- Participación del Fondo General de Participaciones
- Predial
- Impuesto sobre Nómina (ISN)
- Impuesto sobre Tenencia y Uso de vehículos

La bursatilización es un mecanismo que permite a los gobiernos endeudarse de manera indirecta y a largo plazo a partir de ceder recursos futuros provenientes de fuentes seguras, como las aportaciones ó los impuestos, a un tercero que da a cambio el valor de lo que se recibirá a futuro en valor presente. Por medio de este instrumento financiero se comprometen recursos de las próximas administraciones a cambio de hacerse de recursos en el presente, con la finalidad de desarrollar programas, efectuar inversiones y obra pública, o bien, para saldar deuda más costosa.

**Figura 3. Sistema Financiero Mexicano**



Fuente: libro "Análisis bursátil"

## Instrumentos bursátiles que emiten los gobiernos

Así como el gobierno federal emite Cetes, también emite otros instrumentos como los Bondes y los Udibonos. El plazo de emisión de estos instrumentos va desde los 28 días, en el caso de los Cetes, hasta cinco años para los Udibonos y en ocasiones hasta diez años en otros valores.

México es un país susceptible de riesgos, y propenso a escenarios vulnerables; es por esto que con el paso del tiempo las circunstancias han ido cambiando, provocando la desaparición y creación de nuevos títulos, así como la ampliación y la reducción de sus plazos.

En el caso de los gobiernos estatales y municipales, los títulos emitidos más utilizados son los certificados bursátiles y los certificados de participación Ordinaria.

**Figura 4. Instrumentos de inversión que se operan dentro del mercado de deuda**

<b>Gubernamentales</b>	<b>Bancarios</b>	<b>Corporativos</b>
CETES (Certificados de la Tesorería de la Federación) emitidos por Banxico	PRLVS (Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento)	PAPEL COMERCIAL
BONDES (Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal)	AB'S (Aceptaciones Bancarias)	PAPEL INDIZADO

BONOS BREM'S (Bonos de Regulación Monetaria)	PAGARÉ FINANCIERO	Pagaré de Mediano Plazo
UDIBONOS (Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en UDIS)	Certificados de Depósito	Certificados Bursátiles
BPA'S (Bonos de Protección al Ahorro), emitidos por el IPAB y Banxico	BONDI'S (Bonos Bancarios de Desarrollo)	OBLIGACIONES
PICFARAC'S (Pagaré de Indemnización Carretero con Aval del Gobierno Federal), emitidos por Banobras	Obligaciones	
CBF'S (Certificados Bursátiles Fiduciarios), emitidos por los gobiernos locales	CPO Y CPI (Certificados de Participación Ordinaria o Inmobiliarios)	

Fuente: elaboración propia

## 2.5 Proceso de la bursatilización

### 2.5.1 Participantes en el proceso de bursatilización

Dentro del esquema de bursatilización, se pueden encontrar a los principales participantes en estas operaciones bursátiles:

- La empresa o entidad que posee la propiedad de un activo que puede ser capaz de generar flujos de efectivo futuros. Esta entidad es conocida como “generador” o “promotor”.
- El sujeto, empresa o entidad a la que se le enajena o traspasa el activo en cuestión y que se constituye legalmente para esta finalidad. A esta entidad es conocida como *Vehículo de Propósito Especial* (VPE) y se puede convertir en una empresa, fideicomiso, o cualquier tipo de sociedad mercantil legal que asegure estar libre de peligro de entrar en bancarrota.
- Instrumentos de deuda emitidos por el Vehículo de Propósito Especial (VPE) y colocado en el Mercado de Valores. Conocidos como *Títulos Respaldados por Activos* (*Asset-backed securities*) que son lo que orientan los fondos recaudados directamente del VPE al Promotor.
- Los inversionistas quienes, por medio de la adquisición de dichos títulos por medio del Mercado de Valores, adquiere el derecho a recibir la retribución de capital y los intereses correspondientes en los términos convenidos. Los títulos se fabrican de acuerdo a las demandas y preferencias del mercado y el público inversionista.
- Además de estos participantes, también están involucrados otros en una operación de bursatilización de activos tales como: el estructurador de la operación, el fiduciario que se encarga de regular e inspeccionar el comportamiento del VPE, las agencias calificadoras que opinan y evalúan la calidad crediticia de los títulos emitidos e intervienen en la estructuración

de la operación, el operador del activo a bursatilizar, entre otros, así como asesores legales, contables y fiscales.

### **2.5.2 Pasos para llevar a cabo una bursatilización**

a) El primer paso en el proceso de la bursatilización es la selección del activo a segregar o a “vender”. Como ya se ha mencionado con anterioridad, éste puede ser alguna cuenta por cobrar o cualquier activo que posea certeza de que generará flujos de manera constante en el futuro.

b) Ya que se separa el activo del balance, se traspasan los derechos a obtener los flujos que se deriven al VPE, en este caso, a un fideicomiso.

### **Fideicomiso**

En México El Vehículo de Propósito Especial puede ser una institución o cualquier otra forma legal, pero comúnmente toma forma de fideicomisos, los cuales se limitan a cumplir las siguientes actividades:

- Mantener la custodia de los activos financieros traspasados.
- Emitir valores que representen derechos sobre los activos financieros transferidos.
- Captar los flujos que provengan de los activos financieros, reinvertir dichos flujos en valores y prestar otros servicios relacionados a los activos.
- Repartir los beneficios a los tenedores de los valores previamente emitidos.

El fideicomiso, acorde con la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, es una figura jurídica que se crea por el tenedor de los activos para hacer un traspaso momentáneo o definitivo de diversos bienes o derechos al administrador del fideicomiso para el beneficio de terceras personas.

Un fideicomiso está formado por las siguientes partes:

- Bienes fideicomitados: bienes afectos al fideicomiso, que en este caso serían los activos bursatilizados.
- Fideicomitente: la entidad que otorga los bienes que serán administrados por el fideicomiso y sobre los cuales se derivarán. En ocasiones el fideicomitente también es el originador.
- Fiduciario: administrador del fideicomiso.
- Fideicomisario: es el beneficiario o beneficiarios del fideicomiso
- Representante común de los fideicomisarios, en el caso de que sean varios, como por ejemplo un grupo de inversionistas.

La Ley del mercado de valores permite que prácticamente cualquier institución financiera pueda fungir como fiduciario. Sin embargo cuando el fideicomiso realiza una emisión de bursatilización, únicamente las instituciones de banca múltiple y casas de bolsa tienen la autoridad para efectuar la operación.

El balance del fideicomiso se integra, del lado del activo, por los bienes transferidos, su valuación y las estimaciones por incobrabilidad o las depreciaciones sobre dichos bienes; por el lado del pasivo se conforma por los valores emitidos (pasivo bursátil), o por la deuda contraída; el capital inicial se obtendrá de la diferencia entre el activo y el pasivo del fideicomiso. Este se modificará de acuerdo a las utilidades o pérdidas que se generen a lo largo de la vigencia del fideicomiso.

Una vez que el fideicomiso recibe del fideicomitente el total de los activos financieros, el fiduciario tendrá el control de los bienes, y cobrará periódicamente una cuota por su administración. Los recursos para el pago por los activos financieros traspasados son obtenidos por el originador de la emisión de

certificados bursátiles o certificados de participación ordinaria, cuyo monto total comúnmente es menor al de los activos.

Para poder obtener los recursos necesarios para financiar la adquisición de los activos a bursatilizar y cubrir gastos que se puedan presentar, los VPE, en este caso los fideicomisos, pueden obtener financiamiento de diferentes maneras:

- Adquirir deuda, a través de un préstamo con uno o más acreedores
- Emitir instrumentos sustitutos del crédito como pueden ser notas con tasa flotante, papel comercial o Eurobonos.
- Emitir de títulos bursátiles respaldados por activos (ABS).

Usualmente en México, las bursatilizaciones son efectuadas con transferencia de propiedad por medio de un fideicomiso que emite bonos respaldados por los activos transferidos, los cuales pueden tener diferente precedencia de pagos, y como consecuencia un distinto riesgo asociado.

c) Una vez traspasado el activo al VPE, se procederá a la inscripción de la entidad emisora al Registro Nacional de Valores de acuerdo con el artículo 85 de la Ley del Mercado de Valores.

Todas las entidades emisoras que pretendan conseguir su inscripción en el Registro Nacional de Valores (RNV) y la autorización de su oferta pública por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, deben de cumplir dos requisitos, los cuales son:

1. Integrar a la Solicitud de Inscripción correspondiente la siguiente documentación:

- Prospecto de Colocación. Esto es un prospecto sobre la situación financiera, administrativa, legal y contable de la entidad emisora de que se trate, así como los valores que son objeto de la oferta pública. Este prospecto deberá contener información relevante sobre aspectos importantes que lleven a los inversionistas a una toma de decisiones apropiada. Esta información consiste en los estados financieros, los cuales deben ser dictaminados por un auditor de carácter externo e independiente, además de otros que fije la CNBV.
- Opinión legal independiente. Esta opinión será acerca de la existencia legal de la entidad emisora, la autenticidad los acuerdos de la Asamblea General de Accionistas o del Consejo de Administración con relación a la emisión y a la oferta pública de los valores motivo de la inscripción, y también será acerca de las facultades de las personas que suscriban dichos valores, así como su validez. Lo anterior deberá estar fundamentado en la legislación aplicable y los estatutos sociales vigentes de la entidad emisora.
- Dictamen. En los instrumentos de deuda, como es el caso de la bursatilización de activos, se requiere un dictamen acerca de la calidad crediticia de la emisión, gestionado por alguna empresa calificadora de valores. Y por último,
- Opinión favorable de la Bolsa de Valores. Esta debe ser respecto de la inscripción en la lista de valores de la Bolsa. Cuando se trate de acciones, esta opinión deberá hacer mención a la forma en que se integrará el Consejo de Administración, previendo la participación de consejos independientes.

2. Presentar información adicional que la CNBV requiera.

d) Cumplidos los requisitos para poder emitir los valores, el Fideicomiso (VPE) coloca, a través de alguna Casa de Bolsa, que será el intermediario, los títulos entre los inversionistas en la Bolsa de Valores para su compra-venta en el mercado primario o secundario.

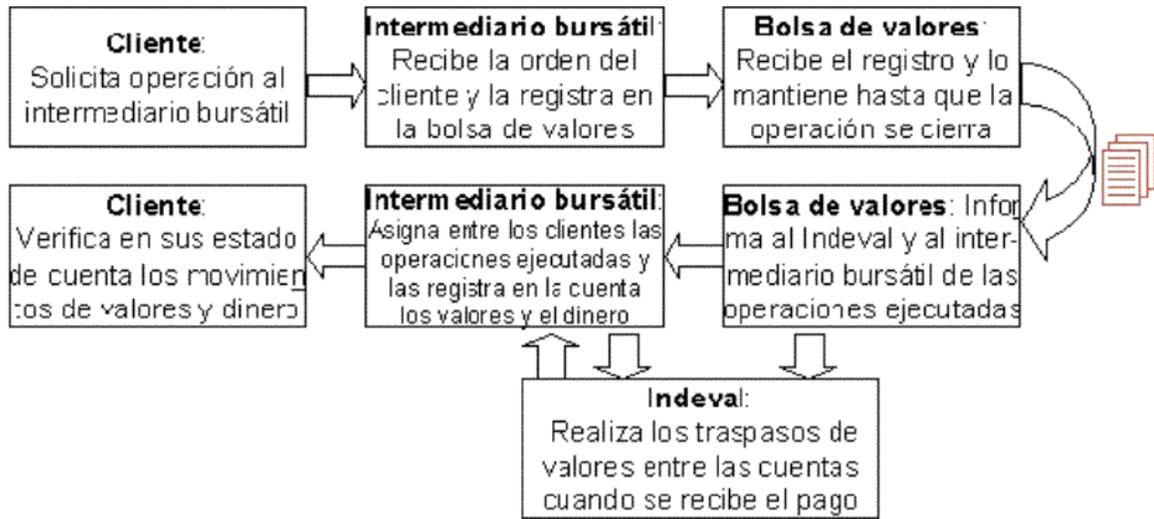
e) La emisión es calificada por una Agencia Calificadora autorizada por la SHCP a través de la CNBV. Para cualquier operación de bursatilización se requieren por lo menos 2 calificaciones crediticias.

f) El gran público inversionista adquiere los títulos emitidos en la Bolsa De Valores a través de intermediarios bursátiles, quienes a lo largo del tiempo reciben flujos de efectivo correspondientes de pagos de intereses y amortizaciones.

g) Los flujos que se generen de la emisión de los títulos, serán traspasados al Fideicomiso emisor y éste a su vez, los distribuirá al Promotor.

En resumen, la entidad poseedora del activo o activos a traspasar, que es el Promotor o Generador, transfiere el derecho a obtener los flujos que se deriven de dichos activos en el futuro, al VPE y éste emite y coloca los títulos respaldados por activos entre los inversionistas por medio de la bolsa de valores. Los fondos percibidos se remiten al Generador en forma de pago por concepto de los derechos cedidos.

**Figura 5. Diagrama del proceso de una bursatilización**



Fuente: CONDUSEF

## 2.6 Las calificadoras en la bursatilización

Durante la emisión de certificados bursátiles o cualquier título bursátil, existen riesgos que deben de tomar en cuenta los emisores así como los inversionistas. Estos riesgos están relacionados con la probabilidad de que los flujos esperados no se generen en forma oportuna y en las condiciones pactadas al inicio de la emisión.

En orden para poder minimizar el riesgo en las emisiones, una de las herramientas que se utiliza es la evaluación del activo que se compra y vende. Este mecanismo se basa en analizar el futuro comportamiento de los ingresos que debe generar el activo a bursatilizar. Es de suma importancia en este punto tener la certeza de que dichos ingresos seguirán fluyendo de forma constante y regular en el futuro para así conocer la capacidad de la entidad emisora.

Esta capacidad, así como la evaluación se conocen por medio de las sociedades calificadoras de riesgo que operan en México.

Las empresas calificadoras de valores son instituciones privadas que están debidamente autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria de Valores (CNBV), cuyo propósito es elaborar un dictamen acerca de la calificación crediticia de todas aquellas empresas que pretendan colocar valores a través de oferta pública. Las más reconocidas en México son Standard & Poor's, Fitch y Moody's.

Todas las emisiones de instrumentos de deuda, desde su inicio, necesitan ser evaluadas por una o varias empresas dedicadas a calificación de valores. Lo que se pretende es que estos instrumentos o títulos de deuda sean aceptados en mercado al ser evaluados de manera similar a los bonos tradicionales, y con esto los inversionistas puedan tener acceso a dichos instrumentos; mientras más alta sea la calificación asignada a la emisión, mayor será la certeza de que se cumplirá el servicio a la deuda en los términos y plazos acordados inicialmente.

Las sociedades calificadoras proporcionan su opinión acerca del riesgo de diversos instrumentos de deuda; con esto disminuyen la falta de información y mejoran la eficiencia y transparencia de las operaciones bursátiles, lo que resulta sumamente importante para los inversionistas cuando se encuentran en situaciones donde se enfrentan a los altos costos de evaluación y análisis del riesgo y la estructura de un instrumento de deuda.

Las calificadoras por lo general, además de evaluar el riesgo crediticio, participan directamente en la estructuración de la operación de emisiones de instrumentos de deuda fijando las condiciones que se requieren para otorgar cierta calificación; también evalúa a terceras partes implicadas en la operación, interactúa con los inversionistas interesados y da seguimiento al desempeño del instrumento en el

futuro. La calificación otorgada a un instrumento de este tipo se basa en la calidad de la garantía externa o el riesgo del activo que respalda la emisión.

En el caso específico de la bursatilización de activos la calificación que se asigna va en base a la capacidad que tiene el activo a bursatilizar que respalda a la emisión de generar los recursos necesarios para poder cumplir con la obligación adquirida. La calificación otorgada también plasma las características y la solidez de la estructura de la operación, así como opiniones de terceras partes y riesgos legales.

En el proceso de evaluación se puede hacer uso de herramientas de mejora, llamados *enhancements*, para asegurar que los títulos emitidos obtengan una calificación determinada. Durante el proceso de mejora, la calificadora colabora con el estructurador de la operación con la finalidad de crear la forma más eficiente de alcanzar el nivel de mejora crediticia requerido para obtener la calificación deseada.

Las herramientas de mejora pueden ser internas o externas; en las internas se encuentran algunas como:

- La subordinación de series o tramos. Cada emisión está dividida en diferentes tramos o series (*tranches*), cada una con características de riesgo y rendimiento distinto. Los tramos subordinados asimilarán la mayor cantidad de riesgo y esto permite a los tramos denominados *senior* obtengan una calificación más alta.
- Establecimiento de reservas. Con esto se garantiza un servicio continuo a la deuda sin interrupciones ante sucesos imprevistos y de corto plazo.
- Sobre-colateralización. Esto significa que el valor del activo que está garantizando la emisión sobrepasa el valor nominal de los títulos en un porcentaje.

Las herramientas de carácter externo más comunes son:

- Cartas de crédito de diversas instituciones financieras
- Garantías de terceras partes.
- Participación de instituciones de seguros de alta calidad crediticia para garantizar que el pago de capital e intereses se efectúe conforme a lo previsto.

## **2.7 Cómo acceder a la compra de instrumentos de deuda**

Para poder adquirir instrumentos de deuda (bonos, certificados bursátiles, etc.) se debe acudir a los intermediarios bursátiles, que son las casas de bolsa e Instituciones autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Los intermediarios ofertan los certificados a sus clientes y demás inversionistas mediante su fuerza de ventas en el país.

Los posibles compradores pueden ser personas físicas o morales de nacionalidad mexicana incluyendo instituciones de crédito, casas de bolsa, instituciones y sociedades mutualistas de seguros, instituciones de fianzas, sociedades de inversión, fondos de pensiones, jubilaciones y primas de antigüedad, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje y uniones de crédito, conforme a la legislación que las rige.

Los primeros compradores adquieren los bonos o certificados al momento de su emisión en el mercado primario a su determinado plazo y tasa de interés y los rendimientos son cobrados según lo estipulado.

Los bonos o certificados adquiridos pueden ser revendidos a otros inversionistas interesados antes de su vencimiento a través del mercado secundario.

## **Consideraciones Generales**

La bursatilización se ha definido como la emisión de valores cuyos flujos están respaldados por un grupo de activos que son acoplados; estos activos pueden ser créditos hipotecarios, convirtiéndose en *Mortgage-backed securities* (MBS); si los activos no son hipotecarios, esta bursatilización es de tipo *Asset-backed Securities* (ABS).

El mercado de MBS, desde la crisis financiera de 1987 en Estados Unidos, ha crecido de manera importante y hoy en día es uno de los mercados de deuda más importantes en las distintas Bolsas de Valores del mundo.

La bursatilización de tipo MBS sirve como modelo de la bursatilización ABS ya que los MBS satisfacen de mejor manera los requisitos de liquidez, mientras que los ABS, debido a la complejidad que poseen algunos de los activos para poder ser estandarizados, cuentan con una mayor dificultad para cumplir las condiciones de liquidez.

Las emisiones respaldadas por activos (ABS), por lo general adquieren la modalidad de ser colocaciones públicas y marginalmente privadas. Esto indica que las emisiones ABS aportan una mayor eficiencia en el mercado y a una mejor asignación de recursos.

### **2.8 Legislación mexicana para la bursatilización**

#### **Ley del mercado de valores**

Esta ley, vigente desde el 28 de junio del 2006, es la principal disposición en lo relacionado a la Bolsa Mexicana de Valores y es la encargada de regular, de acuerdo a sus términos, la oferta pública de valores y su intermediación dentro del

mercado de valores, las actividades de las personas involucradas en la labor de intermediación; también regula el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y a las autoridades y servicios relacionados con el mercado de valores.

El objetivo principal de esta ley es que las autoridades competentes en materia del mercado de valores se encarguen de procurar el desarrollo equilibrado del mercado y fomentar la sana competencia del mismo.

Dentro de esta disposición se encuentra el reglamento para la inscripción y oferta de valores en el artículo 14 y define el certificado bursátil.

### **Ley general de títulos y operaciones de crédito**

Esta ley define y plantea los lineamientos en el proceso de emisión, expedición, aval o aceptación y demás aceptaciones de los títulos de crédito.

En materia de la bursatilización de activos, esta ley define a la figura del fideicomiso y esboza los lineamientos a seguir para su constitución.

### **Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores**

En lo que al proceso de bursatilización de activos corresponde, esta ley tiene por objeto supervisar y regular a las entidades financieras involucradas en dicho proceso, con el fin de procurar la estabilidad y su correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el desarrollo sano y equilibrado del sistema financiero en su conjunto, protegiendo los intereses del público inversionista.

## **Ley de concursos mercantiles**

Esta ley de tipo mercantil es la encargada de regular todos los procesos de quiebra y suspensión de pagos en caso de que algún fideicomiso caiga en estos aspectos.

