



BIBLIOTECA UNACH  
INFORMATICA Y POSGRADO  
UNIVERSIDAD AUTONOMA DE CHIAPAS



FACULTAD DE CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN  
CAMPUS I  
DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

**“PROPUESTA DE UN MODELO BASADO EN LA COLOCACIÓN DE  
INSTRUMENTOS DE DEUDA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES (BMV);  
UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO BURSÁTIL PARA LOS GOBIERNOS  
MUNICIPALES DEL ESTADO DE CHIAPAS”**

**T E S I S**

**PARA OBTENER EL GRADO DE:  
MAESTRO EN FINANZAS**

**PRESENTA**

*Neiman Escobar Joaquín*

**DIRECTOR**

*M.A. Cleyde Gómez Gómez*

**TUXTLA GUTIÉRREZ, CHIAPAS.**

**MAYO DE 2007.**

## DEDICATORIA

### *A Dios:*

*Por darme la oportunidad de haber terminado esta tesis, por bendecirme al darme sabiduría, por ser el mejor consejero, y por escucharme en todo momento.*

### *A mi madre y padre:*

*Por todo el apoyo incondicional recibido durante mi formación académica y, por guiarme y estar siempre conmigo en los buenos y malos momentos de la vida.*

### *A Rocío, Ernesto y Antonio:*

*A mis hermanos por su cariño, comprensión y apoyo.*

### *A familiares, amigos y futura sobrina:*

*Porque me han acompañado en el recorrer de este camino.*

### *A Laura:*

*La alegría y el amor de mi vida, por su gran apoyo y el maravilloso tiempo compartido.*

## RECONOCIMIENTOS

*Al M.A. Cleide Gómez Gómez, por participar como mentor y director en el desarrollo de esta tesis.*

*A la Universidad Autónoma de Chiapas por contribuir a mi formación y desarrollo profesional.*

*Al Lic. Luis Alberto García Esquivel, Ejecutivo de la Casa de Bolsa Interacciones; al Lic. Omar de la Torre Ponce de León, Analista Financiero de la Compañía Calificadora Fitch Ratings; a la Lic. Daniela Brandazza Hidalgo, Associate Director de la Compañía Calificadora Standard & Poors; al Ing. Enrique Pareja H., Gerente de Relación con Emisores de la Compañía Calificadora Moody's; y al Lic. Diego Layson, Gerente de la Subdirección de Promoción de Emisoras de la BMV; por todo el apoyo y orientación recibido en la elaboración de esta tesis.*

*A los Maestros integrantes del Comité Revisor de la tesis: Mtro. Cleide Gómez Gómez, Mtro. César Maza González, Mtro. Marcos Ricardo Gutiérrez Ayala y al Mtro. Víctor de la Rosa Peña, por sus valiosas aportaciones.*

*A la Mtra. Ana Laura Moreno Lázaro y al Mtro. Michael Dennis Brown, Coordinadora de la Carrera de Negocios y Profesor de Inglés respectivamente, del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, Campus Chiapas; por su invaluable apoyo.*