## **Constitución política de los Estados Unidos Mexicanos**

### Artículo 117 Fracción VIII

“Los Estados no pueden, en ningún caso:

VIII. Contraer directa o indirectamente obligaciones o empréstitos con gobiernos de otras naciones, con sociedades o particulares extranjeros, o cuando deban pagarse en moneda extranjera o fuera del territorio nacional. (Reformado mediante decreto publicado en el diario oficial de la federación el 21 de abril de 1981)

Los estados y los municipios no podrán contraer obligaciones o empréstitos sino cuando se destinen a inversiones públicas productivas, inclusive los que contraigan organismos descentralizados y empresas públicas, conforme a las bases que establezcan las legislaturas en una ley y por los conceptos y hasta por los montos que las mismas fijen anualmente en los respectivos presupuestos. Los ejecutivos informaran de su ejercicio al rendir la cuenta pública. (Reformado mediante decreto publicado en el diario oficial de la federación el 21 de abril 1981. Modificado por la reimpresión de la constitución, publicada en el diario oficial de la federación el 6 de octubre de 1986)”<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Artículo 117, Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, *Diario Oficial de la Federación*, México, Febrero 5, 1921, [www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/1.pdf](http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/1.pdf)

## **CAPÍTULO III**

### **RESULTADOS**

#### **3.1 Legislación aplicable a la bursatilización del 20% de los Ingresos Municipales del Impuesto Sobre Tenencia y Uso de Vehículos en el Estado de Veracruz**

Para el caso de la Bursatilización efectuada por el Gobierno del Estado de Veracruz, hay disposiciones que abordan el tema; en lo que respecta a los financiamientos para los Municipios, el Código Hacendario Municipal del Estado de Veracruz establece las condiciones para la deuda pública en materia de financiamientos. Para lo relacionado con la distribución de los ingresos en los Municipios, la Ley 44 de Coordinación Fiscal para el Estado de Veracruz rige los lineamientos para su aplicación

## **Código Hacendario**

Libro Quinto. De la Deuda Pública.

### Capítulo I. Disposiciones Generales

Artículo 399.-El presente Libro tiene por objeto regular la planeación, contratación, ejercicio, control y vigilancia de la deuda pública del Municipio y de sus entidades.

Las operaciones de financiamiento serán pagaderas en moneda y territorio nacionales, en cumplimiento de los requisitos que en materia federal y estatal existan sobre el particular.

Las operaciones de financiamiento que se otorguen con garantía del Estado, se regirán por el Código Financiero para el Estado de Veracruz-Llave.

“Artículo 400.-La deuda pública municipal, para efectos de este ordenamiento, está constituida por las obligaciones de pasivo, directas o contingentes, derivadas de financiamientos y a cargo del patrimonio de:

I. El Municipio;

II. Los organismos descentralizados;

III. Las empresas de participación municipal mayoritaria; y

IV. Los fideicomisos en los que el fideicomitente sea el Municipio o alguna de las entidades mencionadas en las fracciones II y III de este artículo.

Artículo 401.-Para los efectos de este ordenamiento, se entiende por financiamiento la contratación de créditos, empréstitos o préstamos derivados de:

I. La suscripción o emisión de títulos de crédito o cualquier otro documento pagadero a plazo;

II. La adquisición de bienes, así como la contratación de obras o servicios cuyo pago se pacte en plazos que excedan de un ejercicio presupuestal;

III. Los pasivos contingentes relacionados con los actos mencionados; y

IV. La celebración de actos jurídicos análogos a los anteriores.

El Congreso sólo autorizará la contratación de operaciones de financiamiento, directas o contingentes, cuando se trate de inversiones públicas productivas.

Artículo 402.-Las operaciones de endeudamiento que, previo cumplimiento de los requisitos detallados por este Código, asuma el Municipio, por sí o por sus entidades, se destinarán a inversiones públicas productivas, entendiéndose como tales, aquellas creadas para la ejecución de obras, adquisición o manufactura de bienes y prestación de servicios, que produzcan directa o indirectamente un incremento en los ingresos del Municipio, o tengan una clara repercusión en beneficio de la sociedad y de la economía local.

Artículo 403.-Cuando las condiciones financieras del Ayuntamiento así lo hagan necesario, previo acuerdo del Cabildo, y cumpliendo con las disposiciones de la ley, se podrán contraer nuevas obligaciones, para la reestructuración de los créditos ya adquiridos.

Artículo 404.-La Tesorería es la dependencia del Ayuntamiento encargada de la aplicación de las normas en materia de deuda pública y de expedir las disposiciones necesarias para su debido cumplimiento.

Quienes contraten financiamientos en representación de los sujetos a que se refiere el artículo 400 de este Código, serán responsables del estricto cumplimiento de este ordenamiento, de sus disposiciones reglamentarias y de las demás leyes aplicables, así como de las directrices de contratación que expida la Tesorería.

Artículo 405.-La deuda pública que contrate el Municipio será ordinaria y extraordinaria.

La deuda pública ordinaria se contratará y ejercerá con base en el programa anual de financiamiento que anualmente apruebe el Congreso, mientras que la deuda pública extraordinaria la autorizará éste, para la contratación de financiamientos que se destinen a la atención de necesidades urgentes de liquidez, a enfrentar situaciones imprevisibles de la economía nacional, estatal y municipal y a sufragar las erogaciones que debieran efectuarse en virtud de algún acontecimiento futuro e incierto que altere la planeación financiera del Municipio y que no pudiera preverse en el programa anual de financiamiento.

Las entidades públicas a que se refieren las fracciones II a IV del artículo 400, contratarán su deuda pública, con base en las autorizaciones específicas del Congreso.

(Adicionado, G.O. 13 De Marzo de 2008)

También se considera deuda extraordinaria la que autorice el H. Congreso del Estado, mediante decretos posteriores al inicio del ejercicio para la contratación de financiamientos que se destinen a inversiones públicas productivas.

## **Ley 44 de Coordinación Fiscal para el Estado y los Municipios de Veracruz de Ignacio De La Llave**

Esta Ley establece y regula el Sistema Estatal de Coordinación Fiscal; y tiene por objeto:

- I. Establecer y regular los fondos para la distribución de las participaciones federales a los municipios;
- II. Establecer las reglas para la distribución de otros ingresos federales o estatales que se les transfieran a los municipios;
- III. Normar la aplicación por los municipios de las aportaciones federales que les correspondan;
- IV. Establecer las bases para la celebración- de convenios de colaboración administrativa en materia fiscal entre estado y municipios, y
- V. Regular los procedimientos que permitan cubrir oportunamente las obligaciones de deuda a cargo de los municipios, en que se hubieren otorgado participaciones federales en garantía.

Esta ley local se encarga de fijar y regular todos los lineamientos relacionados con la coordinación fiscal entre el estado y los municipios en Veracruz. Mediante esta disposición se establecen las bases para la distribución y aplicación de las participaciones, así como otros ingresos estatales.

### **3.2 Diagnóstico de la bursatilización del 20% de los Ingresos Municipales del Impuesto Sobre Tenencia y Uso de Vehículos en el Estado de Veracruz.**

Como consecuencia de la crisis financiera que se ha vivido en el mundo a través de los últimos tiempos, diversos países han optado por implementar innovaciones financieras. Una de estas innovaciones que se han venido desarrollando en tiempos recientes dentro del sector público ha sido la bursatilización de activos.

En México, la incertidumbre económica desatada por la crisis de 1995 retrasó la adopción de nuevos esquemas financieros, sin embargo desde el año 2000 se han hecho esfuerzos por establecer condiciones adecuadas para llevar a cabo una innovación financiera. En primer lugar se pretendió alcanzar una estabilidad a nivel macroeconómico para darles seguridad a los inversionistas; en segundo lugar, crear un mercado de deuda gubernamental que partiera como referencia para los demás participantes en el mercado.

Implementadas estas medidas, el sector financiero mexicano ha podido llevar a cabo nuevos productos financieros; esto ha llevado a que uno de los esquemas novedosos con mayor auge en el país en la última década sea la bursatilización, que ha sido implementada en varios gobiernos locales.

En el caso del Estado de Veracruz, los municipios son el nivel de gobierno que requiere mayores requerimientos de obra pública por parte de los ciudadanos, sin embargo las haciendas municipales no son capaces de captar los recursos suficientes para satisfacer las demandas de la ciudadanía, lo que genera que el rezago en el desarrollo de obras públicas persista; esta situación ha empeorado debido a que las administraciones municipales utilizan grandes proporciones de su presupuesto para costear el gasto corriente del gobierno.

Es por eso que el Gobierno del Estado de Veracruz decidió apoyar a los municipios del Estado con la finalidad de que estos pudieran tener acceso a recursos financieros que le permitieran desarrollar proyectos de infraestructura, obras públicas, así como adquirir equipamiento adecuado en materia de seguridad pública, o bien para reestructurar su deuda.

Para generar los recursos financieros mencionados, el Gobierno del Estado, a través de la Secretaría de Finanzas y Planeación (SEFIPLAN), planteó un programa de emisión de certificados bursátiles respaldados por el 20% de los ingresos municipales del Impuesto Sobre Tenencia y Uso de Vehículos (ISTUV) por el que se esperaba recibir un monto de hasta \$1,500 millones de pesos; dicho programa fue propuesto a todos los municipios con el fin de que los que estuvieran interesados en participar se adhirieran al mismo.

El Gobernador del Estado, el Lic. Fidel Herrera Beltrán, a través del titular de la SEFIPLAN en ese entonces, Javier Duarte de Ochoa, destacó los grandes beneficios que traería el esquema de bursatilización para todos los veracruzanos de los Municipios que decidieran adherirse al programa ya que se podrían realizar infinidad de obras de impacto e interés social.

Erick Lagos Hernández, diputado local de Veracruz encargado de la comisión de Hacienda señaló que se contaba con la experiencia satisfactoria de la bursatilización que se llevó a cabo en el 2006, del 80% de los ingresos del ISTUV del Estado, la cual permitió liberar las deudas contraídas por la administración anterior y a la vez se utilizó para diversas inversiones en infraestructura en todo el Estado.

La comisión de Hacienda del Congreso advertía que con la bursatilización del 20% restante del ISTUV correspondiente a los municipios, los alcaldes tendrían finanzas públicas sanas, lograrían un fuerte crecimiento económico y podrían

realizar infraestructura en diversas obras que generarían empleos, entre otros muchos beneficios que esto conllevaría.

Lo que el gobierno del Estado logró con todo esto fue elaborar un programa para apoyar a los municipios del Estado, ya que éstos no contaban con la liquidez para construir obras públicas para los ciudadanos, es por eso que optaron por esta opción, debido a la reducción del costo de financiamiento que significa este tipo de esquema bursátil en comparación con otros tipos de financiamientos tradicionales.

Por lo que el gobierno del Estado de Veracruz decidió llevar a cabo la constitución de un fideicomiso bursátil del 20% de los ingresos del ISTUV, sujeto a aprobación del congreso local, el cual lo autorizó mediante el decreto número 255 de fecha 9 de junio de 2008: Decreto número 255 que autoriza la constitución de un fideicomiso bursátil y la afectación al mismo de los ingresos municipales del impuesto sobre tenencia o uso de vehículos.

Dicho decreto establecía la estructuración de un fideicomiso bursátil, en la cual el Estado de Veracruz, por medio de la SEFIPLAN, fungiría como Fideicomitente Estatal; y los municipios que decidieran unirse al programa serían los Fideicomitentes Municipales, representados a nombre de todos los municipios participantes por los municipios de Coatzacoalcos, Córdoba, Minatitlán, Orizaba, Poza Rica de Hidalgo, Tuxpan, Veracruz y Xalapa.

### **3.3 Diagnostico de las Calificadoras de la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del ISTUV del Estado de Veracruz.**

Para todas las emisiones en la bolsa de valores, la CNBV pide que se cuente con por lo menos 2 calificaciones de Agencias Calificadoras de Valores autorizadas por la SHCP. Para el caso de la emisión de certificados bursátiles respaldados por los ingresos del 20% municipal del ISTUV del Fideicomiso F-998 del gobierno del

Estado de Veracruz, Las agencias HR Ratings y Fitch Ratings México evaluaron la operación de la siguiente manera:

### **HR Ratings**

HR Ratings de México, S.A. de C.V., es una calificadora de valores con profundo conocimiento del mercado financiero mexicano; su equipo de trabajo se localiza en la Ciudad de México y en Monterrey; esta calificadora cuenta con amplia experiencia en asesoría a inversionistas institucionales acerca de la calidad crediticia de los valores emitidos en México.

La escala que maneja HR Ratings de México para la calificación de las emisiones a mediano y largo plazo es la siguiente:

**HR AAA:** El emisor o emisión con esta calificación se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantienen mínimo riesgo crediticio.

**HR AA:** El emisor o emisión con esta calificación se considera con alta calidad crediticia, y ofrecen gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen muy bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos.

**HR A:** El emisor o emisión con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen bajo riesgo crediticio ante escenarios económicos adversos.

**HR BBB:** El emisor o emisión con esta calificación ofrece moderada seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen moderado riesgo

crediticio, con debilidad en la capacidad de pago ante cambios económicos adversos.

**HR BB:** El emisor o emisión con esta calificación ofrece insuficiente seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen alto riesgo crediticio

**HR B:** El emisor o emisión con esta calificación ofrece baja seguridad para el pago oportuno de obligaciones y mantienen un alto riesgo crediticio. Son susceptibles a caer en default.

**HR C:** El emisor o emisión con esta calificación ofrece alta probabilidad de caer en default en el pago de las obligaciones de deuda.

**HR D:** El emisor o emisión con esta calificación tiene la más baja calificación crediticia. Ya sea que se encuentren en default o es altamente probable que caigan en incumplimiento de pago de las obligaciones de deuda en el corto plazo.

Esta escala muestra los grados de evaluación que la calificadora asigna de acuerdo al análisis realizado de cada emisión, tomando en cuenta diversos factores que investigan los expertos de esta empresa; estas calificaciones sirven de ayuda para los inversionistas interesados en invertir en instrumentos financieros como es el caso de los certificados bursátiles VRZCB 08U y VRZCB 08 emitidos por el gobierno del Estado de Veracruz.

El 16 de diciembre de 2008 HR Ratings asignó la calificación de HR AA+ a las emisiones de certificados bursátiles del fideicomiso F-998 con claves VRZCB 08 y VRZCB 08U, ya mencionadas con anterioridad, cuya fuente de ingresos es el ISTUV, correspondiente a los 199 municipios del Estado de Veracruz que participaron en el programa.

Tomando en cuenta las escalas que maneja esta agencia, esta calificación asignada significa que el emisor, en este caso el fideicomiso del gobierno de Estado de Veracruz, cuenta con una alta calidad crediticia y ofrece gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda, basada en la fortaleza financiera que presentó la estructura y la capacidad del fideicomiso para afrontar un escenario económico de riesgo.

Esto quiere decir que el emisor, que es el fideicomiso, tiene alta certeza de pago debido a que cuenta con la capacidad para afrontar adversidades económicas como pueden ser crisis financieras o cualquier otra contingencia que se presente en el Estado o a nivel o nacional que pueda significar un riesgo en el pago de la deuda.

Para asignar dicha calificación, HR Ratings realizó un análisis de riesgos en donde se evaluaron los flujos de la estructura bajo un panorama de alto riesgo; en este análisis se tomaron en consideración variables como la inflación, crecimiento real de ingresos y tasas de interés; dichas variables fueron sometidas a un proceso de estrés para generar condiciones adversas de mercado.

Para lo anterior, la agencia puso la emisión en un escenario simulado modificando las variables mencionadas como la tasa de inflación, el crecimiento económico y las tasas de intereses en el país, con el fin de crear un escenario adverso para evaluar cómo reaccionaría el emisor y en qué grado se afectaría su capacidad de pago.

Una de las bases del análisis que efectuó la agencia calificadora es la evaluación de las garantías del Fideicomiso en caso de una reducción del ingreso que respalda la deuda, esto significa la garantía que tendría el emisor en caso de que los ingresos recaudados por el ISTUV fueran menores a los estimados.

Los principales riesgos para la estructura, que HR Ratings encontró en el análisis, se centran en factores legales y políticos; el riesgo político proviene de posibles modificaciones en el régimen fiscal vigente y destaca que el ISTUV es un impuesto federal que es administrado por cada Estado como parte del Sistema de Coordinación Fiscal y dejará de existir a partir del 1 de enero de 2012. El riesgo legal que prevalece es que en caso de que el IESTUV se extinga, la continuidad de los ingresos se mantendrá mediante las participaciones federales municipales, es por eso que se busca mantener el acuerdo de coordinación fiscal del 2012 en adelante.

### **Fitch Ratings**

Fitch México, S.A. de C.V., es una empresa que presta servicios de calificación financiera de diversos tipos; esta empresa fue fundada en México en junio de 1992 y es subsidiaria de Fitch Ratings Ltd., originaria del Reino Unido.

Fitch México solo emite calificaciones a través de su escala doméstica, donde el nivel AAA corresponde al mejor riesgo del país; cuando se trata de calificaciones de carácter global, sus analistas se integran a los equipos de analistas de Fitch Ratings a nivel internacional, que es quien otorga las calificaciones de esas escalas, donde ya entran otras consideraciones como riesgo soberano, convertibilidad, transferencia de divisas, etc.

Lo que se interpreta que Fitch México solo emite calificaciones para operaciones efectuadas en el país, como es el caso de la emisión de certificados bursátiles del gobierno del Estado de Veracruz. Fitch México maneja las siguientes escalas de calificación para las emisiones a largo plazo realizadas en el país:

**AAA (mex) La más alta calidad crediticia.** Representa la máxima calificación asignada por Fitch México en su escala de calificaciones domésticas. Esta

calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno federal.

**AA (mex) Muy alta calidad crediticia.** Implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

**A (mex) Alta calidad crediticia.** Corresponde a una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pudieran afectar la capacidad de pago oportuno de sus compromisos financieros, en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**BBB (mex) Adecuada calidad crediticia.** Agrupa emisores o emisiones con una adecuada calidad crediticia respecto de otros del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago oportuno que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**BB (mex) Especulativa.** Representa una calidad crediticia relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago oportuno es más vulnerable a cambios económicos adversos.

**B (mex) Altamente especulativa.** Implica una calidad crediticia significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y

la capacidad de continuar con el pago oportuno depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

**CCC (mex), CC (mex), C (mex) Alto riesgo de incumplimiento.** Estas categorías agrupan riesgos crediticios muy vulnerables respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Su capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

**D (mex) Incumplimiento.** Se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento.

**E (mex) Calificación suspendida.** Obligaciones que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presenten información adecuada.

Las escalas que Fitch asigna para cada emisión efectuada en México, destacan que desde las calificaciones AA a B, éstas pueden ser diferenciadas por un signo de más (+) o de menos (-) para distinguir su posición dentro de cada nivel.

En el caso de la emisión de los certificados VRZCB 08 Y VRZCB 08U, colocadas por 199 municipios del Estado de Veracruz (Fideicomitentes Municipales) a través del Fideicomiso Emisor F/998, respaldadas con los ingresos del ISTUV, el 16 de diciembre de 2008 Fitch Ratings otorgo la calificación inicial de “AA- (mex)”. Sin embargo en octubre Fitch Ratings bajó a ‘A+(mex)’ desde ‘AA-(mex)’ las calificaciones correspondientes a las emisiones.

De acuerdo a las escalas de calificación de Fitch, la emisión contaba con una muy alta calidad crediticia, no obstante debido a la modificación hecha en octubre de 2009, ahora dicha emisión cuenta con una alta calidad crediticia. Esta modificación

de la calificación se debió al ajuste a la baja en la calidad crediticia del Estado de Veracruz a 'BBB+(mex)'.

De conformidad con el fideicomiso emisor, con el propósito de que un eventual incumplimiento de alguno de los fideicomitentes municipales no afecte a los demás fideicomitentes, y de hacer operante el esquema financiero establecido en los documentos de emisión, el Estado de Veracruz asume obligaciones subsidiarias respecto de los fideicomitentes municipales en cualquier caso en el que el incumplimiento de alguno de éstos tenga como consecuencia: (i) que los ingresos fideicomitados, correspondiente a ese fideicomitente municipal, dejen de estar afectos o de ingresar al patrimonio del fideicomiso; (ii) que se vean afectados los derechos establecidos en los documentos de emisión a favor de los inversionistas; o (iii) que el fideicomiso se declare nulo; el Estado aportará al fideicomiso, dentro de los 5 días hábiles siguientes en que le sea comunicada la notificación por incumplimiento, los recursos equivalentes a las aportaciones correspondientes al fideicomitente municipal que haya incumplido.

Lo anterior significa que el Estado de Veracruz, que funge como fideicomitente estatal, está obligado a cubrir el eventual incumplimiento de algún municipio, de tal manera que este incumplimiento no afecte a los demás municipios, esto con la finalidad de que la operación no pierda garantía y que los pagos se sigan cubriendo de forma regular.

### **Fundamentos de la calificación**

Los factores que Fitch tomó en cuenta para asignar la calificación a la emisión fueron:

- La calidad crediticia del Estado de Veracruz [BBB+(mex)] al constituirse como deudor subsidiario ante determinados eventos que se describen en el Fideicomiso Emisor.
- Afectación irrevocable previamente a la realización de las emisiones de un porcentaje del fondo general de participaciones correspondiente a los fideicomitentes municipales, recursos que se utilizarían en caso de el ISTUV no sea sustituido por un impuesto local.
- Fortaleza jurídico-financiera del Fideicomiso Emisor.
- Adecuados márgenes de seguridad (coberturas) del servicio de certificados (intereses y capital) ante proyecciones de escenarios adversos.
- El fondo de reserva para la emisión que tendrá como saldo objetivo el 100% (cien por ciento) de los recursos equivalentes a 1 año del servicio de la deuda (intereses y capital). Esta reserva se constituyó al inicio con los recursos de la emisión.
- El seguimiento y cumplimiento de determinados eventos, que de no darse, activarían diversas acciones que protegen a los inversionistas, como la retención de flujos remanentes al Estado. Uno de los principales, es mantener una cobertura promedio anual del servicio de la deuda (intereses y capital) con respecto a los ingresos afectados superior a 1.4x.
- Cobertura de tasa de interés para la emisión en pesos, por un plazo inicial de cinco años, renovable al aniversario, la cual disminuye la exposición a riesgos de mercado.

Esto indica que para asignar la calificación, Fitch estudió estos aspectos, tales como la calificación crediticia del Estado de Veracruz otorgada por esta misma agencia, que es el punto de partida para hacer el análisis; de igual manera consideraron la fortaleza jurídica del fideicomiso y la cobertura de pago en caso de presentarse contingencias que puedan significar un riesgo en el cumplimiento del pago, así como también tomó en cuenta el seguimiento que el emisor le debe de

dar al cumplimiento de la deuda manteniendo la cobertura anual del servicio de la deuda en relación con los ingresos.

La principal limitante que encontró Fitch en su diagnóstico de la emisión es la calidad crediticia de los fideicomitentes municipales, lo cual es mitigado significativamente por la responsabilidad subsidiaria del Estado de Veracruz. Adicionalmente, es importante comentar que cada fideicomitente municipal responderá frente al fideicomiso emisor de las obligaciones derivadas del mismo, en proporción directa al porcentaje que reciba el municipio de los recursos netos del fideicomiso respecto a los demás municipios participantes, es decir no existe solidaridad entre los fideicomitentes municipales. Finalmente, cabe señalar que los fideicomitentes municipales aplicarán los recursos de la emisión en obras públicas productivas que determinen cada uno de ellos.

Lo anterior significa que la mayor limitante que analizó en la emisión es que la calidad crediticia con la que cuentan los Municipios no es la mejor, sin embargo esto se compensa debido a la que el Estado de Veracruz responde por estas limitantes.

Dentro de los riesgos que mencionan las agencias calificadoras, las dos coinciden en el aspecto de la afectación en el pago en caso de la extinción del ISTUV. Para eso se cita el artículo 4 del Decreto 255 que a la letra dice:

**“ARTÍCULO CUARTO.** Cuando por cualquier motivo el Estado deje de tener el derecho a recaudar el Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos y, en todo caso cuando este gravamen deje de tener vigencia, este H. Congreso deberá sustituir dicho impuesto por otro similar de carácter local, en términos de lo dispuesto por la Ley de Coordinación Fiscal y demás normatividad aplicable, y participar del mismo a los Municipios en la misma proporción en la que actualmente se les participa del impuesto federal mencionado.

En este supuesto, los ingresos que de tal contribución local correspondan a los Municipios citados en este Decreto quedarán afectos automáticamente al fideicomiso bursátil referido, en los mismos términos previstos para el caso del Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos.

En defecto de lo anterior, quedarán afectos los ingresos que por ley sea posible afectar, proveniente de la coordinación fiscal con el Gobierno Federal, que correspondan a los Municipios participantes del fideicomiso, en el porcentaje que se determine conforme al contrato de fideicomiso bursátil que se celebre, también en los mismos términos previstos para el caso del Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos.

Así mismo, podrán establecerse obligaciones sustitutas del Estado, respecto de las contraídas por los Municipios, a fin de hacer operantes las autorizaciones concedidas en el presente Decreto y el esquema de financiamiento autorizado”<sup>14</sup>.

Básicamente lo que menciona el decreto es que en caso de que se deje de recaudar el ISTUV, el Estado deberá sustituir dicho impuesto por otro local de las mismas características de manera que no se afecte la fuente pago; también menciona que se puede sustituir el ISTUV con otros ingresos que le correspondan a los municipios provenientes de la Federación, como es el caso del Fondo General de Participaciones Ramo 28.

---

<sup>14</sup> Artículo 4, Decreto que autoriza la constitución de un fideicomiso bursátil y la afectación al mismo de los ingresos municipales del impuesto sobre tenencia o uso de vehículos, *Gaceta Oficial del Estado de Veracruz*, México, 10 de Junio de 2008, decreto número 255, [http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad\\_Linea/decretos/261\\_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20\(URA%2026-09-08\).pdf](http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad_Linea/decretos/261_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20(URA%2026-09-08).pdf)

### **3.4 Proceso de la Bursatilización del 20% de los ingresos municipales del Impuesto Sobre Tenencia y Uso de Vehículos (ISTUV) del Estado de Veracruz.**

Toda operación en el mercado bursátil requiere de un proceso para poderse llevar a cabo, desde que se elabora el prospecto hasta la colocación de los títulos en la bolsa de valores y la recaudación de los recursos provenientes de la misma.

El gobierno del Estado de Veracruz, mediante el fideicomiso bursátil, colocó el 18 diciembre de 2008 en la Bolsa Mexicana de Valores la emisión de certificados bursátiles fiduciarios, mismos que se destinaron al desarrollo de los 199 municipios que se adhirieron en el programa; estos certificados bursátiles correspondieron al 20% de los ingresos del ISTUV de los municipios, los cuales respaldaban esta deuda de largo plazo.

Para lograr la constitución del fideicomiso, así como la colocación de los certificados, se tuvo que llevar un proceso por el cual se tuvieron que definir los participantes en la operación, los procesos llevados a cabo en cada municipio para adherirse al programa, la autorización del decreto por parte del congreso local, hasta la emisión de los certificados en la Bolsa Mexicana de Valores.

#### **3.4.1 Participantes en la operación de bursatilización del 20% de los ingresos municipales del ISTUV del Estado de Veracruz**

**Figura 6. Personas con participación relevante durante el proceso de emisión**

<b>Participante</b>	<b>Nombre</b>	<b>Puesto</b>
Estado de Veracruz por conducto de la Secretaria de Finanzas y Planeación	Fidel Herrera Beltrán Javier Duarte De Ochoa	Gobernador del Estado Secretario de Finanzas y Planeación

<i>Fideicomitente</i>	Carlos Aguirre Morales Carlos Reyes Sánchez Ivette Orozco Lara  Copérnico Gómez Echegoyen	Tesorero Ejecutivo de Proyectos Subdirector de Registro y Control Jefe de Departamento
Corporativo en Finanzas, S.C. <i>Agente Estructurador</i>	Ángel Céspedes Martínez del Campo Ma. Del Carmen Enríquez Martínez de Velasco Paulina Ducoing Ponce	Socio  Socio  Asociado
Fitch México, S.A de C.V. <i>Agencia Calificadora</i>	Alfredo Gómez Garza  Francisco Blanco  Eduardo Hernández de la G.	Director Senior Finanzas Públicas Director Finanzas Públicas Director Asociado Finanzas Públicas
HR Ratings de México, S.A. de C.V. <i>Agencia Calificadora</i>	Alberto Ramos Aníbal Abeica Félix Boni	Director General Director General Adjunto Director General de Análisis
Chavira Armenta, Consultoría Jurídica Integral <i>Asesor Legal Externo</i>	Abel Chavira Armenta	Propietario
Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero. <i>Representante Común</i>	Ricardo Calderón Arroyo Luis Fernando Turcott Ríos	Delegado Fiduciario Delegado Fiduciario
Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria <i>Fiduciario</i>	Teodoro Raúl Mondragón Von Bertrab	Delegado Fiduciario
Value, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero <i>Intermediario Colocador</i>	Antonio García Fernández Alfonso Mejía Bual	Director de Finanzas Corporativas Gerente de Finanzas Corporativas
González De Aragón y Asociados, Contadores Públicos, S.C. <i>Auditor Externo</i>	Juan Rodríguez Flores	Socio
Personas Encargadas de	Carlos Aguirre Morales	Tesorero de la SEFIPLAN

las relaciones con los inversionistas	Carlos Reyes Sánchez Ivette Orozco Lara  Copérnico Gómez Echegoyen	Ejecutivo de Proyectos Subdirector de Registro y Control Jefe de Departamento
---------------------------------------	--	---

Fuente: datos de la SEFIPLAN

La tabla muestra las instituciones y personas participantes en la estructura operación, señalando su función en la misma a lo largo de toda la emisión, desde el inicio del programa hasta la estructuración y su colocación; estas personas fueron las encargadas de llevar a cabo la bursatilización.

### 3.4.2 Proceso Municipal

Para la integración de los Municipios al programa, cada uno de ellos aprobó su adhesión de manera individual siguiendo los pasos a continuación:

- a) Celebración de sesiones de cabildo en las cuales el ayuntamiento de cada municipio autorizó a sus representantes a celebrar el Contrato de Fideicomiso, afectando al mismo los ingresos que le corresponden del Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos conforme a la Ley Número 44 de Coordinación Fiscal para el Estado y los Municipios de Veracruz de Ignacio de la Llave, del impuesto local que sustituya a dicho impuesto y, en su caso, las participaciones federales que correspondan a cada municipio en términos de cualquier normatividad aplicable; a manera de que los ingresos referidos sirvan como fuente de pago de los certificados bursátiles fiduciarios que emitiera el fideicomiso.
- b) Así mismo, cada ayuntamiento determinó la aplicación de los recursos netos provenientes del fideicomiso a partir de la o las emisiones, que debió ser en todo caso para aplicarse en inversión pública productiva.

- c) También fueron autorizados los representantes de cada municipio para que se llegara a un acuerdo acerca de que municipios serían los representantes comunes de todos los fideicomitentes municipales, a fin de participar en el Fideicomiso como representantes de todos.
- d) En cada acuerdo de cabildo también quedó establecida la solicitud al gobernador del Estado para que, por conducto de la SEFIPLAN, afecte al Fideicomiso los ingresos provenientes del ISTUV que le corresponden a los municipios, o en su caso, del impuesto local que lo sustituyera y, en su defecto, las participaciones federales que correspondan a cada municipio. De la misma manera se entregó la iniciativa al congreso del Estado para obtener las autorizaciones correspondientes.
- e) Conforme al establecimiento de los ingresos que corresponden a los fideicomitentes municipales del ISTUV, se consiguió afectar un 94.74% del monto global a que tienen derecho la totalidad de los municipios del Estado, equivalente al porcentaje de ingresos que por ese concepto tienen los municipios participantes en el contrato del fideicomiso; de manera que no quedarán afectados los ingresos que por ese mismo concepto correspondan a los municipios del Estado que no participaran en el fideicomiso.

Mediante este proceso los municipios llevaron a cabo juntas de cabildo en las cuales el alcalde de cada entidad propuso la participación en el programa que planteó el gobierno estatal; los síndicos y regidores de cada ayuntamiento autorizaron la adhesión al programa.

En caso de aceptar participar en el fideicomiso, cada municipio determinó a que se iban a destinar los recursos obtenidos de la operación, señalando las obras productivas a realizarse con dichos fondos.

Otro de los puntos definidos en este proceso fue la designación de los municipios que fungieron como representantes comunes en el fideicomiso, los cuales fueron designados mediante un convenio realizado entre todos los municipios participantes en el programa.

También en las sesiones de cabildo, los representantes de cada municipio le solicitaron al gobierno del Estado contemplar en el programa la afectación de otros ingresos que les correspondan, como son sus participaciones federales o un impuesto local sustituto, en caso de dejarse de recaudar el ISTUV.

Al final los municipios que decidieron adherirse al programa se inscribieron al mismo, siendo éstos mencionados en el artículo primero del decreto que a la letra dice:

**“ARTÍCULO PRIMERO.** Se autoriza al Ejecutivo del Estado, por conducto de la Secretaría de Finanzas y Planeación, así como a los Municipios de Acajete, Acayucan, Actopan, Acula, Agua Dulce, Álamo Temapache, Alpatláhuac, Altotonga, Amatitlán, Amatlán de Los Reyes, Ángel R. Cabada, Apazapan, Aquila, Atoyac, Atzacan, Atzalan, Ayahualulco, Banderilla, Benito Juárez, Camarón de Tejeda, Camerino Z. Mendoza, Carlos A. Carrillo, Carrillo Puerto, Catemaco, Cazones de Herrera, Cerro Azul, Chacaltianguis, Chiconamel, Chiconquiaco, Chinampa de Gorostiza, Chocamán, Citlaltépetl, Coacoatzintla, Coahuilán, Coatepec, Coatzacoalcos, Coatzintla, Coetzala, Colipa, Córdoba, Cosamaloapan, Cosautlán de Carvajal, Coscomatepec, Cosoleacaque, Coxquihui, Coyutla, Cuichapa, Cuitláhuac, El Higo, Emiliano Zapata, Espinal, Fortín, Gutiérrez Zamora, Hidalgotitlán, Huatusco, Huayacocotla, Hueyapan de Ocampo, Ignacio de la Llave, Isla, Ixcatepec, Ixhuacán de los Reyes, Ixhuatlán de Madero, Ixmatlahuacan, Ixtaczoquitlán, Jalacingo, Jalcomulco, Jáltipan, Jamapa, Jesús Carranza, Jilotepec, José Azueta, Juan Rodríguez Clara, Juchique de Ferrer, La Antigua, La Perla, Lerdo de Tejada, Los Reyes,

Maltrata, Manlio Fabio Altamirano, Martínez de la Torre, Mecatlán, Mecayapan, Medellín, Minatitlán, Misantla, Mixtla de Altamirano, Nanchital de Lázaro Cárdenas del Río, Naolinco, Naranjal, Naranjos-Amatlán, Nautla, Nogales, Oluta, Omealca, Orizaba, Otatitlán, Oteapan, Pánuco, Papantla, Paso de Ovejas, Paso del Macho, Perote, Platón Sánchez, Playa Vicente, Poza Rica de Hidalgo, Pueblo Viejo, Puente Nacional, Rafael Delgado, Rafael Lucio, Río Blanco, San Andrés Tenejapan, San Andrés Tuxtla, San Juan Evangelista, San Rafael, Santiago Tuxtla, Sayula de Alemán, Soconusco, Soledad de Doblado, Tamalín, Tamiahua, Tampico Alto, Tantima, Tantoyuca, Tatahuicapan de Juárez, Tecolutla, Tehuipango, Tempoal, Tenampa, Tenochtitlán, Teocelo, Tepetlán, Tepetzintla, Tequila, Texhuacan, Texistepec, Tihuatlán, Tlacolulan, Tlacotalpan, Tlacotepec de Mejía, Tlalixcoyan, Tlaquilpa, Tlilapan, Tomatlán, Tonayán, Totutla, Tres Valles, Tuxpan, Tuxtilla, Úrsulo Galván, Uxpanapa, Vega de Alatorre, Veracruz, Villa Aldama, Xalapa, Yecuatla, Xico, Zacualpan, Zentla, Zongolica y Zontecomatlán, efectuar las operaciones a que este Decreto se refiere, para constituir un fideicomiso bursátil irrevocable cuyos fines principales sean la emisión y colocación de valores en el mercado bursátil mexicano hasta por el equivalente a la cantidad de \$1,500'000,000.00 (Mil quinientos millones de pesos 00/100 Moneda Nacional), así como servir de instrumento de pago de las obligaciones derivadas o relacionadas con la emisión y colocación.”<sup>15</sup>

### 3.4.3 Proceso Estatal

Una vez concluido el proceso a nivel municipal, el asunto se pasó al congreso Estatal el cual autorizó la constitución del fideicomiso de la siguiente manera:

---

<sup>15</sup> Artículo 1, Decreto que autoriza la constitución de un fideicomiso bursátil y la afectación al mismo de los ingresos municipales del impuesto sobre tenencia o uso de vehículos, *Gaceta Oficial del Estado de Veracruz*, México, 10 de Junio de 2008, decreto número 255, [http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad\\_Linea/decretos/261\\_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20\(URA%2026-09-08\).pdf](http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad_Linea/decretos/261_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20(URA%2026-09-08).pdf)

- a) El 9 de junio de 2008, el congreso del Estado aprobó el Decreto 255, autorizando al gobernador del Estado y a los fideicomitentes municipales, para: (i) celebrar el contrato de fideicomiso; (ii) afectar entre otros bienes, los ingresos Sobre el ISTUV en la proporción que corresponde a los municipios; (iii) afectar sustitutamente los ingresos del impuesto que se estableciera una vez extinta la Ley del Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos, en la misma proporción en que los fideicomitentes municipales afectan sus ingresos actuales y, en caso de no existir este impuesto, la afectación sucesiva de las participaciones federales que correspondan a los municipios del Estado; y (iv) asumir obligaciones sustitutas respecto de las contraídas por los fideicomitentes municipales.
- b) Constitución del fideicomiso irrevocable emisor de administración y pago.
- c) Antes de efectuar la primera emisión, el gobierno del Estado y los municipios participantes debieron enviar de manera conjunta con el fiduciario a la Tesorería de la Federación (TESOFE), a la Unidad de Coordinación con Entidades Federativas y a cualquier otra autoridad competente, una notificación irrevocable con el objeto de informar a estas autoridades en la fecha en la que se realizó dicha notificación, que los fideicomitentes municipales han cedido y afectado irrevocablemente al fideicomiso el derecho sobre un porcentaje de las participaciones
- d) Por último se hizo la celebración de mandatos irrevocables con instituciones autorizadas a fin de que la recaudación del ISTUV en el Estado de Veracruz se llevara a cabo exclusivamente a través de éstos, evitando que los contribuyentes de dicho impuesto realicen su pago en las oficinas de Hacienda.

De lo anterior se desprende que una vez efectuado el proceso individual de cada municipio, el asunto fue turnado al congreso local para su autorización; en esta

instancia los diputados locales aprobaron el decreto por medio de votación dándole efecto el día 10 junio de 2008.

Dentro de las acciones en esta etapa del proceso, el gobierno del Estado y los municipios efectuaron mandatos con diversas instituciones bancarias a fin de que los contribuyentes pudieran pagar el impuesto solamente a través de éstas, y no en por medio de las oficinas de Hacienda, como se hacía anteriormente a la constitución del fideicomiso.

Con el decreto autorizado, se procedió a crear el fideicomiso bursátil que fungió como emisor, para esto se citan los artículos quinto y sexto del mismo, los cuales a la letra dicen:

**“ARTÍCULO QUINTO.** Cualquier disposición que emita el Congreso del Estado con posterioridad al presente Decreto, no podrá desvirtuar o reducir las obligaciones que asuman el Gobierno del Estado y los Municipios participantes del fideicomiso bursátil en virtud de la emisión de valores que se autoriza.

**ARTÍCULO SEXTO.** El fideicomiso bursátil deberá contar con las siguientes características mínimas:

I. Podrá ser un fideicomiso emisor, de administración y pago, irrevocable, y el contrato correspondiente deberá establecer que, cuando se encuentre en cumplimiento de sus obligaciones derivadas o relacionadas con la emisión, incluyendo, sin limitar, el pago de principal, intereses, gastos, constitución de reservas y aforos, las cantidades remanentes o excedentes se transferirán a la Secretaría de Finanzas y Planeación para su distribución entre los Municipios a que se refiere el Artículo Primero de este Decreto.

II. Serán partes en el fideicomiso:

a) El Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave por conducto de la Secretaría de Finanzas y Planeación, como fideicomitente estatal por sí respecto de la aportación inicial y por cuenta y orden de los fideicomitentes municipales respecto de la afectación de los ingresos que a éstos correspondan del Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos y, sucesivamente, los que les correspondan del impuesto local que se establezca en materia de tenencia o uso de vehículos, cualquiera que sea su denominación y, en defecto de los anteriores, los ingresos provenientes de la coordinación fiscal con el Gobierno Federal susceptibles de afectarse, que les correspondan a los propios fideicomitentes municipales.

b) Los Municipios del Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave que participen del esquema de financiamiento bursátil, como fideicomitentes municipales respecto de la afectación permitida por la ley de los ingresos que les correspondan y que afectará por cuenta de los mismos el Ejecutivo estatal, así como respecto de su derecho a recibirlos del Estado. El contrato de fideicomiso deberá establecer los términos de operación de una representación común de los Municipios participantes.

c) Podrá fungir como fiduciaria cualquiera institución facultada legalmente para actuar como tal.

d) Serán fideicomisarios en primer lugar los tenedores de los certificados bursátiles fiduciarios, representados por un representante común.

e) Será fideicomisario en segundo lugar el Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave por conducto de la Secretaría de Finanzas y Planeación, por su derecho a recibir el saldo neto de los recursos derivados de la o las emisiones, los remanentes o excedentes y los demás que se prevean en el contrato de fideicomiso, para ser distribuidos entre los fideicomitentes municipales en

proporción directa al porcentaje resultante de la aplicación de los factores de distribución establecidos en el Artículo 15 de la Ley Número 44 de Coordinación Fiscal para el Estado y los Municipios de Veracruz de Ignacio de la Llave.

III. La afectación en fideicomiso de los ingresos podrá hacerse desde la constitución de aquél y deberá permanecer hasta que los instrumentos bursátiles hayan quedado íntegramente liquidados o bien, exista constancia de la institución fiduciaria en el sentido de que no se emitieron y colocaron dichos instrumentos. A partir de la afectación al fideicomiso bursátil los bienes se considerarán desincorporados temporalmente del patrimonio del Estado y de los Municipios participantes, aplicándose los recursos que produzcan a la conservación de los bienes afectos al fideicomiso bursátil, al pago de la emisión de valores y a los demás fines previstos en el fideicomiso bursátil que resulten conexos a los anteriores.

IV. El fideicomiso bursátil emitirá valores que serán colocados en el mercado de valores mexicano y su única fuente de pago será el patrimonio del fideicomiso bursátil. Los valores que emita el fideicomiso bursátil deberán contar con las siguientes características:

a) Podrán estar denominados en moneda nacional o en Unidades de Inversión, de acuerdo con el Decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación el 1 de abril de 1995, pero en cualquier caso deberán ser pagaderos en moneda nacional y dentro de los Estados Unidos Mexicanos.

b) Podrán llevarse a cabo una o varias emisiones de valores, siempre que la suma de éstas no exceda el monto máximo autorizado en el presente Decreto.

c) Los valores tendrán un plazo de vencimiento máximo de 29 años contados a partir de su colocación y pagarán intereses a las tasas que se determinen conforme al contrato de fideicomiso atendiendo a las condiciones de mercado y, por consiguiente, las tasas de interés serán determinadas al momento de emitir los certificados bursátiles.

d) Los títulos representativos de los valores deberán contener los datos fundamentales de la presente autorización y establecer expresamente la prohibición de su venta a extranjeros, sean éstos gobiernos, entidades gubernamentales, sociedades, particulares u organismos internacionales.