## ÍNDICE DE CONTENIDO

	<b>Página</b>
<b>DEDICATORIA .....</b>	ii
<b>RECONOCIMIENTOS .....</b>	iii
<b>RESÚMEN .....</b>	viii
<b>ABSTRACT .....</b>	ix
<b>CAPITULO I. INTRODUCCIÓN AL PROCESO DE INVESTIGACIÓN .....</b>	<b>1</b>
1.1. Planteamiento del Problema .....	2
1.2. Preguntas de Investigación .....	6
1.3. Objetivos General .....	6
1.3.1. Objetivos Específicos .....	6
1.4. Factores por Investigar .....	7
<b>CAPÍTULO II. ANTECEDENTES DEL MERCADO MEXICANO DE VALORES Y DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA .....</b>	<b>8</b>
2.1. El Mercado de Valores en México .....	9
2.1.1. Generalidades .....	9
2.1.2. Antecedentes Históricos .....	10
2.1.3. Precisiones Conceptuales .....	14
2.1.4. Objetivo y Funciones .....	17
2.1.5. Importancia .....	18
2.1.6. La Inversión Bursátil .....	19
2.1.7. Características de la Inversión Bursátil .....	21
2.1.8. Diversificación, Estrategias de Inversión y Asesoría Profesional .....	25
2.1.9. Beneficios y Responsabilidades .....	28
2.1.10. Clasificación de los Mercados Financieros .....	31
2.1.10.1. Tiempo o Características .....	31
2.1.10.2. Renta .....	33
2.1.10.3. Destino de los Fondos o Fase de Negociación .....	34
2.1.11. Instrumentos del Mercado de Valores .....	37
2.1.12. Importancia de la Calificación de Valores .....	40

2.1.13. Participantes .....	42
2.1.14. Índices Bursátiles .....	46
2.1.15. Capitalización Extranjera y Operaciones de Arbitraje .....	47
2.1.16. Factores que Inciden en el Comportamiento del Mercado .....	47
2.1.17. Funcionamiento .....	48
2.2. Instrumentos de Deuda Emitidos en México .....	50
2.2.1. Generalidades .....	50
2.2.2. Antecedentes Históricos .....	51
2.2.3. Definición .....	54
2.2.4. Objetivo .....	55
2.2.5. Importancia .....	56
2.2.6. Clasificación de los Instrumentos de Deuda .....	56
2.2.6.1. Por su Forma de Cotización .....	56
2.2.6.2. Por su Forma de Colocación .....	57
2.2.6.3. Por su Grado de Riesgo .....	58
2.2.7. Elementos de los Instrumentos de Deuda .....	70
2.2.8. Categoría de los Instrumentos de Deuda .....	72
2.2.9. División y Tipos de Operaciones con los Instrumentos de Deuda .....	74
2.2.9.1. Mercado Primario .....	74
2.2.9.2. Mercado Secundario .....	74
2.3.0. Tasas de Referencia y Tasas Equivalentes .....	76
2.3.1. El Mercado Internacional de Eurobonos .....	77
2.3.2. Conclusión .....	78

**CAPITULO III. FINANZAS PÚBLICAS DE LOS GOBIERNOS MUNICIPALES DEL ESTADO DE CHIAPAS .....**

3.1. El Gobierno Municipal en México .....	81
3.2. Generalidades .....	81
3.3. Antecedentes Históricos .....	82
3.4. Precisiones Conceptuales .....	84
3.5. Marco Jurídico .....	86
3.6. Integración, Organización y Funciones .....	89
3.7. Finanzas Públicas .....	90
3.7.1. Fuentes de Financiamiento .....	93

3.8. Calificación de Riesgo Crediticio .....	107
3.8.1. ¿Por qué los estados y municipios deben calificar su deuda? .....	109
3.8.2. ¿Qué beneficios obtienen estados y municipios? .....	113
3.8.3. ¿Quién califica? .....	114
3.8.4. ¿Qué califican las agencias calificadoras? .....	114
3.8.5. ¿Cuáles son los criterios para calificar la calidad crediticia? .....	118
3.8.6. ¿Qué escala de calificaciones utilizan las compañías calificadoras? ..	121
3.9. Fideicomiso Maestro y Esquemas de Financiamiento Estructurado sobre Ingresos Propios .....	125
3.10. Identificación y Administración de Riesgos .....	130
3.11. Transparencia, Rendición de Cuentas y Acceso a la Información Pública	132
3.12. Control Interno y Fiscalización Superior .....	136
3.13. Políticas Públicas .....	140
3.14. Ventajas de las Tecnologías de Información (TI) .....	141
3.15. Conclusión .....	142
<b>CAPITULO IV. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN .....</b>	<b>143</b>
4.1. Introducción .....	144
4.2. Método de la Entrevista .....	145
4.3. Aplicación de la Entrevista .....	145
4.4. Método de Análisis de Documentos .....	146
4.5. Aplicación de Análisis de Documentos .....	146
4.6. Método de Estudio de Casos .....	146
4.7. Descripción del Estudio de Caso .....	146
4.7.1. Calificación de Riesgo Crediticio .....	147
4.7.2. Representatividad Nacional por Ingresos .....	148
4.8. Limitaciones .....	149
<b>CAPITULO V. INVESTIGACIÓN DE CAMPO .....</b>	<b>150</b>
5.1. Introducción .....	151
5.2. Forma en que se Analizaron los Datos .....	151
5.3. Resultados Encontrados .....	152
5.4. Interpretación de los Resultados .....	166
5.4.1. Calificación de Riesgo Crediticio .....	166

5.4.2. Prospecto de Colocación .....	171
5.4.3. Colocación del Instrumento de Deuda .....	177
5.4.4. Análisis de Crédito .....	182
<b>CAPITULO VI. PRODUCTO FINAL .....</b>	<b>185</b>
6.1. Introducción .....	186
6.2. Propuesta de un modelo basado en la colocación de instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), una alternativa de financiamiento bursátil para los gobiernos municipales del Estado de Chiapas. ....	186
6.3. Metodología del Modelo .....	187
6.3.1. Calificación de Riesgo Crediticio .....	187
6.3.2. Contacto Bursátil .....	191
6.3.3. Colocación del Instrumento de Deuda .....	194
6.4. Conclusión .....	196
<b>CAPITULO VII. CONCLUSIONES Y TRABAJOS FUTUROS .....</b>	<b>197</b>
7.1. Conclusiones de la Investigación .....	198
7.2. Futuras Investigaciones .....	199
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>200</b>
<b>APÉNDICES .....</b>	<b>207</b>
A. Entrevista Semiestructurada (Compañía Calificadora Fitch Ratings) .....	207
B. Entrevista Semiestructurada (Casa de Bolsa Interacciones) .....	208
C. Entrevista Semiestructurada (Bolsa Mexicana de Valores) .....	209
<b>ABREVIATURAS .....</b>	<b>210</b>
<b>ÍNDICE DE FIGURAS Y GRÁFICAS .....</b>	<b>213</b>
<b>ÍNDICE DE CUADROS .....</b>	<b>214</b>
<b>GLOSARIO DE TÉRMINOS .....</b>	<b>215</b>

## RESÚMEN

Vivimos en un Estado en constante crecimiento y evolución, donde cada vez más la sociedad exige servicios públicos, proyectos y obra pública de calidad. Sin embargo, para cumplir con estas exigencias los gobiernos municipales emplean el factor económico, nos referimos a “los recursos financieros”, los cuales desafortunadamente son insuficientes o escasos. Estos se obtienen por varias vertientes; destacan principalmente los recursos que se reciben de la Federación en forma de participaciones (Ramo 28) o aportaciones (Ramo 33), así como los ingresos propios (impuestos, derechos, contribuciones de mejoras, productos y aprovechamientos) que se captan dentro de su propia jurisdicción territorial. Decimos que son escasos, ya que los ingresos propios que se recaudan no son suficientes para cubrir el gasto corriente del régimen municipal, ni mucho menos contemplar la ejecución de magnas obras en los que no intervenga el Estado o la Federación; en otras palabras, los gobiernos municipales financieramente dependen cada vez más del Gobierno Federal.

Por esta razón, el presente trabajo de investigación propone un modelo basado en la colocación de instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), como alternativa de financiamiento bursátil para que los gobiernos municipales del Estado de Chiapas emprendan proyectos futuros de gran magnitud, en beneficio de la sociedad. Esto a través de una guía enfocada a: la obtención de una calificación de riesgo crediticio, el diseño de la estructura de la deuda, la elaboración del prospecto de colocación y al cumplimiento de los requisitos que exige la BMV y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), para concluir con la colocación del instrumento de deuda.