Al fideicomiso que se constituya conforme al presente Decreto le serán aplicables, en lo conducente, las disposiciones que para los fideicomisos bursátiles establece el Código Financiero para el Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave.”<sup>16</sup>

Estos artículos contemplan la facultad de los Diputados de modificar el Decreto sin reducir las obligaciones del Gobierno del Estado, y las características mínimas que debieron incluirse en la constitución del Fideicomiso, tales como sus obligaciones que se originen por la emisión, así como las características que debieron cumplir los valores a emitir (valor nominal, denominación, tasa de interés y plazo).

El artículo sexto de este decreto establece las partes que conforman el fideicomiso emisor, así como sus funciones dentro de éste. Así mismo, también determina las características de la emisión como su vigencia, denominación, el monto máximo y las restricciones.

---

<sup>16</sup> Artículo 5 y 6, Decreto que autoriza la constitución de un fideicomiso bursátil y la afectación al mismo de los ingresos municipales del impuesto sobre tenencia o uso de vehículos, *Gaceta Oficial del Estado de Veracruz*, México, 10 de Junio de 2008, decreto número 255, [http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad\\_Linea/decretos/261\\_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20\(URA%2026-09-08\).pdf](http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad_Linea/decretos/261_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20(URA%2026-09-08).pdf)

Siguiendo lo establecido en el decreto la Emisión quedo estructurada de la siguiente manera:

**Fiduciario Emisor:** Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria, en su carácter de fiduciario en el Fideicomiso No. F/998.

**Fideicomitente Estatal:** El Estado Libre y Soberano de Veracruz de Ignacio de la Llave, a través de la Secretaría de Finanzas y Planeación, por sí respecto de la Aportación Inicial y por cuenta y orden de los Fideicomitentes Municipales a afectación de los Ingresos Sobre el ISTUV y, en los términos establecidos en la Cláusula Décima Primera del Fideicomiso, el Derecho Sobre un Porcentaje de Participaciones. Así mismo, en relación a cualquiera otra aportación que deba realizar en términos del Fideicomiso

**Fideicomitentes Municipales:** 199 Municipios del Estado Libre y Soberano de Veracruz de Ignacio de la Llave, respecto de la afectación de los Ingresos Sobre el ISTUV y de su derecho a recibirlos del Estado, así como respecto al Derecho Sobre un Porcentaje de Participaciones. En el entendido de que la afectación de los ingresos de los Fideicomitentes Municipales se efectúa en forma consolidada para su manejo financiero fiduciario, pero cada Fideicomitente Municipal responde en la afectación hasta el Porcentaje de Distribución que le corresponda.

**Fideicomisario en Primer Lugar:** Los Tenedores de los Certificados Bursátiles Fiduciarios.

**Fideicomisario en Segundo Lugar:** El Estado Libre y Soberano de Veracruz de Ignacio de la Llave, a través de la Secretaría de Finanzas y Planeación, por su derecho a recibir (i) el Saldo Neto de los Recursos Derivados de las Emisiones; (ii) los Recursos No Asignados a las Emisiones; (iii) las Cantidades Remanentes; (iv) los recursos provenientes del Derecho Sobre un Porcentaje de Participaciones,

cuando así proceda conforme a lo dispuesto en la Cláusula Décimo Primera del Fideicomiso; y (v) el patrimonio existente al momento de extinguirse el Fideicomiso; para ser distribuidos entre los Fideicomitentes Municipales en el porcentaje que les corresponda a cada uno conforme a los Porcentajes de Distribución o conforme lo establezcan las leyes .

**Monto Total Autorizado:** Hasta \$ 1,500 millones de pesos, o su equivalente en UDIS, con carácter no revolvente.

**Tipo de Valor:** Certificados Bursátiles Fiduciarios.

**Precio De Colocación:** 100.00 (cien UDIS) cada uno de los Certificados Bursátiles Fiduciarios VRZCB 08U y \$100.00 pesos cada Certificado Bursátil Fiduciario VRZCB 08.

**Vigencia Del Programa:** 5 (cinco) años a partir de la fecha de autorización del Programa por la CNBV.

**Plazo De La Emisión:** 10,089 días, equivalentes a 27.6 años aproximadamente.

**Clave De Pizarra:** VRZCB 08 y VRZCB 08U

**No. De Emisión:** Primera.

**Valor Nominal De Los Certificados Bursátiles Fiduciarios:** 100 UDIS cada uno para VRZCB 08U y 100 pesos cada uno para VRZCB 08.

**Valor De La UDI En La Fecha De Emisión:** \$4.172045 Pesos.

**Fecha De Emisión:** 16 de diciembre de 2008.

**Fecha De Registro En BMV:** 16 de diciembre de 2008.

**Fecha De Liquidación:** 16 de diciembre de 2008.

**Fecha De Vencimiento:** 31 de julio de 2036.

**Derechos Que Confieren A Los Tenedores:** Cada Certificado Bursátil Fiduciario de la presente Emisión representa para su titular el derecho al cobro del Principal, Intereses y demás accesorios en los términos descritos en el Contrato de Fideicomiso y en el Título respectivo.

**Patrimonio Fideicomitado:** El patrimonio del Fideicomiso se integra, Principalmente, por el monto global de ingresos que correspondan a los Fideicomitentes Municipales conforme a los factores de distribución establecidos por el Artículo 15 de la Ley No. 44 de Coordinación Fiscal para el Estado y los Municipios de Veracruz de Ignacio de la Llave, respecto al 20% (veinte por ciento) de los ingresos presentes y futuros derivados del ISTUV, sin incluir accesorios que el Fideicomitente Estatal recaude, equivalentes al 94.74% del total de los ingresos del ISTUV correspondientes a todos los Municipios. Asimismo, por el 7.5453% de las Participaciones Federales correspondientes a cada uno de los Fideicomitentes Municipales.

**Garantía:** Los Certificados Bursátiles Fiduciarios son quirografarios, por lo que no cuentan con garantía específica alguna.

**Tasa De Interés Y Procedimiento De Cálculo:** A partir de su Fecha de Emisión, y en tanto no sean amortizados, los Certificados Bursátiles Fiduciarios devengarán, cada Periodo de Intereses, un interés real bruto anual (Tasa de Interés Real Bruto Anual) sobre su saldo insoluto, a la Tasa de Interés Real Bruto anual de 7.45% (siete punto cuarenta y cinco por ciento), la cual se mantendrá fija

durante la vigencia de la Emisión. El interés que causarán los Certificados Bursátiles Fiduciarios se computará a partir de su Fecha de Emisión y los cálculos para determinar el monto a pagar, deberán comprender los días naturales de que efectivamente consten los periodos respectivos. Los cálculos se efectuarán cerrándose a centésimas. El Representante Común, dos Días Hábiles anteriores a la Fecha de Pago, dará a conocer por escrito a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, a la S.D. Ineval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V., y a la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. a través del Sistema Electrónico de Envío y Difusión de Información (SEDI) o los medios que ésta última determine, el importe de los Intereses a pagar del período. El monto de Intereses a pagar aplicable para cada período se publicará el día de su pago en uno de los periódicos de mayor circulación a nivel nacional.

**Amortización De Principal:** El Principal de los Certificados Bursátiles Fiduciarios se amortizará mediante 28 (veintiocho) pagos anuales, más los Intereses correspondientes, a partir del 31 de julio de 2009 de acuerdo con lo establecido en el programa de amortización.

**Amortización Anticipada Voluntaria:** A partir del 31 de enero de 2017 (incluyendo dicha Fecha de Pago), el Fideicomitente Estatal conjuntamente con los Representantes de los Fideicomitentes Municipales tendrán derecho de instruir al Fiduciario para que pague anticipadamente la totalidad del saldo insoluto de la Emisión, generando a favor de sus Tenedores una Prima por Amortización Anticipada.

**Eventos Preventivos:** Estos eventos inhiben la posibilidad de que el Fideicomitente Estatal y los Fideicomitentes Municipales realicen actos o incurran en omisiones que puedan retrasar o disminuir los pagos de los Certificados Bursátiles Fiduciarios, en estos casos, no se entregarán remanentes.

**Eventos De Aceleración:** Son eventos que anticipan un incumplimiento y dan la posibilidad al Fideicomitente Estatal y a los Fideicomitentes Municipales de corregirlos antes de llegar a un Evento de Incumplimiento, en estos casos se retienen las Cantidades Remanentes y se acelera la Emisión, con la posibilidad de poder desactivar la aceleración.

**Eventos De Incumplimiento:** En caso de que ocurra algún evento grave que ponga en riesgo el pago oportuno de los Certificados Bursátiles Fiduciarios existe la opción de acelerar el pago de los mismos utilizando la totalidad de los flujos disponibles para liquidar los Certificados Bursátiles Fiduciarios.

**Cuenta Del Fondo De Reserva:** La Emisión contará con una Cuenta del Fondo de Reserva en la que habrá recursos equivalentes aproximadamente a un año del servicio de la deuda (Principal e Intereses).

**Índices De Cobertura:** En cada Fecha de Pago, la Cobertura Primaria Promedio Anual de las Emisiones deberá ser igual o mayor a 1.4, de lo contrario se considerará que habrá ocurrido un Evento Preventivo, y en caso de que en dos Periodos de Intereses consecutivos ésta cobertura sea inferior a 1.15 se activará un Evento de Aceleración.

**Derechos Que Confieren A Los Tenedores De Los Certificados Bursátiles Fiduciarios:** Los Certificados Bursátiles Fiduciarios confieren a su Tenedor el derecho al cobro de Principal e Intereses adeudados por el Fiduciario como emisor de los mismos y limitado a los recursos líquidos que de tiempo en tiempo formen parte del patrimonio del Fideicomiso.

**Régimen Fiscal Aplicable:** Para las personas físicas, los rendimientos de los Certificados Bursátiles Fiduciarios estarán sujetos a lo dispuesto en los artículos 158, 159, 160 y demás aplicables de la Ley del Impuesto sobre la Renta.

Tratándose de personas morales, se estará a lo dispuesto en el artículo 9 y demás aplicables de la Ley del Impuesto sobre la Renta. Los intermediarios financieros estarán obligados a retener y enterar el impuesto, aplicando la tasa que al efecto establezca el Congreso de la Unión en la Ley de Ingresos de la Federación para el ejercicio de que se trate, sobre el monto del capital que dé lugar al pago de los Intereses, como pago provisional; de acuerdo con lo establecido en el artículo 58 de la Ley del Impuesto sobre la Renta. En caso de reformas o adiciones a la Ley del Impuesto sobre la Renta o a las demás disposiciones aplicables, que afecten el régimen fiscal del tenedor de los Certificados Bursátiles Fiduciarios, el Tenedor deberá ajustarse a dichas reformas o adiciones en lo que le resulten aplicables. No se asume la obligación de informar acerca de los cambios en las disposiciones fiscales aplicables a lo largo de la vigencia de los Certificados Bursátiles Fiduciarios. Se recomienda a todos los inversionistas consultar en forma independiente a sus asesores fiscales respecto a los efectos de las disposiciones vigentes que pudieran ser aplicables a la adquisición, mantenimiento o venta de instrumentos de deuda como los Certificados Bursátiles Fiduciarios, antes de realizar cualquier inversión en los mismos.

**Periodicidad De Pago De Intereses:** Los Intereses que generen los Certificados Bursátiles Fiduciarios serán pagaderos los días 31 de enero y 31 de julio de cada año durante la vigencia de la Emisión o, si fuese inhábil al día hábil siguiente, contra la entrega de la constancia correspondiente, comenzando precisamente el 31 de julio de 2009, de conformidad con el calendario de pagos, o si fuera inhábil, el siguiente día hábil durante la vigencia de la emisión.

**Interés Moratorio:** En caso de incumplimiento en el pago del Principal o Intereses de los Certificados Bursátiles Fiduciarios, se causarán Intereses moratorios sobre el saldo insoluto de los Certificados Bursátiles Fiduciarios igual a multiplicar por 1.5 (uno punto cinco) veces la Tasa de Interés Real Bruto Anual, desde la fecha del incumplimiento y hasta que Principal e Intereses sean íntegramente pagados.

Los Intereses moratorios serán pagaderos en cada Fecha de Pago conforme a la tabla que se presenta en el apartado de Fechas de Pago de Intereses, salvo que la asamblea de tenedores acuerde otra cosa. La suma que se adeude por concepto de Intereses moratorios deberá ser cubierta en las oficinas del Emisor y en la misma moneda que la suma Principal.

**Lugar y Forma De Pago De Intereses y Principal:** El Principal y los Intereses devengados respecto de los Certificados Bursátiles Fiduciarios se pagarán el día de su vencimiento y en cada Fecha de Pago según los calendarios de amortizaciones y de pago de intereses, por conducto de la S.D. Indeval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V., cuyo domicilio está ubicado en Avenida Paseo de la Reforma No. 255, tercer piso, Colonia Cuauhtémoc, C.P. 06500, México, Distrito Federal. El Fiduciario Emisor entregará al Representante Común, a más tardar a las 12:30 horas del Día Hábil anterior a aquél en que deba realizarse el pago, el importe a pagar correspondiente. Todos los pagos de Principal e Intereses con respecto a los Certificados Bursátiles Fiduciarios, serán efectuados mediante transferencia electrónica en fondos inmediatamente disponibles. El último pago será efectuado en la Fecha de Vencimiento, contra la entrega del Título o las constancias de la S.D. Indeval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V., según sea el caso.

**Fuente De Pago:** La Emisión, cuenta como vehículo de pago y liquidación con el Fideicomiso Irrevocable de Emisión, Administración y Pago No. F/998 de fecha 5 de diciembre de 2008, constituido en Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria, quien actúa como Fiduciario. El Fideicomiso no es un fideicomiso de garantía. Se han asignado como fuente de pago de los Certificados Bursátiles Fiduciarios emitidos con base en el Programa, Principalmente, los Ingresos Sobre el ISTUV.

**Acto Constitutivo:** La Emisión de los Certificados Bursátiles Fiduciarios a que se refiere el Título respectivo se efectúa por conducto del Fideicomiso Irrevocable de Emisión, Administración y Pago No. F/998 de fecha 5 de diciembre de 2008, constituido por el Fideicomitente Estatal, los Fideicomitentes Municipales, y por Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria, como Fiduciario Emisor.

**Posibles Adquirentes:** Personas físicas y morales de nacionalidad mexicana; cuando su régimen de inversión lo prevea expresamente.

**Prohibición De Venta A Extranjeros:** Queda prohibida la venta de los Certificados Bursátiles Fiduciarios a extranjeros, sean éstos personas físicas o morales, gobiernos, entidades gubernamentales u organismos internacionales. Lo anterior conforme a las limitaciones establecidas en el Decreto y en el artículo 117, fracción VIII de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

**Depositario:** S.D. Indeval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V.

**Representante Común:** Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero.

De esta manera fue como quedo estructurado el programa de emisión. Conforme a lo dispuesto en el decreto, Deutsche Bank México fue contratado para fungir como fiduciario emisor; el fiduciario podía ser cualquier institución financiera que contara con una división especial facultada para este fin; los fideicomitentes son el estado como fideicomitente estatal y los municipios adheridos, los fideicomitentes municipales.

Los fideicomisarios, por una parte son los tenedores de los certificados bursátiles, y por otra parte el gobierno del Estado de Veracruz a través de la SEFIPLAN; estos fideicomisarios tienen la función de recibir:

- El saldo neto de los Recursos Derivados de las Emisiones
- Los recursos no asignados a las emisiones
- Las cantidades remanentes
- Los recursos provenientes del Derecho sobre un porcentaje de las participaciones
- El patrimonio existente al momento de extinguirse el fideicomiso, para ser distribuido a los fideicomitentes municipales en la parte proporcional que les corresponda a cada uno.

El monto total autorizado para el programa fue de 1,500 millones de pesos denominados en UDIS y en pesos, de carácter no revolvente; esto quiere decir que solo se puede disponer de este monto una única vez y al plazo estipulado. El tipo de valores utilizado para la emisión fueron certificados bursátiles fiduciarios, los cuales poseen un valor nominal de 100 UDIS para los certificados VRZCB 08U y \$100.00 para los certificados VRZCB 08 a un plazo de 27 años aproximadamente, quedando el 31 de julio de 2036 como fecha de vencimiento.

Cada certificado bursátil de la emisión le otorga el derecho al tenedor de recibir el pago del principal e intereses de los certificados en el plazo y las condiciones fijadas en el contrato de fideicomiso. Estos certificados bursátiles son quirografarios, por lo que no cuentan con una garantía específica, sino que la garantía es el patrimonio del Estado de Veracruz; este patrimonio fue integrado por el monto de los ingresos que le corresponden a los municipios en relación al 20% la recaudación del ISTUV, que significa el 94.74% del total de los ingresos del ISTUV, de acuerdo a los municipios que participaron en el programa, lo que equivale al 7.54% de las participaciones federales, en caso de sustituirse.

La tasa de interés bruta anual de los certificados VRZCB 08U quedo en 7.45%, la cual permanecerá fija durante la vigencia de la emisión; para los certificados VRZCB 08 poseen una tasa de interés anual variable que se obtiene calculando la TIIE (182 días) + 2.85%. El pago de los intereses se empezó a efectuar desde el 31 de julio de 2009 y se hace de manera semestral, siendo los 31 de enero y 31 de julio de cada año las fechas de pago, hasta el 31 de julio de 2036.

### **Figura 7. Fecha de pagos de intereses**

1	31 de Julio de 2009
2	31 de Enero de 2010
3	31 de Julio de 2010
4	31 de Enero de 2011
5	31 de Julio de 2011
6	31 de Enero de 2012
7	31 de Julio de 2012
8	31 de Enero de 2013
9	31 de Julio de 2013
10	31 de Enero de 2014
11	31 de Julio de 2014
12	31 de Enero de 2015
13	31 de Julio de 2015
14	31 de Enero de 2016
15	31 de Julio de 2016
16	31 de Enero de 2017
17	31 de Julio de 2017
18	31 de Enero de 2018
19	31 de Julio de 2018
20	31 de Enero de 2019
21	31 de Julio de 2019
22	31 de Enero de 2020
23	31 de Julio de 2020
24	31 de Enero de 2021
25	31 de Julio de 2021
26	31 de Enero de 2022
27	31 de Julio de 2022
28	31 de Enero de 2023
29	31 de Julio de 2023
30	31 de Enero de 2024

31	31 de Julio de 2024
32	31 de Enero de 2025
33	31 de Julio de 2025
34	31 de Enero de 2026
35	31 de Julio de 2026
36	31 de Enero de 2027
37	31 de Julio de 2027
38	31 de Enero de 2028
39	31 de Julio de 2028
40	31 de Enero de 2029
41	31 de Julio de 2029
42	31 de Enero de 2030
43	31 de Julio de 2030
44	31 de Enero de 2031
45	31 de Julio de 2031
46	31 de Enero de 2032
47	31 de Julio de 2032
48	31 de Enero de 2033
49	31 de Julio de 2033
50	31 de Enero de 2034
51	31 de Julio de 2034
52	31 de Enero de 2035
53	31 de Julio de 2035
54	31 de Enero de 2036
55	31 de Julio de 2036

Fuente: datos de la SEFIPLAN

El pago de las amortizaciones del principal de los certificados se hace de manera anual, siendo en total 28 pagos, los cuales se empezaron a efectuar a partir del 31 de julio de 2009. A partir del 31 de enero de 2017 el gobierno del Estado y los municipios podrán darle indicaciones a Deutsche Bank para que realice el pago anticipado del total del saldo producto de la emisión, lo que tendrá por efecto que los tenedores obtengan el derecho a recibir una prima por amortización anticipada que es entre 2% y 0.5%.

Dentro del programa se establecieron una serie de eventos considerados preventivos, los cuales fueron fijados para evitar que el gobierno del Estado y lo

municipios incurran en un evento de incumplimiento. Se considera que ha ocurrido un acto preventivo cuando:

- En cada fecha de pago la cobertura promedio anual sea menor a 1.4
- Durante un periodo de pago de intereses la recaudación del ISTUV a través de las instituciones financieras autorizadas sea menor al 100% del total.
- El gobierno del Estado no presente la Ley de Ingresos correspondiente al periodo al fiduciario, agencias calificadoras, al auditor y al representante común.
- No mantenga la calificación de las agencias calificadoras correspondiente a cada emisión.
- Alguno de los fideicomitentes impugne la afectación de los ingresos del ISTUV
- El gobierno del Estado le impida a las agencias calificadoras, representante común, o al auditor, el acceso a los registros de control de la recaudación del ISTUV.
- Las agencias calificadoras bajen la calificación otorgada inicialmente a la emisión
- El auditor determine falta de veracidad en la información contenida en los reportes del gobierno del Estado

Estos son los eventos considerados preventivos y los cuales deberán ser corregidos en caso de suceder alguno, con la finalidad de no incidir en un evento de aceleración. Cuando no se corrige un evento preventivo se incurre en un evento de incumplimiento para lo cual se deben aplicar los eventos de aceleración, los cuales ocurren cuando, en dos periodos de pago de intereses consecutivos, la cobertura sea menor a 1.15, o cuando en dos periodos de pago consecutivos, la recaudación de los ingresos del ISTUV sea menor al 90% del total.

En caso de existir incumplimiento en el pago del principal o intereses de los certificados se aplicarán intereses moratorios a favor de los tenedores, los cuales serán calculados multiplicando la tasa de interés anual por 1.5, desde la fecha en que se dejó de pagar hasta la fecha en la cual fueron integrados los pagos.

Los pagos del principal e intereses de los certificados se realizan en las fechas establecidas por medio de la Institución para el Depósito de Valores S.A. de C.V. (SD Indeval). El banco Invex, representante común dentro del fideicomiso, recibe del fiduciario el monto correspondiente al pago de los certificados, los cuales son efectuados mediante transferencia electrónica.