La colocación de instrumentos de deuda se utiliza con éxito en Estados Unidos y Canadá, así como en Japón, Sudáfrica y algunos países Europeos, como un medio para conseguir financiamiento bursátil a bajo costo, debido a las necesidades de recursos financieros en el ámbito local. En México, las reformas del año 2000 a la Ley de Coordinación Fiscal (LCF), han propiciado que seis municipios (Aguascalientes, San Pedro Garza García, Zapopan, Monterrey, Guadalajara y Tlanepantla) y siete estados (Chihuahua, México, Nuevo León, Veracruz, Morelos, Guerrero e Hidalgo), así como el Gobierno del Distrito Federal hayan colocado exitosamente instrumentos de deuda en la BMV.

## ABSTRACT

The state of Chiapas is undergoing constant economic growth and development, wherein the society commonly demands public services, projects and quality public infrastructure. However, to meet these demands, the municipal government used to use an economic factor, it refers to as "finance resources", which unfortunately are not enough or limited. These are obtained in many ways. The most important resources received from the Federation are in profits called (Ramo 28) or contributions called (Ramo 33), such as public income (taxes, rights, improvement contributions, earned income and advantages) acquired through its own territorial jurisdiction. It must be mentioned that these are limited because the earned income that is collected is not enough to cover the current expense of the municipal government, nor is here being considered the execution of large projects where the State or federal government have not participated. In other words, the municipal government is much more financially dependent than the federal government.

For this reason, the present research project proposes a model based on debt instrument placement in the Mexican Stock Exchange (MSE), as a choice of stock market financing for the municipal government of Chiapas State to begin to create future projects of great relevance to benefit society. This will be done through a guide focused on the obtaining of a debt rating, debt structure design, development of a prospectus and fulfillment of all the requirements of the MSE and the National Banking and Stock Exchange Commission (NBSEC), concluding with debt instruments placement.

Debt instruments placement is used successfully in the United States and in Canada, as well as in Japan, South Africa and several European countries, as a way of getting low-cost stock market financing, because there is a need for financial resources within those local territories. In Mexico, reforms to the Fiscal Coordination Law (FCL) in 2000, have provided six cities (Aguascalientes, San Pedro Garza García, Zapopan, Monterrey, Guadalajara and Tlanepantla), seven states (Chihuahua, México, Nuevo León, Veracruz, Morelos, Guerrero and Hidalgo) and the Federal District Government with the successful placement of debt instruments in the MSE.

**CAPÍTULO I**  
**INTRODUCCIÓN AL PROCESO DE INVESTIGACIÓN**

***“GLOBAL: me siento global. Me veo participando en actividades globales: sentado en jets, hablando con máquinas, comiendo bocados pequeños y geométricos, y votando por teléfono.”***

***Rem Koolhaas***

## 1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Para satisfacer las crecientes e interminables demandas que exige la sociedad en los rubros de infraestructura, proyectos productivos y servicios públicos, los gobiernos municipales del país emplean los recursos que ingresan a la tesorería, estos, pueden ser aquellos que se reciben de la federación en forma de participaciones, aportaciones, transferencias y subsidios, también están los que se recaudan dentro de la jurisdicción territorial en forma de ingresos propios; así como cualquier otro fuente de financiamiento que puedan obtener, los cuales en su conjunto, conforman parte de la estructura global de ingresos.

Desafortunadamente, la mayor parte de los recursos que ingresan a la tesorería municipal provienen de la federación, es decir; los gobiernos municipales se encuentran muy ligados a los ingresos que vienen de fuera, en otras palabras, no poseen la suficiente autonomía financiera como para emprender proyectos de gran impacto que no estén vinculados a la autoridad estatal o federal, prueba de ello, es que con los ingresos propios que recaudan no alcanzan a cubrir el rubro de gasto corriente del régimen municipal. Lo cual constituye una limitante, pues al ser el Ayuntamiento el nivel de gobierno más cercano a la ciudadanía que reclama servicios, goza de ventajas en la identificación de los proyectos públicos que la sociedad considera como prioritarios.