#### **3.4.4. Colocación de los Certificados Bursátiles y Recaudación de los Recursos**

Una vez concluido el proceso municipal y estatal, así como la constitución del fideicomiso y su estructura, se procedió a la elaboración del Prospecto de Colocación, el cual fue presentado a la Bolsa Mexicana de Valores para su aprobación siguiendo el proceso de acuerdo a la ley.

Lo relacionado con la colocación de los certificados bursátiles se contempla en el Artículo Segundo del Decreto, el cual a la letra dice:

**“ARTÍCULO SEGUNDO.** Se autoriza al Ejecutivo del Estado, por conducto de la Secretaría de Finanzas y Planeación, así como a los Municipios a que se refiere el Artículo inmediato anterior, para afectar al fideicomiso autorizado, el primero por cuenta y orden de los segundos y éstos por su propio derecho, como fuente de pago de las obligaciones derivadas o relacionadas con la emisión y colocación de los instrumentos bursátiles, los ingresos que correspondan a dichos Municipios provenientes de la recaudación del Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos en el Estado.

Para tal efecto, la afectación de los ingresos referidos se hará hasta por el porcentaje que en conjunto les corresponda a los Municipios citados derivado de la aplicación de los factores de distribución de dicho impuesto en términos del Artículo 15 de la Ley Número 44 de Coordinación Fiscal para el Estado y los Municipios de Veracruz de Ignacio de la Llave.

La afectación se hará por el 100% de los ingresos mencionados, sin que la emisión y colocación de los valores bursátiles exceda el equivalente a la cantidad de \$1,500,000,000.00 (Mil quinientos millones de pesos 00/100 M.N.) establecida en el Artículo primero de este Decreto; sin embargo, una vez cumplidas las obligaciones conforme al fideicomiso, las cantidades remanentes serán reingresadas a la Secretaría de Finanzas y Planeación del Ejecutivo Estatal, para ser entregados periódicamente a los Municipios participantes del propio fideicomiso.

Cada Municipio responderá frente al fideicomiso de las obligaciones derivadas del mismo, en proporción directa al porcentaje que reciba el propio Municipio de los recursos netos provenientes del fideicomiso respecto a los demás Municipios participantes; por tanto, el monto máximo autorizado de financiamiento para cada uno será la cantidad que resulte de aplicar dicho porcentaje al monto que represente la cantidad total de las emisiones.

En el contrato de fideicomiso deberán establecerse los términos y condiciones para la amortización anticipada de los certificados bursátiles<sup>17</sup>.

Este artículo establece la autorización al gobierno del Estado y a los municipios para utilizar los recursos del fideicomiso como medio de pago para los gastos y

---

<sup>17</sup> Artículo 2, Decreto que autoriza la constitución de un fideicomiso bursátil y la afectación al mismo de los ingresos municipales del impuesto sobre tenencia o uso de vehículos, *Gaceta Oficial del Estado de Veracruz*, México, 10 de Junio de 2008, decreto número 255, [http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad\\_Linea/decretos/261\\_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20\(URA%2026-09-08\).pdf](http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad_Linea/decretos/261_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20(URA%2026-09-08).pdf)

obligaciones que se generen de la colocación. Por otra parte dicho artículo describe las condiciones y el monto máximo para la emisión y colocación de los certificados bursátiles.

El prospecto de colocación contempló dos emisiones denominadas en pesos y en UDIS. La colocación denominada en UDIS representó el 82.43% del total del programa o \$995'500,000.00, otorgando una tasa de interés real de hasta 7.45% a los adquirentes de los certificados; mientras que la emisión en pesos representó el 17.57% del programa o \$212'500,000.00, emitido a una tasa equivalente a la TIIE 182 + 2.85%.

El prospecto fue debidamente autorizado por la CNBV y por la BMV, por lo que el 16 de diciembre de 2008 la SEFIPLAN efectuó la colocación de los certificados bursátiles fiduciarios en Centro Bursátil de la BMV, por medio del intermediario colocador Value, Casa de Bolsa.

El público inversionista adquirió los certificados en el mercado primario a su precio en UDIS en el caso de VRZCB 08U y en pesos en el caso de VRZCB 08. Los recursos netos obtenidos por la adquisición de los certificados fueron entregados a la SEFIPLAN y ésta a su vez los distribuyó entre los municipios participantes para su aplicación en lo previsto.

**Figura 8. Proceso de la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del ISTUV (Continúa)**



Fuente: datos de la SEFIPLAN

En la figura se muestra el proceso por fases en la emisión, desde las sesiones de cabildo mencionadas con anterioridad hasta la distribución de los fondos a los Municipios para utilizarlos en inversión productiva. Por medio de este gráfico se puede observar cómo fueron circulando los recursos a través de las partes involucradas.

### 3.4.5 Flujos de las cuentas que conforman la estructura de pagos del Fideicomiso

El Estado de Veracruz asumió obligaciones subsidiarias respecto de los municipios, en cualquier caso en el que el incumplimiento de alguno de los

fideicomitentes municipales tenga como consecuencia que los ingresos sobre el ISTUV, del IESTUV o del porcentaje de participaciones federales, correspondiente a ese municipio, dejen de estar afectos o de ingresar al patrimonio del fideicomiso; que se vean afectados los derechos establecidos en los documentos de emisión a favor de los fideicomisarios en primer lugar; o que el fideicomiso se declare nulo; en estos casos el gobierno del Estado, a través de la SEFIPLAN aportará al fideicomiso, los recursos equivalentes a las aportaciones correspondientes al municipio que haya incumplido. Para cualquier otro caso distinto a los anteriores en que se produzca un incumplimiento por parte de alguno de los municipios, el gobierno del Estado puede contraer la obligación del municipio, cuando la naturaleza del cumplimiento lo permita. Para hacer frente a estas obligaciones, el Estado realizó una aportación inicial de un millón de pesos.

Mediante el convenio realizado entre el gobierno del Estado de Veracruz y diversas instituciones financieras autorizadas se estableció el proceso para recaudar los ingresos del ISTUV que conforman la estructura de pagos, el cual consta de los siguientes pasos:

1. Las instituciones financieras autorizadas reciben de los contribuyentes los recursos correspondientes a la recaudación del ISTUV.
2. Las instituciones depositarán directamente los recursos recibidos por concepto del cobro del ingreso sobre el ISTUV en las cuentas recaudadoras. Los pagos que hacen los contribuyentes están compuestos por derechos vehiculares y por el ISTUV.
3. Una vez separado el ISTUV, se envía el 80% al fideicomiso F/551; el 18.95% al fideicomiso emisor; y el resto al Estado para su posterior envío a los municipios que no participaron en la bursatilización.

3a. El fiduciario recibe los recursos provenientes del derecho sobre un porcentaje de participaciones y procederá de la siguiente manera:

a) Hasta el 31 de diciembre de 2011, el fiduciario transferirá al fideicomisario en segundo lugar los recursos existentes en la cuenta de participaciones federales, salvo que antes de la fecha de referencia, el gobierno del Estado deje de tener derecho a recaudar el ISTUV, y que habiendo dejado de tener derecho a recaudar el ISTUV, el Estado no lo sustituya con uno o varios impuestos locales; en estos casos el fiduciario operará estos recursos conforme de la misma manera que opera el Ingreso Sobre el ISTUV. En caso de que no suceda ninguno de esos supuestos, el fiduciario no podrá disponer en ningún caso de los recursos de las participaciones federales y deberá transferirlos a la SEFIPLAN, el mismo día en que el fiduciario los reciba, a menos que al fiduciario no sea posible hacerlo el mismo día, en cuyo caso los transferirá a más tardar al siguiente día hábil en que los haya recibido.

b) A partir del 1 de enero de 2012; si a esta fecha el gobierno del Estado deja de tener derecho a recaudar el ISTUV, y no lo sustituye con uno o varios impuestos locales; el fiduciario transferirá a la cuenta concentradora los recursos existentes en la cuenta de participaciones federales, y los manipulará en los mismos términos y condiciones establecidos para el manejo y aplicación de los ingresos sobre el ISTUV.

4. El fiduciario separará y retendrá en la cuenta concentradora, los gastos de mantenimiento de las emisiones.

5. El fiduciario calcula el porcentaje de recursos asignados a las emisiones y lo mantendrá en la cuenta concentradora, en caso de que no haya llevado a cabo emisiones para agotar el monto máximo autorizado del programa y que la cuenta del fondo de reserva se encuentre en su saldo objetivo, transferirá al gobierno del

Estado, los recursos no asignados a las emisiones, para repartirlos entre los municipios; si existe una notificación de evento preventivo y no ha sido desactivada, retendrá dichas cantidades en la cuenta concentradora y si llegada la fecha de pago estos eventos no han sido desactivados, aplicará a la cuenta del fondo de remanentes los recursos no asignados a las emisiones.

6. El fiduciario en cada fecha de pago distribuye los recursos restantes entre las cuentas de pago de las emisiones con base en el porcentaje de los recursos asignados a las emisiones. Con base en el monto a pagar que establece el representante común, se realiza el pago de intereses y principal de cada emisión y se paga también en su caso, la prima correspondiente al contrato de cobertura. El fiduciario, en caso de que la tasa de interés bruto anual de los certificados bursátiles fiduciarios haya alcanzado el nivel establecido en el contrato de cobertura, deberá ejercer los derechos derivados del contrato de cobertura, recibir los recursos correspondientes en la cuenta de pago correspondiente y considerará para calcular el monto pagadero, los recursos que el otorgante de la cobertura deberá transferir en la fecha de pago correspondiente, de conformidad con el contrato de cobertura.

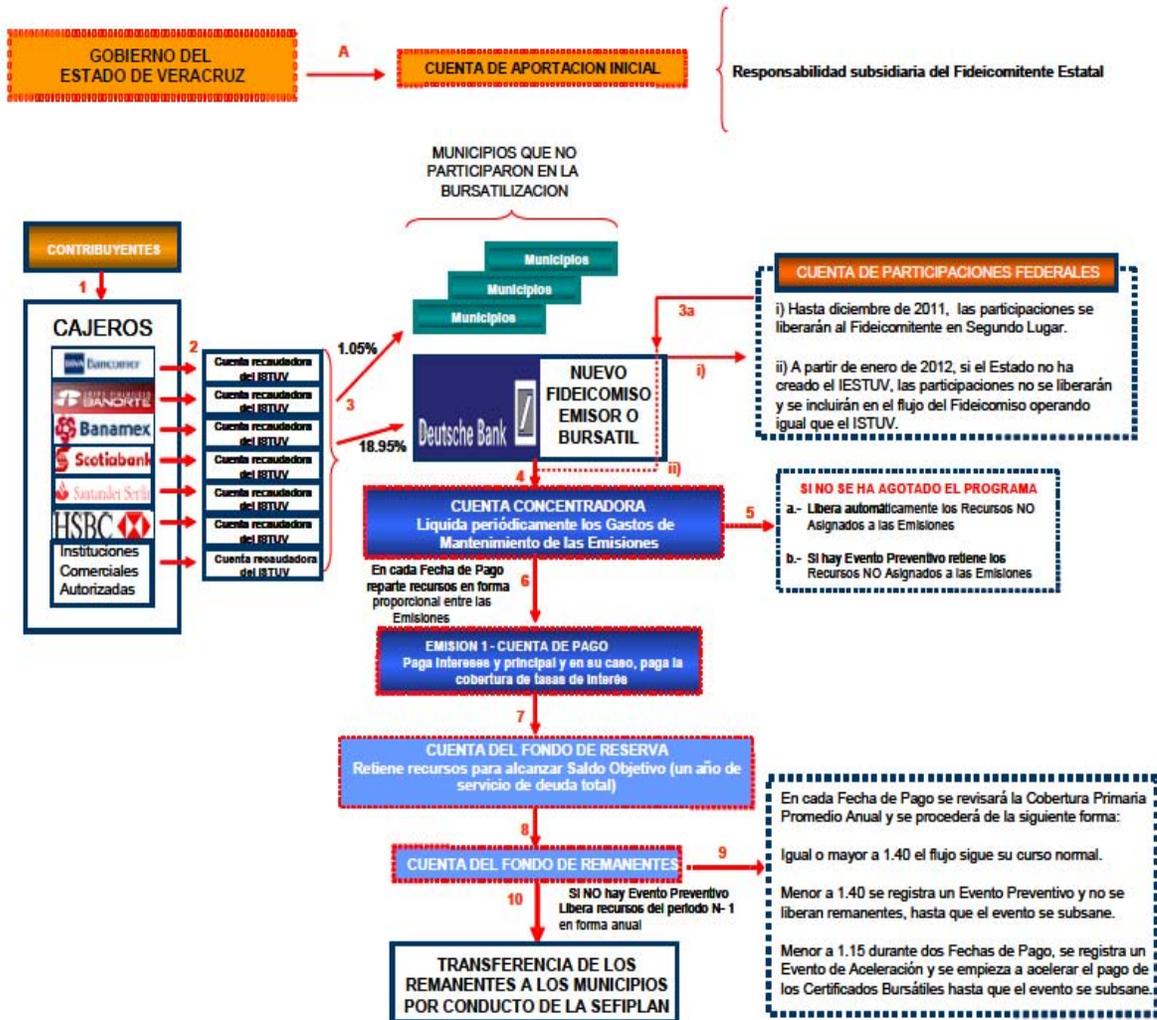
7. El fiduciario calcula y destina los recursos necesarios para el saldo del fondo de reserva, en caso de que por cualquier motivo el saldo de la cuenta del fondo de reserva sea menor al saldo objetivo de la cuenta.

8. En caso de que una vez aplicados los recursos de conformidad con lo anterior y si la cuenta del fondo de reserva ha alcanzado su saldo objetivo, el fiduciario debe transferir a la cuenta del fondo de remanentes las cantidades remanentes.

9. El fiduciario retiene las cantidades remanentes en la cuenta del fondo de remanentes en caso de que haya recibido una o varias notificaciones de eventos preventivos y éstas no hayan sido desactivadas.

10. El fiduciario transfiere en forma anual (a más tardar el último día hábil de febrero de cada año) al gobierno del Estado las cantidades remanentes que se encuentren depositadas en ésta cuenta para repartirlos entre los municipios (salvo aquellas que el fiduciario aplicó a dicha cuenta en la fecha de pago correspondiente al 31 de enero inmediato anterior del mes de febrero de que se trate). Si hay eventos preventivos y éstos han sido desactivados, transfiere al fideicomitente estatal los recursos no asignados a las emisiones y las cantidades remanentes, para repartirlos entre los municipios.

Figura 9. Diagrama de los flujos en la estructura de pago.



Fuente: datos de la SEFIPLAN

Este gráfico muestra el curso por el que pasan los pagos; el principio del ciclo es cuando los contribuyentes pagan el ISTUV en las diversas cuentas bancarias de la SEFIPLAN; del 20% recaudado de impuesto, que es lo que se bursatilizó, un porcentaje (1.05%) va destinado para los municipios que decidieron no participar en la emisión, el resto va para el fideicomiso que, a su vez, transfiere los recursos a la cuenta concentradora. Cuando los recursos llegan a la cuenta concentradora, ésta traspassa lo correspondiente a los pagos de los intereses a la cuenta de pagos y de ahí se asigna lo debido al fondo de reserva.

De manera semestral se revisa la cobertura primaria promedio anual, si ésta es menor a 1.4 no se entregan los remanentes a los municipios; en caso de llegar a ser menor de 1.15 durante dos periodos de pago, se empieza a acelerar el pago por medio del fondo de reserva

### **3.5 Obtención de los recursos y su distribución en los municipios y plazos de entrega**

Una vez colocada la emisión en la bolsa de valores se llevo a cabo el proceso de compra y venta de los certificados, los cuales fueron adquiridos en su totalidad el mismo día de la emisión. El monto originado de la adquisición de los certificados fue captado por el fideicomiso emisor, que a su vez los transfirió a la SEFIPLAN para su distribución a los municipios.

#### **3.5.1 Compra-Venta de certificados bursátiles VRZCB 08 y VRZCB 08U**

Para la obtención de los recursos, Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero, que fue el intermediario colocador, tuvo para la emisión la facultad, en caso de considerarlo necesario, de suscribir contratos de sub-colocación con otras casas de bolsa, a fin de conformar un sindicato colocador

participante en la distribución de los certificados bursátiles fiduciarios; los certificados bursátiles fueron ofrecidos bajo la modalidad de toma en firme respecto de aquellos certificados no suscritos por el gran público inversionista y hasta por un monto de 1,500 millones de pesos, en una o varias emisiones sin ningún mecanismo de subasta.

Esto quiere decir que la casa de bolsa Value, que fue el intermediario colocador, tuvo la facultad de distribuir los certificados entre otras casas, sin embargo no lo llevó a cabo, por lo que Value vendió los Certificados Bursátiles de manera inmediata y sin subastas.

Value, ofreció a sus clientes, a través de su fuerza de ventas en Chihuahua, Distrito Federal, Jalisco, Nuevo León y Michoacán, los certificados bursátiles utilizando como único instrumento de venta de la información pública disponible, que consta del Prospecto de Colocación y de los suplementos que se encuentran disponibles en la página oficial de la BMV ([www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx)).

Lo anterior significa que mediante sus sucursales ubicadas en los Estados mencionados, Value ofreció los certificados a sus clientes, utilizando la información contenida en el prospecto (valor nominal, denominación, tasa de interés, plazo y calificación crediticia) como medio para lograr la venta del instrumento.

Los certificados bursátiles fueron adquiridos por personas físicas y morales de nacionalidad mexicana incluyendo instituciones de crédito, casas de bolsa, instituciones y sociedades mutualistas de seguros, instituciones de fianzas, sociedades de inversión, fondos de pensiones, jubilaciones y primas de antigüedad, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje y uniones de crédito, conforme a la legislación que las rige.

Para la emisión, el fiduciario, en este caso Deutsche Bank, celebró con la Casa de Bolsa Value un contrato para la colocación de los certificados bursátiles fiduciarios.

Casa de Bolsa Banorte, S.A. de C.V., Grupo Financiero Banorte, adquirió por cuenta propia y por medio de terceros el 20% de la emisión al amparo del programa, monto que ascendió a \$241,500,000 aproximadamente, para ser negociados en el mercado secundario una vez liquidada la oferta pública respectiva.

Esto expresa que Banorte, por medio de su casa de bolsa, adquirió el 20% de los certificados para ofrecerlos entre sus clientes y revenderlos una vez terminada la oferta pública en el mercado primario.

La casa de bolsa Value no colocó total o parcialmente los certificados bursátiles, entre partes relacionadas con dicho intermediario colocador; al tratarse de una oferta pública, cualquier persona que desee invertir en los certificados bursátiles, siempre y cuando cumpla con los requisitos previstos en el prospecto de colocación, tendrá la posibilidad de participar en igualdad de condiciones que otros inversionistas, así como adquirir los certificados bursátiles fiduciarios.

Lo anterior indica que cualquier persona fue capaz de adquirir los certificados a través de la casa de bolsa Value, siempre y cuando cumplieran los requisitos que estableció el prospecto, el cual mencionaba que cualquier persona podía invertir en los certificados, siempre y cuando contaran con nacionalidad mexicana.

Para la información de demanda y colocación de los certificados bursátiles fiduciarios, Value utilizó los medios comunes para recepción de órdenes de compra. La casa de bolsa informó a los potenciales inversionistas las características generales de los certificados bursátiles fiduciarios mediante la

publicación de un aviso de oferta pública a través del Sistema Electrónico de Envío y Difusión de Información que mantiene la BMV denominado EMISNET (Sistema Electrónico de Comunicación con Emisoras de Valores) con un día de anticipación al día en que se cierre el libro correspondiente a la emisión de los certificados bursátiles.

La casa de bolsa dio a conocer a los inversionistas los riesgos inherentes de la operación, a través del prospecto de colocación y los suplementos correspondientes.

### **3.5.2 Destino y distribución de los fondos**

El artículo séptimo del decreto 255 expresa la forma de captación y distribución de los recursos originados de la emisión, así como su aplicación en los Municipios. El cual dice:

**“ARTÍCULO SÉPTIMO.** Los recursos netos obtenidos por la emisión y colocación de los instrumentos bursátiles, una vez descontadas las cantidades necesarias para cubrir los gastos directos e indirectos relacionados con dicha emisión y colocación, así como las reservas que en el fideicomiso y en los instrumentos de la o las emisiones se establezcan, serán transmitidos a la Secretaría de Finanzas y Planeación para ser distribuidos entre los Municipios participantes conforme a lo previsto en el inciso e) de la fracción II del Artículo Sexto de este Decreto.

Dichos recursos no podrán ser utilizados por los Municipios para sufragar gasto corriente y deberán destinarse a financiar las inversiones públicas productivas determinadas por cada Ayuntamiento, pero en todo caso sólo podrán aplicarse a la ejecución de obra pública de impacto social, a infraestructura y equipamiento en materia de seguridad pública y al pago de su deuda

previamente contratada con instituciones financieras o bancarias, siempre que se encuentre inscrita en el registro de deuda pública correspondiente. En ningún caso podrán destinarse estos recursos al pago de deuda que haya sido contraída para financiar gasto corriente.

El programa de inversión de estos recursos por parte de cada Ayuntamiento deberá hacerse del conocimiento del H. Congreso del Estado, previamente a su ejecución. El Órgano de Fiscalización Superior del Estado vigilará la observancia del programa de inversión de cada Municipio, así como la correcta aplicación de los recursos conforme a este Decreto<sup>18</sup>.

Una de las razones por la que se decidió efectuar la bursatilización fue por la escases de recursos que poseen los municipios debido al uso de su presupuesto para costear el gasto corriente; es por eso que en el artículo séptimo estableció que los recursos netos obtenidos de la emisión no pueden ser utilizados por los municipios para financiar dicho gasto ni tampoco para pagar deudas a menos que hubieran sido contratadas antes de la autorización del decreto.

El monto total producto de la emisión de certificados bursátiles fiduciarios fue aplicado de la siguiente forma:

---

<sup>18</sup> Artículo 7, Decreto que autoriza la constitución de un fideicomiso bursátil y la afectación al mismo de los ingresos municipales del impuesto sobre tenencia o uso de vehículos, *Gaceta Oficial del Estado de Veracruz*, México, 10 de Junio de 2008, decreto número 255, [http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad\\_Linea/decretos/261\\_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20\(URA%2026-09-08\).pdf](http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad_Linea/decretos/261_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20(URA%2026-09-08).pdf)

**Tabla 1. Tramo VRZCB 08U**

Concepto	Pesos
Pago de los Gastos de Estructuración, Emisión y Colocación (Programa y Primera Emisión)	\$34,729,293.00
Saldo Objetivo de la Cuenta del Fondo de Reserva	\$80,000,000.00
Recursos al Fideicomisario en Segundo Lugar	\$873,470,291.34

Gastos de Estructuración, Emisión y Colocación

Comisión por Estructuración	14,310,307
Comisión por Colocación	17,172,368
Bolsa Mexicana de Valores	129,825
Comisión Nacional Bancaria y de Valores	310,866
Calificaciones	1,313,427
Honorarios del Fiduciario	747,500
Honorarios del Representante Común	345,000
Impresión del Suplemento y Acrílicos	150,000
Publicaciones	250,000
<b>Total</b>	<b>34,729,293</b>

**Tabla 2. Tramo VRZCB 08**

Concepto	Pesos
Pago de los Gastos de Estructuración, Emisión y Colocación (Programa y Primera Emisión)	\$8,922,308.00
Prima por concepto de la celebración del Contrato de Cobertura	\$5,312,500.00
Saldo Objetivo de la Cuenta del Fondo de Reserva	\$26,000,000.00
Recursos al Fideicomisario en Segundo Lugar	\$172,265,192.00

Gastos de Estructuración, Emisión y Colocación

Comisión por Estructuración	3,054,687
Comisión por Colocación	3,665,625
Bolsa Mexicana de Valores	129,825
Comisión Nacional Bancaria y de Valores	94,244
Calificadoras	1,313,427
Honorarios del Fiduciario	149,500
Honorarios del Representante Común	115,000
Impresión del Suplemento y Acrílicos	150,000
Publicaciones	250,000
<b>Total</b>	<b>8,922,308</b>

Las tablas anteriores muestran los gastos que se le restaron al monto total obtenido de la emisión. En el tramo VRZCB 08U los recursos totales obtenidos fueron por un total de 995,500,000 de pesos; a esta cantidad se le restaron los

gastos de estructuración, emisión y colocación y el saldo destinado a la cuenta del fondo de reserva dando un monto neto de 873,470,291 de pesos a distribuir.

En el tramo VRZCB 08 los recursos totales obtenidos de la emisión fueron de 212,500,000 de pesos, en este caso, a esta cantidad se le restaron los gastos de estructuración, emisión y colocación, la prima por celebrar el contrato de cobertura y lo correspondiente al fondo de reserva haciendo un monto neto de 172,265,192 de pesos.

En ambos casos se destinó una cantidad al Fondo de Reserva del fideicomiso; estos recursos destinados al fondo fueron guardados para ser utilizados en caso de ocurrir un evento de incumplimiento por parte del fideicomiso emisor.

Con relación al pago de los gastos, el Decreto en su Artículo Tercero establece:

**“ARTÍCULO TERCERO.** La afectación al fideicomiso bursátil de las cantidades que se recauden del Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos, conforme al Artículo anterior, estará sujeta a lo siguiente:

I. Las cantidades afectadas al fideicomiso se destinarán al pago de todas las obligaciones del fideicomiso y demás derivadas o relacionadas con la emisión de los valores a que se refiere la presente autorización, incluyendo todos los gastos, directos e indirectos, relacionados con dicha emisión.

II. La afectación será irrevocable y permanecerá vigente hasta que las obligaciones derivadas o relacionadas con la o las emisiones sean cubiertas en su totalidad, independientemente de que:

a) Se modifique la denominación de dicho impuesto; o

b) Se sustituya el impuesto por uno o varios nuevos impuestos que graven situaciones jurídicas o de hecho iguales o similares a las previstas en el Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos, por lo que en caso de que esto ocurra, los ingresos derivados de los nuevos impuestos quedarán automáticamente afectos al fideicomiso, en los mismos términos que los ingresos que se autoriza a afectar por este Decreto”<sup>19</sup>.

Lo anterior fundamenta las cantidades destinadas al pago de los gastos de estructuración, emisión y colocación y al pago de la prima por la Celebración del Contrato.

### **Montos Distribuidos a los Municipios**

Los recursos netos que el fideicomiso emisor obtuvo de las emisiones de los certificados bursátiles fueron entregados a la SEFIPLAN para ser distribuidos entre los municipios en el porcentaje asignado de acuerdo con la aplicación de los factores establecidos en el Artículo 15 de la Ley Número 44 de Coordinación Fiscal para el Estado y los Municipios de Veracruz de Ignacio de la Llave.

A continuación se presentan las tablas indicando los montos correspondientes a cada Fideicomitente Municipal por cada Tramo de la Emisión

---

<sup>19</sup> Artículo 3, Decreto que autoriza la constitución de un fideicomiso bursátil y la afectación al mismo de los ingresos municipales del impuesto sobre tenencia o uso de vehículos, *Gaceta Oficial del Estado de Veracruz*, México, 10 de Junio de 2008, decreto número 255, [http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad\\_Linea/decretos/261\\_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20\(URA%2026-09-08\).pdf](http://sistemas.cgever.gob.mx/2003/Normatividad_Linea/decretos/261_DECRETO%20255%20POR%20EL%20QUE%20SE%20AUTORIZA%20LA%20CONSTITUCION%20DEL%20FIDEICOMISO%20BURSATIL%20Y%20AFECTACION%20DE%20INGRESOS%20MUNICIPALES%20TENENCIA%20(URA%2026-09-08).pdf)

**Tabla 3. Tramo VRZCB 08U por un monto de \$995,500,000.00 (cantidades en pesos mexicanos)**

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
1	Acajete	1,513,255	121,608	63,889	1,327,759
2	Acayucan	8,412,454	676,039	355,168	7,381,247
3	Actopan	4,412,229	354,574	186,281	3,871,374
4	Acula	1,154,065	92,743	48,724	1,012,598
5	Acultzingo	1,681,891	135,160	71,008	1,475,723
6	Agua Dulce	10,549,038	847,738	445,373	9,255,927
7	Álamo Temapache	8,418,389	676,516	355,418	7,386,455
8	Alpatláhuac	1,382,016	111,061	58,348	1,212,607
9	Alto Lucero de Gutiérrez Barrios	3,879,316	311,748	163,782	3,403,786
10	Altotonga	3,348,295	269,075	141,363	2,937,857
11	Alvarado	4,770,316	383,351	201,399	4,185,566
12	Amatitlán	1,336,043	107,367	56,407	1,172,270
13	Amatlán De Los Reyes	3,363,320	270,282	141,997	2,951,041
14	Ángel R. Cabada	4,153,820	333,808	175,371	3,644,641
15	Apazapan	1,084,175	87,126	45,773	951,276
16	Aquila	1,076,773	86,531	45,461	944,781
17	Astacinga	1,430,408	114,950	60,391	1,255,067
18	Atlahuilco	1,497,829	120,368	63,237	1,314,223
19	Atoyac	3,965,393	318,666	167,416	3,479,311
20	Atzacan	1,910,793	153,554	80,672	1,676,566
21	Atzalan	3,790,488	304,610	160,032	3,325,846
22	Ayahualulco	1,853,384	148,941	78,249	1,626,194
23	Banderilla	2,618,828	210,453	110,565	2,297,810
24	Benito Juárez	1,900,782	152,750	80,250	1,667,783
25	Camarón de Tejeda	1,188,085	95,476	50,160	1,042,448
26	Camerino Z. Mendoza	5,046,858	405,574	213,075	4,428,210
27	Carlos A. Carrillo	1,135,042	91,214	47,921	995,907
28	Carrillo Puerto	1,694,874	136,203	71,556	1,487,115

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
29	Castillo de Teayo	2,250,887	180,885	95,031	1,974,971
30	Catemaco	4,591,806	369,005	193,863	4,028,938
31	Cazones de Herrera	2,848,390	228,901	120,257	2,499,232
32	Cerro Azul	3,871,894	311,152	163,469	3,397,274
33	Chacaltianguis	2,147,217	172,554	90,654	1,884,009
34	Chalma	2,110,246	169,583	89,093	1,851,570
35	Chiconamel	1,323,402	106,351	55,873	1,161,178
36	Chiconquiaco	1,663,086	133,648	70,214	1,459,223
37	Chicontepepec	3,203,931	257,473	135,268	2,811,190
38	Chinameca	2,252,230	180,993	95,088	1,976,150
39	Chinampa de Gorostiza	1,755,764	141,096	74,127	1,540,541
40	Chocamán	1,745,357	140,260	73,688	1,531,410
41	Chumatlán	1,366,719	109,832	57,702	1,199,185
42	Citlaltépetl	1,430,715	114,975	60,404	1,255,337
43	Coacoatzintla	1,447,478	116,322	61,111	1,270,045
44	Coahuatlán	1,343,133	107,936	56,706	1,178,491
45	Coatepec	6,926,360	556,614	292,426	6,077,320
46	Coatzacoalcos	85,381,224	6,861,377	3,604,735	74,915,112
47	Coatzintla	3,401,776	273,372	143,621	2,984,783
48	Coetzala	1,062,386	85,375	44,853	932,158
49	Colipa	1,554,122	124,892	65,614	1,363,616
50	Comapa	1,962,357	157,698	82,849	1,721,809
51	Córdoba	31,469,960	2,528,978	1,328,640	27,612,342
52	Cosamaloapan	8,542,138	686,460	360,643	7,495,034
53	Cosautlán de Carvajal	2,656,660	213,494	112,162	2,331,004
54	Coscomatepec	2,391,269	192,166	100,958	2,098,145
55	Cosoleacaque	15,757,539	1,266,302	665,272	13,825,964
56	Cotaxtla	7,051,295	566,654	297,701	6,186,940
57	Coxquihui	1,529,311	122,898	64,566	1,341,847
58	Coyutla	1,791,536	143,971	75,637	1,571,928
59	Cuichapa	2,244,435	180,367	94,758	1,969,310
60	Cuitláhuac	3,428,784	275,543	144,761	3,008,480
61	El Higo	4,707,883	378,333	198,764	4,130,786
62	Emiliano Zapata	4,822,247	387,524	203,592	4,231,131
63	Espinal	1,831,012	147,143	77,304	1,606,565
64	Fortín	4,755,541	382,163	200,776	4,172,602

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
65	Gutiérrez Zamora	5,335,846	428,797	225,276	4,681,773
66	Hidalgotitlán	2,559,751	205,706	108,071	2,245,974
67	Huatusco	5,901,908	474,287	249,174	5,178,447
68	Huayacocotla	2,085,922	167,628	88,066	1,830,227
69	Hueyapan de Ocampo	4,032,608	324,067	170,254	3,538,287
70	Huiloapan de Cuauhtémoc	1,480,649	118,987	62,512	1,299,150
71	Ignacio de la Llave	2,776,141	223,095	117,207	2,435,839
72	Ilamatlán	1,335,686	107,338	56,392	1,171,957
73	Isla	5,067,919	407,266	213,964	4,446,688
74	Ixcatepec	1,688,885	135,722	71,304	1,481,860
75	Ixhuacán de los Reyes	1,884,073	151,407	79,544	1,653,122
76	Ixhuatlán de Madero	2,706,401	217,491	114,262	2,374,648
77	Ixhuatlán del Café	2,714,208	218,118	114,592	2,381,498
78	Ixhuatlán del Sureste	2,448,448	196,761	103,372	2,148,315
79	Ixhuatlancillo	1,512,111	121,516	63,840	1,326,755
80	Ixmatlahuacan	2,115,424	169,999	89,312	1,856,113
81	Ixtaczoquitlán	15,634,645	1,256,426	660,084	13,718,135
82	Jalacingo	2,227,428	179,000	94,040	1,954,388
83	Jalcomulco	1,367,024	109,856	57,715	1,199,453
84	Jáltipan	4,848,594	389,641	204,704	4,254,249
85	Jamapa	1,470,963	118,209	62,103	1,290,651
86	Jesús Carranza	3,358,825	269,921	141,807	2,947,097
87	Jilotepec	1,625,713	130,645	68,636	1,426,432
88	José Azueta	3,688,784	296,437	155,738	3,236,609
89	Juan Rodríguez Clara	4,069,594	327,039	171,815	3,570,739
90	Juchique de Ferrer	3,316,410	266,512	140,016	2,909,881
91	La Antigua	4,676,418	375,805	197,435	4,103,178
92	La Perla	1,734,677	139,401	73,237	1,522,038
93	Las Minas	1,331,037	106,964	56,195	1,167,877
94	Lerdo de Tejada	4,079,418	327,829	172,230	3,579,359
95	Los Reyes	1,420,310	114,138	59,964	1,246,207

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
96	Magdalena	1,216,185	97,735	51,346	1,067,104
97	Maltrata	1,543,760	124,059	65,176	1,354,524
98	Manlio Fabio Altamirano	2,309,189	185,570	97,492	2,026,127
99	Mariano Escobedo	2,249,765	180,795	94,983	1,973,986
100	Martínez de la Torre	12,458,371	1,001,175	525,984	10,931,212
101	Mecatlán	1,776,794	142,786	75,015	1,558,993
102	Mecayapan	1,488,449	119,614	62,841	1,305,993
103	Medellín de Bravo	3,583,746	287,996	151,303	3,144,447
104	Minatitlán	21,833,511	1,754,577	921,796	19,157,139
105	Misantla	5,670,213	455,668	239,392	4,975,153
106	Mixtla de Altamirano	1,402,009	112,668	59,192	1,230,149
107	Moloacán	4,116,467	330,806	173,794	3,611,866
108	Nanchital de Lázaro Cárdenas del Río	10,835,959	870,796	457,487	9,507,677
109	Naolinco	1,983,452	159,393	83,740	1,740,318
110	Naranjal	1,135,238	91,230	47,929	996,079
111	Naranjos-Amatlán	3,777,120	303,536	159,467	3,314,117
112	Nautla	2,355,299	189,276	99,439	2,066,584
113	Nogales	4,517,520	363,035	190,727	3,963,758
114	Oluta	2,705,494	217,418	114,224	2,373,852
115	Omealca	2,198,999	176,715	92,840	1,929,444
116	Orizaba	33,505,518	2,692,559	1,414,579	29,398,379
117	Otatitlán	1,997,577	160,529	84,336	1,752,712
118	Oteapan	1,950,876	156,776	82,365	1,711,736
119	Ozuluama de Mascareña	4,871,230	391,460	205,660	4,274,110
120	Pánuco	8,791,375	706,489	371,166	7,713,720
121	Papantla	16,413,467	1,319,013	692,965	14,401,488
122	Paso de Ovejas	3,295,360	264,821	139,128	2,891,412
123	Paso del Macho	2,751,150	221,087	116,152	2,413,911
124	Perote	3,795,693	305,028	160,252	3,330,414
125	Platón Sánchez	2,245,468	180,450	94,802	1,970,217
126	Playa Vicente	4,980,787	400,264	210,285	4,370,237

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
127	Poza Rica de Hidalgo	27,301,718	2,194,011	1,152,659	23,955,048
128	Pueblo Viejo	3,998,501	321,326	168,814	3,508,361
129	Puente Nacional	2,502,513	201,106	105,654	2,195,752
130	Rafael Delgado	1,407,631	113,120	59,429	1,235,082
131	Rafael Lucio	1,516,884	121,899	64,042	1,330,943
132	Río Blanco	6,211,050	499,130	262,226	5,449,693
133	Saltabarranca	1,535,123	123,365	64,812	1,346,946
134	San Andrés Tenejapan	1,272,568	102,266	53,727	1,116,575
135	San Andrés Tuxtla	8,125,822	653,005	343,066	7,129,751
136	San Juan Evangelista	3,477,497	279,457	146,817	3,051,222
137	San Rafael	4,551,901	365,798	192,178	3,993,924
138	Santiago Sochiapan	3,384,388	271,975	142,886	2,969,526
139	Santiago Tuxtla	4,471,898	359,369	188,800	3,923,728
140	Sayula de Alemán	3,758,720	302,057	158,691	3,297,972
141	Sochiapa	1,041,622	83,706	43,977	913,939
142	Soconusco	1,848,753	148,569	78,053	1,622,131
143	Soledad Atzompa	1,842,965	148,104	77,809	1,617,053
144	Soledad de Doblado	3,051,634	245,234	128,838	2,677,562
145	Soteapan	2,072,656	166,562	87,506	1,818,588
146	Tamalín	2,353,745	189,151	99,373	2,065,221
147	Tamiahua	3,103,132	249,373	131,012	2,722,747
148	Tampico Alto	2,370,229	190,476	100,069	2,079,684
149	Tancoco	1,094,646	87,968	46,215	960,463
150	Tantima	1,931,966	155,256	81,566	1,695,144
151	Tantoyuca	5,504,221	442,328	232,384	4,829,508
152	Tatahuicapan de Juárez	1,335,799	107,347	56,396	1,172,055
153	Tecolutla	3,690,179	296,549	155,797	3,237,833
154	Tehuipango	1,864,309	149,819	78,710	1,635,781
155	Tempoal	4,921,210	395,477	207,770	4,317,963
156	Tenampa	1,320,185	106,092	55,737	1,158,356
157	Tenochtitlán	1,554,072	124,888	65,612	1,363,572

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
158	Teocelo	2,677,860	215,197	113,057	2,349,605
159	Tepatlatxco	1,560,359	125,393	65,877	1,369,089
160	Tepetlán	1,379,688	110,874	58,249	1,210,564
161	Tepetzintla	1,722,761	138,444	72,734	1,511,583
162	Tequila	1,733,854	139,335	73,202	1,521,317
163	Texcatepec	1,735,910	139,501	73,289	1,523,121
164	Texhuacan	1,260,781	101,318	53,229	1,106,233
165	Texistepec	2,342,549	188,251	98,901	2,055,397
166	Tezonapa	4,084,953	328,274	172,464	3,584,216
167	Tierra Blanca	11,988,029	963,378	506,126	10,518,525
168	Tihuatlán	6,861,361	551,390	289,682	6,020,289
169	Tlachichilco	1,562,955	125,602	65,987	1,371,366
170	Tlacojalpan	1,744,645	140,203	73,658	1,530,784
171	Tlacolulan	1,450,867	116,594	61,255	1,273,018
172	Tlacotalpan	2,912,462	234,050	122,962	2,555,450
173	Tlacotepec de Mejía	1,458,306	117,192	61,569	1,279,545
174	Tlalixcoyan	3,536,538	284,202	149,310	3,103,025
175	Tlalnahuayocan	1,482,166	119,109	62,576	1,300,480
176	Tlaltetela	1,413,486	113,590	59,676	1,240,220
177	Tlaquilpa	1,593,873	128,086	67,292	1,398,494
178	Tlilapan	1,099,395	88,349	46,416	964,631
179	Tomatlán	1,797,565	144,455	75,892	1,577,218
180	Tonayán	1,516,989	121,908	64,046	1,331,035
181	Totutla	1,585,714	127,431	66,948	1,391,335
182	Tres Valles	4,931,423	396,297	208,201	4,326,924
183	Tuxpan	27,122,332	2,179,596	1,145,086	23,797,651
184	Tuxtilla	1,028,277	82,634	43,413	902,229
185	Úrsulo Galván	3,332,693	267,821	140,704	2,924,168
186	Uxpanapa	1,601,617	128,709	67,619	1,405,289
187	Vega de Alatorre	3,809,326	306,124	160,827	3,342,375
188	Veracruz	98,634,368	7,926,422	4,164,274	86,543,673
189	Villa Aldama	1,690,335	135,838	71,365	1,483,133
190	Xalapa	69,131,554	5,555,527	2,918,686	60,657,342
191	Xico	2,573,741	206,830	108,662	2,258,249
192	Xoxocotla	1,453,103	116,774	61,349	1,274,980
193	Yanga	1,978,088	158,962	83,513	1,735,612
194	Yecuatla	2,232,456	179,404	94,253	1,958,799
195	Zacualpan	1,729,527	138,988	73,019	1,517,520
196	Zaragoza	1,693,618	136,102	71,503	1,486,013

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
197	Zentla	1,630,713	131,047	68,848	1,430,819
198	Zongolica	3,048,558	244,987	128,708	2,674,863
199	Zontecomatlán	1,517,148	121,921	64,053	1,331,175

Fuente: datos de la SEFIPLAN

**Tabla 4. Tramo VRZCB 08 por un monto de \$212,500,000.00 (cantidades en pesos mexicanos)**

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos Netos al Municipio
1	Acajete	323,020	47,598	13,563	261,860
2	Acayucan	1,795,728	264,606	75,398	1,455,724
3	Actopan	941,837	138,782	39,545	763,510
4	Acula	246,347	36,300	10,343	199,704
5	Acultzingo	359,017	52,902	15,074	291,041
6	Agua Dulce	2,251,805	331,810	94,547	1,825,447
7	Álamo Temapache	1,796,995	264,792	75,451	1,456,751
8	Alpatláhuac	295,006	43,470	12,387	239,149
9	Alto Lucero de Gutiérrez Barrios	828,081	122,020	34,769	671,292
10	Altotonga	714,729	105,317	30,010	579,402
11	Alvarado	1,018,275	150,046	42,755	825,474
12	Amatitlán	285,193	42,024	11,974	231,194
13	Amatlán De Los Reyes	717,937	105,790	30,144	582,002
14	Ángel R. Cabada	886,677	130,655	37,229	718,794
15	Apazapan	231,429	34,102	9,717	187,610
16	Aquila	229,849	33,869	9,651	186,329
17	Astacinga	305,336	44,992	12,820	247,523
18	Atlahuilco	319,728	47,113	13,425	259,190
19	Atoyac	846,455	124,728	35,540	686,187
20	Atzacan	407,879	60,102	17,126	330,651
21	Atzalan	809,120	119,226	33,973	655,921
22	Ayahualulco	395,625	58,296	16,611	320,717
23	Banderilla	559,017	82,373	23,472	453,172
24	Benito Juárez	405,742	59,787	17,036	328,919
25	Camarón de Tejeda	253,609	37,370	10,648	205,591
26	Camerino Z. Mendoza	1,077,306	158,744	45,233	873,328
27	Carlos A. Carrillo	242,287	35,702	10,173	196,412
28	Carrillo Puerto	361,789	53,311	15,191	293,288

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
29	Castillo de Teayo	480,476	70,800	20,174	389,502
30	Catemaco	980,170	144,431	41,155	794,584
31	Cazones de Herrera	608,019	89,593	25,529	492,897
32	Cerro Azul	826,497	121,787	34,702	670,008
33	Chacaltianguis	458,346	67,539	19,245	371,563
34	Chalma	450,454	66,376	18,913	365,165
35	Chiconamel	282,494	41,626	11,861	229,007
36	Chiconquiaco	355,003	52,311	14,906	287,787
37	Chicontepec	683,913	100,777	28,716	554,421
38	Chinameca	480,763	70,842	20,186	389,735
39	Chinampa de Gorostiza	374,787	55,226	15,736	303,824
40	Chocamán	372,565	54,899	15,643	302,024
41	Chumatlán	291,741	42,989	12,249	236,502
42	Citlaltépetl	305,401	45,002	12,823	247,577
43	Coacoatzintla	308,980	45,529	12,973	250,477
44	Coahuatlán	286,706	42,247	12,038	232,421
45	Coatepec	1,478,505	217,862	62,079	1,198,565
46	Coatzacoalcos	18,225,533	2,685,586	765,242	14,774,705
47	Coatzintla	726,145	107,000	30,489	588,657
48	Coetzala	226,778	33,416	9,522	183,839
49	Colipa	331,744	48,883	13,929	268,931
50	Comapa	418,886	61,724	17,588	339,574
51	Córdoba	6,717,599	989,858	282,054	5,445,687
52	Cosamaloapan	1,823,410	268,685	76,560	1,478,165
53	Cosautlán de Carvajal	567,092	83,563	23,811	459,719
54	Coscomatepec	510,442	75,215	21,432	413,795
55	Cosoleacaque	3,363,615	495,639	141,229	2,726,747
56	Cotaxtla	1,505,174	221,792	63,198	1,220,184
57	Coxquihui	326,448	48,103	13,707	264,638
58	Coyutla	382,423	56,351	16,057	310,015
59	Cuichapa	479,099	70,597	20,116	388,386
60	Cuitláhuac	731,911	107,849	30,731	593,330
61	El Higo	1,004,948	148,082	42,195	814,671
62	Emiliano Zapata	1,029,360	151,679	43,220	834,461
63	Espinal	390,849	57,593	16,411	316,846
64	Fortín	1,015,121	149,581	42,622	822,918

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
65	Gutiérrez Zamora	1,138,993	167,834	47,823	923,336
66	Hidalgotitlán	546,406	80,515	22,942	442,949
67	Huatusco	1,259,825	185,639	52,897	1,021,290
68	Huayacocotla	445,262	65,611	18,695	360,956
69	Hueyapan de Ocampo	860,803	126,842	36,143	697,819
70	Huiloapan de Cuauhtémoc	316,060	46,572	13,271	256,217
71	Ignacio de la Llave	592,597	87,321	24,882	480,394
72	Ilamatlán	285,116	42,013	11,971	231,132
73	Isla	1,081,801	159,407	45,422	876,973
74	Ixcatepec	360,511	53,122	15,137	292,251
75	Ixhuacán de los Reyes	402,176	59,262	16,886	326,028
76	Ixhuatlán de Madero	577,710	85,127	24,257	468,326
77	Ixhuatlán del Café	579,377	85,373	24,326	469,677
78	Ixhuatlán del Sureste	522,647	77,014	21,945	423,689
79	Ixhuatlancillo	322,776	47,562	13,553	261,662
80	Ixmatlahuacan	451,560	66,539	18,960	366,061
81	Ixtaczoquitlán	3,337,382	491,773	140,128	2,705,481
82	Jalacingo	475,468	70,062	19,964	385,443
83	Jalcomulco	291,806	42,998	12,252	236,555
84	Jáltipan	1,034,984	152,508	43,456	839,020
85	Jamapa	313,993	46,268	13,184	254,541
86	Jesús Carranza	716,977	105,649	30,104	581,224
87	Jilotepec	347,026	51,135	14,571	281,320
88	José Azueta	787,410	116,027	33,061	638,322
89	Juan Rodríguez Clara	868,698	128,005	36,474	704,219
90	Juchique de Ferrer	707,923	104,315	29,724	573,885
91	La Antigua	998,231	147,092	41,913	809,226
92	La Perla	370,285	54,563	15,547	300,175
93	Las Minas	284,124	41,867	11,930	230,328
94	Lerdo de Tejada	870,795	128,314	36,562	705,919
95	Los Reyes	303,180	44,674	12,730	245,776

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
96	Magdalena	259,608	38,254	10,900	210,454
97	Maltrata	329,532	48,558	13,836	267,138
98	Manlio Fabio Altamirano	492,921	72,633	20,696	399,591
99	Mariano Escobedo	480,236	70,764	20,164	389,308
100	Martínez de la Torre	2,659,372	391,866	111,660	2,155,846
101	Mecatlán	379,276	55,887	15,925	307,463
102	Mecayapan	317,725	46,818	13,340	257,567
103	Medellín de Bravo	764,989	112,723	32,120	620,146
104	Minatitlán	4,660,596	686,752	195,686	3,778,157
105	Misantla	1,210,367	178,351	50,820	981,196
106	Mixtla de Altamirano	299,274	44,099	12,566	242,609
107	Moloacán	878,704	129,480	36,894	712,330
108	Nanchital de Lázaro Cárdenas del Río	2,313,051	340,835	97,119	1,875,097
109	Naolinco	423,389	62,388	17,777	343,224
110	Naranjal	242,329	35,708	10,175	196,446
111	Naranjos-Amatlán	806,266	118,806	33,853	653,608
112	Nautla	502,764	74,084	21,110	407,570
113	Nogales	964,313	142,094	40,489	781,729
114	Oluta	577,517	85,099	24,248	468,169
115	Omealca	469,400	69,167	19,709	380,524
116	Orizaba	7,152,110	1,053,884	300,298	5,797,928
117	Otatitlán	426,404	62,832	17,904	345,669
118	Oteapan	416,435	61,363	17,485	337,587
119	Ozuluama de Mascareña	1,039,816	153,220	43,659	842,937
120	Pánuco	1,876,613	276,524	78,794	1,521,294
121	Papantla	3,503,629	516,270	147,108	2,840,251
122	Paso de Ovejas	703,430	103,652	29,535	570,242
123	Paso del Macho	587,262	86,535	24,658	476,070
124	Perote	810,231	119,390	34,019	656,822
125	Platón Sánchez	479,319	70,629	20,125	388,565
126	Playa Vicente	1,063,202	156,666	44,641	861,895

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
127	Poza Rica de Hidalgo	5,827,843	858,750	244,696	4,724,398
128	Pueblo Viejo	853,523	125,769	35,837	691,916
129	Puente Nacional	534,188	78,714	22,429	433,045
130	Rafael Delgado	300,474	44,276	12,616	243,582
131	Rafael Lucio	323,795	47,712	13,595	262,488
132	Río Blanco	1,325,815	195,363	55,667	1,074,785
133	Saltabarranca	327,688	48,286	13,759	265,644
134	San Andrés Tenejapan	271,643	40,027	11,406	220,210
135	San Andrés Tuxtla	1,734,543	255,590	72,829	1,406,124
136	San Juan Evangelista	742,309	109,381	31,168	601,760
137	San Rafael	971,652	143,176	40,797	787,679
138	Santiago Sochiapan	722,434	106,453	30,333	585,648
139	Santiago Tuxtla	954,574	140,659	40,080	773,835
140	Sayula de Alemán	802,339	118,227	33,688	650,424
141	Sochiapa	222,345	32,763	9,336	180,246
142	Soconusco	394,636	58,151	16,570	319,916
143	Soledad Atzompa	393,401	57,969	16,518	318,914
144	Soledad de Doblado	651,404	95,986	27,351	528,067
145	Soteapan	442,431	65,193	18,576	358,661
146	Tamalín	502,432	74,035	21,096	407,301
147	Tamiahua	662,397	97,606	27,812	536,978
148	Tampico Alto	505,951	74,553	21,244	410,154
149	Tancoco	233,664	34,431	9,811	189,422
150	Tantima	412,399	60,768	17,316	334,315
151	Tantoyuca	1,174,935	173,130	49,332	952,472
152	Tatahuicapan de Juárez	285,140	42,016	11,972	231,152
153	Tecolutla	787,708	116,071	33,074	638,563
154	Tehuipango	397,957	58,640	16,709	322,607
155	Tempoal	1,050,485	154,792	44,107	851,586
156	Tenampa	281,808	41,525	11,832	228,450
157	Tenochtitlán	331,733	48,882	13,929	268,923

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
158	Teocelo	571,618	84,230	24,001	463,387
159	Tepatlxco	333,075	49,080	13,985	270,011
160	Tepetlán	294,509	43,397	12,366	238,747
161	Tepetzintla	367,742	54,188	15,440	298,113
162	Tequila	370,110	54,537	15,540	300,033
163	Texcatepec	370,549	54,601	15,558	300,389
164	Texhuacan	269,127	39,657	11,300	218,171
165	Texistepec	500,042	73,683	20,995	405,364
166	Tezonapa	871,977	128,488	36,612	706,877
167	Tierra Blanca	2,558,973	377,072	107,444	2,074,456
168	Tihuatlán	1,464,631	215,818	61,496	1,187,317
169	Tlachichilco	333,629	49,161	14,008	270,460
170	Tlacojalpan	372,413	54,876	15,637	301,900
171	Tlacolulan	309,703	45,636	13,004	251,064
172	Tlacotalpan	621,696	91,609	26,103	503,984
173	Tlacotepec de Mejía	311,291	45,870	13,070	252,351
174	Tlalixcoyan	754,912	111,238	31,697	611,976
175	Tlalnelhuayocan	316,384	46,620	13,284	256,480
176	Tlaltetela	301,724	44,460	12,669	244,595
177	Tlaquilpa	340,229	50,134	14,285	275,810
178	Tlilapan	234,678	34,580	9,853	190,244
179	Tomatlán	383,709	56,541	16,111	311,058
180	Tonayán	323,818	47,715	13,596	262,506
181	Totutla	338,487	49,877	14,212	274,398
182	Tres Valles	1,052,665	155,113	44,199	853,353
183	Tuxpan	5,789,551	853,107	243,088	4,693,356
184	Tuxtilla	219,497	32,343	9,216	177,937
185	Úrsulo Galván	711,399	104,827	29,870	576,702
186	Uxpanapa	341,882	50,377	14,355	277,150
187	Vega de Alatorre	813,141	119,819	34,142	659,181
188	Veracruz	21,054,558	3,102,451	884,025	17,068,082
189	Villa Aldama	360,820	53,168	15,150	292,502
190	Xalapa	14,756,867	2,174,468	619,602	11,962,798
191	Xico	549,392	80,955	23,068	445,370
192	Xoxocotla	310,180	45,706	13,024	251,451
193	Yanga	422,244	62,219	17,729	342,296
194	Yecuatla	476,541	70,220	20,009	386,313
195	Zacualpan	369,186	54,401	15,501	299,284
196	Zaragoza	361,521	53,271	15,179	293,070

No.	Municipio	Monto de la Emisión	Fondo de Reserva	Gastos de Emisión	Recursos netos al municipio
197	Zentla	348,093	51,293	14,615	282,185
198	Zongolica	650,747	95,890	27,323	527,535
199	Zontecomatlán	323,851	47,720	13,598	262,533

Fuente: datos de la SEFIPLAN

Estas tablas muestran las cantidades netas que recibieron los Municipios adheridos al programa, desglosando los montos restados al monto total correspondientes a los gastos de emisión y lo asignado al Fondo de Reserva.

La SEFIPLAN, después de recibir los recursos del fideicomiso emisor, se encargó de distribuir el monto neto correspondiente a cada municipio adherido al programa de acuerdo al porcentaje de distribución estipulado en el artículo 15 de la Ley 44 de Coordinación Fiscal.

Como se puede observar los municipios que mas recibieron fueron Veracruz, Coatzacoalcos y Xalapa, mientras que los que menos recibieron fueron Tuxtilla, Sochiapa y Coetzala; esto es debido a los factores de distribución estipulados en la ley. Al municipio de Veracruz, según la ley, le corresponde el 9.38% del total recaudado, a Coatzacoalcos el 8.12%, mientras que a Xalapa le corresponde el 6.58%; en el caso de los municipios con menor participación, a Tuxtilla le compete el 0.097%, a Sochiapa el 0.099% y a Coetzala el 0.10%.

Aunado a esto, cabe destacar que los 8 municipios que fungieron como representantes comunes en el fideicomiso, son los municipios con mayor porcentaje de participación según los factores establecidos en la Ley de Coordinación Fiscal, por lo cual estos gobiernos fueron los que recibieron la mayor cantidad de recursos.

De acuerdo con la legislación vigente en el Estado de Veracruz, el Órgano de Fiscalización Superior es la entidad encargada de fiscalizar las Cuentas Públicas

del Estado y de los municipios de la Entidad. Por esta razón el Decreto de Autorización establece que dicho organismo será el encargado de supervisar la adecuada aplicación de los recursos provenientes de las emisiones bursátiles; esto, al revisar la Cuenta Pública correspondiente al ejercicio de dichos recursos y, si hubiera desapego a los términos del Decreto de Autorización, procedería el señalamiento correspondiente en el informe que al respecto rinda al Congreso. El dictamen del Órgano de Fiscalización Superior no se difunde públicamente; en el caso de que alguno de los Fideicomitentes Municipales no diera cumplimiento a los términos establecidos para el destino de los recursos, correspondería al Congreso determinar la sanción correspondiente con base en dicho dictamen.

Conforme con los Planes de Inversión que se entregaron al Congreso del Estado de Veracruz, los proyectos más relevantes en los que se deben invertir los recursos provenientes de la Emisión fueron los siguientes:

**Tabla 5. Porcentaje de distribución a los distintos conceptos**

NO.	CONCEPTO	MONTO
1	Construcción, pavimentación, rehabilitación, alineación y revestimiento de caminos, calles, avenidas y puentes	39.23%
2	Construcción y/o Rehabilitación de Drenaje	16.40%
3	Proyectos de Agua Potable	6.83%
4	Obras de Infraestructura Básica para el Sector Educativo	6.48%
5	Guarniciones y Banquetas.	6.36%
6	Unidades deportivas	3.73%
7	Electrificación y alumbrado público	3.67%
8	Rehabilitación y Construcción de Edificios de Gobierno	3.04%

9	Obras de infraestructura urbana	2.84%
10	Deuda Pública Bancaria	2.73%
11	Agrocentro para productores rurales	1.47%
12	Salud, construcción de albergues y espacios de cocina comunitaria	1.34%
13	Otras Obras de Inversión Pública Productiva	1.31%
14	Construcción de Salones Múltiples	1.15%
15	Rehabilitación y Construcción Mercado Municipal	0.77%
16	Infraestructura y Equipamiento Seguridad Pública	0.61%
17	Construcción de Muros de Contención	0.27%
18	Otras Obras de Inversión Pública Productiva	1.77%
TOTAL		100%

Fuente: datos de la SEFIPLAN

Esta figura muestra los conceptos a los cuales los Municipios debieron designar los recursos recibidos por la emisión y su porcentaje correspondiente; los porcentajes fueron establecidos de acuerdo a los planes entregados por los Municipios al Congreso Local.

### **3.6 Análisis de la bursatilización como alternativa de financiamiento para el sector público.**

La bursatilización del 20% de los ingresos municipales del ISTUV del Estado de Veracruz generó los recursos planeados de manera inmediata, ya que se obtuvo el monto total el mismo día de la emisión; por consecuencia este esquema probó ser una opción de financiamiento para los municipios del Estado participantes en el fideicomiso.

La colocación se llevó a cabo de manera exitosa debido a que la demanda de los certificados bursátiles por parte de los inversionistas cumplió con las expectativas; esto fue a causa de la correcta estructuración del programa, lo que fue calificado de muy buena manera por las Agencias Calificadoras HR y Fitch; estas calificaciones generaron certeza para los inversionistas, los cuales vieron en estos instrumentos una inversión atractiva y lo más importante, segura.

En la fecha de emisión de los certificados, se vivía una fuerte crisis financiera a nivel mundial en la que México fue de los países más afectados, ocasionando una inestabilidad en todo el sector financiero del país. La banca comercial y de desarrollo no contaba con recursos suficientes para otorgar créditos a los Estados y municipios, por lo que las tasas de interés en ese periodo eran muy altas debido al riesgo crediticio; mientras que el mercado de valores mostró más estabilidad debido a que se accedió al dinero del gran público inversionista.

Las tasas de interés de los certificados de los tramos VRZCB 08U y VRZCB 08 son de 7.45% y TIIE 182 + 2.85% respectivamente; si se comparan estas tasas con las de otros instrumentos de inversión en ese periodo, tales como los CETES, Bonos corporativos a largo plazo o pagares bancarios, los certificados bursátiles ofrecían una tasa de rendimiento mayor para el inversionista.

Para el gobierno del Estado de Veracruz, acudir a la Bolsa de Valores significó una reducción en los costos de financiamiento ya que se logró fijar la tasa de interés más competitiva en ese momento en comparación con las tasas que se obtendrían con un financiamiento tradicional como la banca comercial, o la banca de desarrollo.

En México, hasta hace pocos años, los gobiernos estatales y municipales tenían que financiar sus programas de infraestructura forzosamente mediante un crédito

bancario porque prácticamente no había otra opción de financiamiento; sin embargo con las reformas a la ley y la transformación de los mercados financieros, se destaca el fortalecimiento del mercado bursátil en los últimos años, a pesar de las crisis financieras.

El acceso de los estados y municipios al mercado bursátil es relativamente reciente, sin embargo desde su inclusión, el camino de esta alternativa de financiamiento para gobiernos locales ha ido en constante crecimiento, ya que esta opción registra un incremento gradual cada año, dado que el monto total contratado hasta el 2009 de todos los estados y municipios alcanza los 73,575 millones de pesos; esto muestra que además del Estado de Veracruz, otros Estados y municipios del país han obtenido financiamiento por medio de la bursatilización; sin embargo se debe de tener cautela en la aplicación de este esquema.

Un factor clave en las bursatilizaciones es la calificación crediticia otorgada, la cual fue el referente más importante para establecer la tasa de interés que se aplicó a los certificados bursátiles VRZCB 08U y VRZCB 08. Lo natural en bursatilizaciones privadas es que la tasa de interés que se aplique, refleje el riesgo del emisor; sin embargo para este caso, el Estado de Veracruz y los municipios fueron los emisores, por lo que se consideraron diferentes aspectos para fijar el riesgo crediticio.

Para el fideicomiso bursátil del Estado de Veracruz, la fuente de pago fueron los ingresos por la recaudación de un impuesto, por lo que la tasa de interés se fijó de acuerdo, principalmente, a la situación financiera en la que se encontraba el Estado, que es la que indica la capacidad de pago que tiene éste. Un punto en contra que se puede encontrar con esto es que la recaudación que se pueda obtener por un determinado impuesto es incierta porque depende principalmente de factores externos como el comportamiento del sector, el nivel de actividad

económica, o incluso si puede ser derogado, como es el caso del ISTUV, sin embargo a pesar de esto se determinó que esta emisión tiene un riesgo muy bajo.

La bursatilización, a diferencia de otras fuentes de financiamiento tradicionales, implica el acceso a inversionistas institucionales mexicanos como son las AFORES, aseguradoras de vida y sistemas de rentas vitalicias, los cuales se dedican a invertir exclusivamente en instrumentos de deuda de bajo riesgo, alto nivel de transparencia y supervisión externa, para ofrecerlos a sus clientes; los certificados bursátiles que emitió el Estado de Veracruz cuentan con muy bajo riesgo y alta calidad crediticia, por lo que estas instituciones fueron las principales adquirientes de los valores, lo que fue una de las principales causas de que la bursatilización se convirtiera en una opción real de financiamiento inmediato.

El nivel de exigencia que se cuenta en el mercado bursátil ocasionó que la operación fuera debidamente estructurada, lo que no se presenta en el sector bancario donde las exigencias son menores. Estas exigencias aseguran el cumplimiento y el seguimiento del proyecto de manera eficiente.

Algunos grupos políticos se opusieron a la aplicación de este esquema financiero argumentando que se iba a comprometer una parte importante de las finanzas del Estado y que el costo de la deuda terminaría siendo muy grande; sin embargo al ser un esquema relativamente nuevo, existe desconocimiento de las ventajas y la forma de operar del mercado de deuda en la bolsa de valores para los Estados y municipios.

La bursatilización del 20% de los ingresos de ISTUV permitió a los municipios del Estado de Veracruz financiar sus proyectos de infraestructura al costo más bajo y a un plazo mayor, de la misma manera la operación le permitió al Estado ahorrarse el costo de intermediación bancaria. Un menor costo de financiamiento y

mejores plazos significan para el gobierno del Estado una disminución en los pagos anuales destinados a un proyecto.

Una de las principales críticas que se le hicieron a esta emisión en la bolsa de valores fue el argumento de que se comprometía el ingreso del ISTUV, privando al Estado de percibir estos recursos; no obstante esta es una característica fundamental en las bursatilizaciones, la cual no poseen los financiamientos tradicionales. Los ingresos que respaldan la emisión fueron traspasados al fideicomiso emisor, lo que resulta en una menor afectación de éstos, dejándolos fuera del alcance de otros acreedores que tenga el gobierno del Estado, al mismo tiempo que le impide a los municipios utilizar esos recursos para otros fines, quedando los ingresos exclusivamente para el servicio de la deuda. En conjunto estos factores le han generado una mayor flexibilidad financiera al gobierno del Estado y a los municipios.

Lo anterior resulta clave en momentos de crisis financiera, en donde los recursos financieros escasean y existe urgencia por obtener financiamiento, ya que es en esos momentos donde el sector público debe considerar alternativas de financiamiento que se adapten a sus necesidades y que les resulte en una menor carga financiera para las siguientes administraciones; es por eso que la bursatilización le ha permitido al Estado contar con una deuda sumamente controlada.

El Maestro Epifanio Pineda, experto en finanzas, considera que en México existe un evidente rezago en lo que respecta a la ingeniería financiera, debido a los constantes prejuicios y a la cautela que toma el gobierno para implementar innovaciones financieras. El experto opina que los gobiernos deben de estar abiertos a todo tipo de alternativas que existan en el mercado financiero para obtener financiamiento y no quedarse estancados en los mismos instrumentos

tradicionales, a la vez que la implementación nuevos modelos de financiamiento estimula el crecimiento del sector financiero mexicano.

Este esquema bursátil no solo le generó una opción de financiamiento a los municipios de Veracruz, sino que también ha traído beneficios para el gran público inversionista que adquirió los certificados en el mercado primario, así como para los pequeños y grandes inversionistas que han adquirido estos instrumentos por medio de casas de bolsa, AFORES, aseguradoras y demás en el mercado secundario.

El entrevistado Epifanio Pineda considera que los esquemas de bursatilización son un sumamente efectivos debido a las ventajas que le pueden ofrecer a emisores, inversionistas y a la industria de servicios financieros en general. El experto considera que la bursatilización, como alternativa de financiamiento, es más eficiente porque controla mejor el riesgo crediticio. La separación de los ingresos a bursatilizar de los riesgos asociados con los gobiernos locales, así como la supervisión continua que llevan a cabo las agencias calificadoras hacen que las operaciones se vuelvan altamente transparentes. Una operación de bursatilización tiene también la posibilidad de asignar diferentes niveles de riesgo a los inversionistas mejor preparados para asumirlo, haciendo un respectivo análisis a través de diversas técnicas financieras, tal es el caso de un estudio del valor presente neto del instrumento, evaluando el valor de su dinero en el tiempo. Todo esto, según el entrevistado, resulta en una reducción en los costos de financiamiento para aquí gobierno que decida utilizar este esquema financiero.

Si bien la bursatilización requiere de un mayor esfuerzo de parte de los gobiernos locales debido a los costos de estructuración, emisión, colocación y supervisión, estas acciones permiten beneficios mayores a las que normalmente se obtendrían bajo un financiamiento tradicional. Es evidente, por lo tanto, que ningún gobierno

se embarcaría en un proceso de bursatilización de sus ingresos si no viera claras ventajas en ello.

El autor considera que la bursatilización presenta una opción real de financiamiento para los gobiernos locales, sin embargo se tienen que tomar en cuenta una serie de consideraciones importantes antes de llevarse a cabo su aplicación, a manera de que se generen mayores beneficios y no se obtengan resultados negativos.

En el caso de la bursatilización del 20% de los ingresos municipales del ISTUV en el Estado de Veracruz, el programa para constituir el fideicomiso estuvo planeado y estructurado correctamente, no obstante, previo a la elaboración de un programa para constituir un fideicomiso bursátil, se debió llevar a cabo un análisis de la situación financiera que presentan los municipios del Estado antes de proponerles adherirse al programa, ya que existen ayuntamientos que no cuentan con finanzas suficientemente sanas, por lo que para esos municipios dejar de recibir el ingreso del ISTUV durante 30 años puede resultar contraproducente.

Es por eso que el autor considera que se debe aplicar una correcta administración de las finanzas antes de planear aplicar esta alternativa de financiamiento en los municipios, ya que puede suceder que los recursos obtenidos por bursatilar no sean utilizados para los fines establecidos.

### **3.7 Otras experiencias exitosas de Bursatilización**

A nivel mundial, desde la década de los años setentas se han hecho operaciones de bursatilización. Las primeras operaciones eran respaldadas por *commodities* (cobre, oro, plata, etc.); sin embargo las primeras bursatilizaciones como se conocen actualmente se concentraban en el sector energético y se extendieron a otros sectores, evolucionando hasta llegar a lo que son hoy en día.

En este punto se describirán otras experiencias exitosas de bursatilización en México, analizando desde el caso de Telmex en 1987, hasta experiencias actuales.

### **3.7.1 Caso Telmex**

La primera bursatilización de *Trade Receivables* (cuentas por cobrar) realizada en una economía emergente fue efectuada en 1987, siendo el originador la compañía Telmex, compañía paraestatal en ese momento, la cual desde ese año a 1992 instrumentó varias operaciones de bursatilización por un monto total aproximado de 1,598 millones de dólares, a través de Citibank, intermediario de la operación.

Estas operaciones se dieron debido a la presión para obtener recursos del mercado internacional, en donde los bancos internacionales tenían cerrados los créditos a las economías emergentes; mediante estas operaciones, los países emergentes lograron encontrar un escape a las restricciones aplicadas por la banca internacional. La estrategia clave que llevó al éxito a esta operación fue convencer a los inversionistas de que en el proceso de emisión de los bonos, los riesgos eran mínimos, a pesar de que el originador estaba ubicado en un país emergente.

### **3.7.2 Bursatilización FOVISSSTE**

En junio 2009 el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE) por medio de su Fondo de Vivienda (FOVISSSTE) llevo a cabo una emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios por un monto de 3,500 millones de pesos, equivalente a 823,852,300 UDIS.

La operación fue la primera realizada al amparo de un programa de emisión de Certificados Bursátiles autorizado por la CNBV por un monto total de hasta \$20,000 Millones de Pesos o su equivalente en UDIS. Esta emisión de Certificados Bursátiles se realizó bajo un esquema de financiamiento estructurado, en el cual, la fuente de pago de dichos certificados son los flujos de efectivo generados por un portafolio de créditos hipotecarios previamente seleccionado. Dicho portafolio de créditos hipotecarios fue cedido a un Fideicomiso Emisor el cual es administrado por HSBC en su calidad de Fiduciario para conformar el patrimonio de dicho Fideicomiso y funcionar como única fuente de pago de los Certificados Bursátiles.

Descontando los gastos generados de la oferta por la colocación, los cuales fueron por un total de \$27,850,999.00 (veintisiete millones ochocientos cincuenta mil novecientos noventa pesos 00/100 M.N.), la emisión generó un monto total de \$3,471,960,530.00 (tres mil cuatrocientos setenta y un millones novecientos sesenta mil quinientos treinta pesos 00/100 M.N.). Esta operación de bursatilización le permitió al FOVISSSTE contar con recursos frescos, los cuales en su totalidad fueron utilizados para otorgar nuevos créditos hipotecarios a más trabajadores que coticen en el ISSSTE.

### **3.7.3 Emisión de certificados bursátiles del gobierno del Distrito Federal**

El 18 de diciembre del 2009, el gobierno del Distrito Federal efectuó una emisión de certificados bursátiles por un monto de 1,000 millones de pesos respaldados por el 80% de sus participaciones federales, los cuales fueron destinados a diversas obras públicas y al refinanciamiento de la deuda con instituciones de crédito.

El gobierno del Distrito Federal ya contaba con experiencias satisfactorias de emisiones en la bolsa en años pasados, es por eso que de nueva cuenta

acudieron al mercado de valores para obtener financiamiento para el ejercicio del año 2009, para el cual el Distrito Federal tenía un tope de endeudamiento de 1,950 millones de pesos.

La colocación en la bolsa de valores de los certificados bursátiles GDFCB 09 se efectuó de forma exitosa ya que representó una tasa sumamente competitiva en comparación con emisiones de calificación crediticia similares realizadas en las mismas fechas. La transacción tuvo una sobredemanda de más de tres veces el monto colocado, lo cual refleja la demanda que hubo por los títulos. A pesar del entorno de volatilidad en los mercados financieros locales e internacionales que se vivían a esa fecha, los términos y condiciones incluidos en la emisión de estos certificados bursátiles ratificaron la confianza de los inversionistas domésticos en el manejo de las finanzas públicas de la Ciudad de México.

Al monto total recibido por la emisión se le restó la cantidad de 4,068,331.25 (cuatro millones sesenta y ocho mil trescientos treinta y un pesos 25/100 M.N.) por concepto de los gastos de colocación, obteniendo recursos netos por 995,931,668.75 (novecientos noventa y cinco millones novecientos treinta y un mil seiscientos sesenta y ocho pesos 75/100 M.N.).

Los recursos generados de la operación fueron destinados para financiar la inversión pública productiva, para la cual se hizo un oficio que contenía las Obras Elegibles o Pasivo a Refinanciar en el cual se enlistaron los fines para las cuales podían ser utilizados dichos recursos.

A continuación se describen los fines establecidos para la distribución:

**Tabla 6. Obras elegibles o pasivo a refinanciar**

<b>Obra Elegible o Pasivo a Refinanciar</b>	<b>Monto</b>
Construcción de una Unidad de Salud en Ajusco Medio	\$90,000,000.00
Suministro, Instalación y Puesta en Operación de una Red de Comunicaciones y Servicios en el Sistema del Transporte Colectivo, que considera la Implantación de un Sistema de Video Vigilancia y Alarmas	\$132,240,000.00
Construcción de 4 Puentes Vehiculares en el Circuito Interior	\$294,000,000.00
Construcción de la Planta Potabilizadora La Caldera	\$11,821,679.00
Línea 12 del Metro Tláhuac-Mixcoac de la Ciudad de México.	\$2,355,923,473.00
Amortización de la Deuda Interna con Instituciones de Crédito	\$405,923,472.70
<b>Total</b>	<b>\$3,289,908,624.70</b>

Fuente: Secretaria de Finanzas del Distrito Federal

Los recursos obtenidos por la emisión sirvieron para amortizar la deuda contraída con la banca comercial, y el resto fue distribuido para financiar parte de los proyectos de infraestructura estipulados en el listado de obras elegibles de inversión productiva.

Esta operación resulto de manera satisfactoria ya que probó ser una opción de financiamiento con menor costo en comparación a otras, como es por medio de la banca comercial la cual le había otorgado al gobierno capitalino en el mismo periodo un crédito de 811 millones de pesos a un plazo de 20 años con una tasa de interés de TIIE 28 + 1.50, mientras que los certificados GDFCB 09 tienen una tasa de TIIE 28 + 0.49 a un plazo de 5 años. Esto quiere decir que la emisión permitió un financiamiento con menor costo y a menor plazo para el Gobierno del Distrito Federal.

## **Características principales de la emisión de certificados bursátiles GDFCB 09**

Fiduciario Emisor: The Bank of New York Mellon, S.A., Institución de Banca Múltiple.

Fideicomitente del Fideicomiso Emisor: Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple.

Amortización: Un solo pago en su fecha de vencimiento.

Periodicidad en el Pago de Intereses: Cada 28 (veintiocho) días.

Tasa: TIIE a 28 días, más 0.49%.

Clave de Pizarra: GDFCB 09.

Tipo de Valor: Certificados Bursátiles Fiduciarios.

Vigencia del Programa: Desde su fecha de autorización por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y hasta el 31 de diciembre de 2009.

Plazo de Vigencia de la Emisión: 1,823 (Mil ochocientos veintitrés) días, equivalente a aproximadamente 5 (cinco) años.

Valor Nominal de los Certificados Bursátiles: \$100.00 (Cien Pesos 00/100 M.N.).

Precio de Colocación de los Certificados Bursátiles: \$100.00 (Cien Pesos) por Certificado Bursátil.

Monto Total Autorizado del Programa: Hasta \$1,800'000,000.00 (Un Mil Ochocientos Millones de Pesos 00/100 M.N.) o su equivalente en Unidades de Inversión.

Monto de la Emisión: \$1,000'000,000.00 (Un Mil Millones de Pesos 00/100 M.N.).

Número de Emisión: Primera.

Fecha de Publicación de la Convocatoria: 15 de diciembre de 2009.

Fecha de Publicación del Aviso de Colocación: 17 de diciembre de 2009.

Fecha de Emisión: 18 de diciembre de 2009.

Fecha de Registro en la BMV: 18 de diciembre de 2009.

Fecha de Liquidación: 18 de diciembre de 2009.

Fecha de Vencimiento: 15 de diciembre de 2014.

Recursos Netos que obtuvo el Emisor: \$995'931,668.75 (Novecientos noventa y cinco millones novecientos treinta y un mil seiscientos sesenta y seis Pesos 75/100 M.N.).

### **Calificación crediticia otorgada a la emisión**

Para la emisión de los Certificados Bursátiles que efectuó el Gobierno del distrito Federal las Calificadoras de Valores encargadas de evaluar la operación fueron Fitch México y Standard & Poor's.

- Calificación otorgada por Fitch México, S.A. de C.V.: “AAA(mex)” lo que significa “La más alta calidad crediticia”. Representa la máxima calificación asignada por Fitch México en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el Gobierno Federal.
- Calificación otorgada por Standard & Poor’s, S.A. de C.V.: “mxAAA”. Este calificación indica que la capacidad de pago, tanto de intereses como principal es sustancialmente fuerte. Esta calificación es el grado más alto que otorga Standard & Poor’s en su escala nacional.

## **CAPÍTULO IV**

### **CONCLUSIONES**

#### **4.1 Conclusiones**

La bursatilización es un esquema financiero a través del cual se colocan títulos de deuda en la bolsa de valores respaldados por activos financieros que son acoplados y traspasados a un fideicomiso para garantizar el pago, con la finalidad de obtener liquidez de activos que no son líquidos.

Este instrumento financiero representa una alternativa frente a otros esquemas de financiamiento tradicionales como la banca comercial, o la banca de desarrollo, ya que a diferencia de estas fuentes de financiamiento, acceder al mercado bursátil implica obtener recursos líquidos del gran público inversionista del país.

Con el paso del tiempo este tipo de operaciones se han venido modificando, con la finalidad de que sea aplicado en todos los sectores y con eso ampliar el alcance del mercado de valores como medio para obtener financiamiento; estas adaptaciones han logrado incluir al sector público, que desde el 2001 propiamente

fue el año en el que se integraron los gobiernos locales a las operaciones bursátiles.

En el Estado de Veracruz se decidió bursatilizar los ingresos municipales del ISTUV, por lo cual se obtuvieron 1,208,000,000 de pesos el mismo día de la emisión en la BMV, dichos recursos fueron distribuidos a todos los municipios que participaron en el programa para su aplicación a los distintos fines según los porcentajes establecidos por el congreso local.

En Veracruz se observó que algunos diputados se opusieron a la aprobación de la bursatilización expresando una serie de argumentos en contra, sin embargo se ha visto en otros estados donde esos mismos partidos se han encontrado en el poder y han optado por su aplicación; tal es el caso del gobierno del Distrito Federal que ha colocado certificados bursátiles en varias ocasiones, utilizando este esquema recurrentemente como alternativa de financiamiento, ya que le ha traído beneficios para llevar a cabo sus proyectos de desarrollo.

Dentro del estudio de la administración, las finanzas públicas encuentran en la bursatilización una fuente de recursos que permite a los Estados y municipios enfrentar la falta de liquidez con la que se encuentran constantemente y así contar con los recursos necesarios para cumplir con las demandas de los ciudadanos.

La bursatilización es una forma global de financiamiento en donde tienen participación emisores del sector público y privado, fideicomisos, intermediarios bursátiles, casas de bolsa, las calificadoras de valores, agentes estructuradores y el gran público inversionista que es el que provee los recursos para ser destinados al emisor.

Es por eso que la bursatilización permitió una alternativa de financiamiento para el sector público en el Estado de Veracruz.

Por lo que se concluye que la hipótesis, la bursatilización permite una alternativa de financiamiento para el sector público en el Estado de Veracruz, es verdadera.

## **4.2 Recomendaciones**

La bursatilización es un instrumento que ha demostrado ser una fuente de financiamiento alterna para los gobiernos locales de México; ya se observó con la investigación que este esquema provee de liquidez a las entidades y municipios que la requieren.

Sin embargo se deben de tomar en cuenta varios aspectos al utilizar esta herramienta financiera, para lo cual, el autor enlista, a continuación, una serie de recomendaciones para la aplicación de esta alternativa de financiamiento:

1. Debe de aplicarse solamente en situaciones en donde el gobierno se ve urgido de obtener recursos frescos. Si el estado cuenta con dinero suficiente en sus arcas, no hay necesidad de recurrir a esta opción
2. Planear detenidamente a qué plazo será conveniente hacer la emisión, puesto que puede ser más beneficioso tener plazos menores a 30 años, para así, tener un mayor control sobre la deuda.
3. Otro punto importante a considerar antes de bursatilizar un ingreso público, es que se debe de asegurar que los recursos que se obtengan se van a traducir en obras de impacto social que le generen beneficios a la sociedad y al mismo gobierno,
4. Las obras en las que se inviertan los recursos deben de significar la creación de empleos para los ciudadanos, y con esto impulsar la economía de la entidad.

**BIBLIOGRAFÍA**

ADAM, Juan Alberto, *Análisis bursátil*, 1ª edición, México, Ed. IMCP, 2009

AMAT, Oriol, *La bolsa, funcionamiento y técnicas para invertir*, 8ª edición, España, Ed. Ediciones Deusto, 2010

AREVALO, María, *Parámetros de inversión en acciones de valor bursátil*, 3ª edición, México, Ed. IMCP, 2005

BARCELATA, Hilario, *Las finanzas públicas estatales y municipales en México*, 1ª edición, México, Ed. Edición electrónica gratuita, 2010

DAVIS, Henry A., *Infrastructure finance: trends and techniques*, 1ª edición, Londres, Ed. Euromoney books, 2008.

LITTLE, Jeffrey, *Como entender Wall Street*, 9ª edición, México, Ed. McGraw Hill, 2006

PATEIRO, Carlos, *Análisis sectorial del mercado de valores*, 4ª edición, España, Ed. Netbiblo, 2006.

PERDOMO, Abraham, *Administración financiera de inversiones 3*, 2ª edición, México, Ed. McGraw Hill, 2005.

RUBLI, Federico. *Proceso de innovación financiera en la economía global*, 1ª edición, España, Ed. Banco de México, 2009.

VILLEGAS, Eduardo, *Administración de inversiones*, 9ª edición, México, Ed. McGraw Hill, 2005

### **BIBLIOGRAFÍA COMPLEMENTARIA**

VEGA RODRIGUEZ, Francisco Javier, *La bursatilización de activos financieros: introducción a los fundamentos de las nuevas tecnologías financieras para la administración del riesgo crediticio*. 1ª edición, México, Ed. Ariel Divulgación, 1995

DOWNES, JOHN; ELLIOT, JORDAN, *Dictionary of finance and investment terms*, 1a edición, Estados Unidos, ed. Barron's, 2006

KENDALL, LEON T.; FISHMAN, MICHAEL J.; *A primer on securitization*, 3a edición, Estados Unidos, Ed. MIT Press, 1998

PORTAL DE LA SEFIPLAN  
<http://bursatilizacion.veracruz.gob.mx>

FITCH MÉXICO  
[http://www.fitchmexico.com/espanol/Listados/Estados/Archivos/VRZCB08\\_08U.pdf](http://www.fitchmexico.com/espanol/Listados/Estados/Archivos/VRZCB08_08U.pdf)

HR RATINGS  
<http://www.hrratings.com/pdf/30%20Veracruz%20Primera%20Recalificaci%C3%B3n%20Comunicado%20de%20Prensa%20180110.pdf>

COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES

[http://www.cnbv.gob.mx/recursos/circula/CUBancos/CUB\\_Anexo%2033\\_C-2%20Bursatilizaci%C3%B3n.doc](http://www.cnbv.gob.mx/recursos/circula/CUBancos/CUB_Anexo%2033_C-2%20Bursatilizaci%C3%B3n.doc)

BOLSA MEXICANA DE VALORES

[http://www.bmveducacion.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV\\_repositorio/\\_vtp/BMV/BMV\\_8a1\\_informacion/\\_rid/223/\\_mto/3/CPOS.pdf?repfop=view&reptp=BMV\\_8a1\\_informacion&repfiddoc=134&repinline=true](http://www.bmveducacion.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/_vtp/BMV/BMV_8a1_informacion/_rid/223/_mto/3/CPOS.pdf?repfop=view&reptp=BMV_8a1_informacion&repfiddoc=134&repinline=true)

IXE CASA DE BOLSA

[http://www.ixe.com.mx/storage/Termometro\\_AGO09.pdf](http://www.ixe.com.mx/storage/Termometro_AGO09.pdf)

EL FINANCIERO EN LINEA

<http://www.elfinanciero.com.mx/>