En el mismo sentido, Aregional (2004) señala que los municipios enfrentan una serie de dificultades en cuanto a la planificación y administración de sus recursos para llevar a cabo las obras y proyectos propuestos al inicio de su gestión. Asimismo, muestran una alta dependencia de los recursos que el gobierno federal les transfiere bajo el esquema del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal (SNCF). Esta dependencia se ha traducido en alternativas cada vez más reducidas para los gobiernos locales, particularmente para los municipios, quienes se encuentran con mayores retos en la búsqueda de financiamiento para obras de infraestructura y proyectos de inversión. (p. 14).

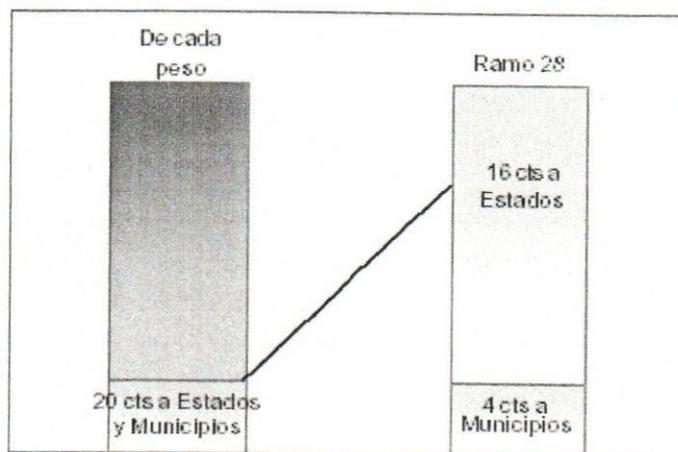
Adicionalmente, Vázquez (2004), agrega que la escasez de recursos económicos en el orden municipal limita notablemente la capacidad de acción en sus autoridades. A las responsabilidades tradicionales del orden municipal se han venido sumando nuevas y crecientes demandas. [...] Los municipios dependen cada vez más de transferencias federales o estatales, pero esa dependencia no refleja tanto la falta de potestades tributarias, como el crecimiento en transferencias. (p. 19).

También, Ugalde (2002), estipula que los gobiernos municipales han desarrollado una alta dependencia de las transferencias federales. México es uno de los países del mundo donde las transferencias a estados y municipios son más elevadas: representan 93.3% de los ingresos totales de los gobiernos locales, en comparación con el 39.4% que es el promedio de América Latina, el 29.3% de Estados Unidos y el 16% de Brasil. (Cuadro 1.1.). (p. 40).

PAIS	TRANSFERENCIAS
Chile	5.7
Brasil	16.3
Finlandia	23.1
Alemania	24.5
Canadá	27.5
EUA	29.3
Francia	34.2
Promedio América Latina	39.4
Bolivia	44.0
<b>México</b>	<b>93.3</b>

Cuadro 1.1. Transferencias Fiscales a Estados y Municipios. Porcentaje del PIB  
Fuente: [Ugalde, 2002, p. 40]

Al respecto, Rosales (2003a), expresa que en el caso de los municipios, el artículo 6 de la Ley de Coordinación Fiscal (LCF) establece que las participaciones a las que tienen derecho no serán inferiores al 20% de lo que reciban los estados; esta regla traslada la misma estructura de reparto que la prevaleciente entre federación y estados. Aunque estos porcentajes se refieren a niveles mínimos, se han convertido salvo algunas excepciones en la norma, de tal suerte que a pesar de ser el municipio la esfera de gobierno más cercana a la ciudadanía, recibe solamente el 4% de la recaudación participable, es decir; el 20% del 20% que le corresponde a los estados. (Gráfica 1.1.). (p. 157).



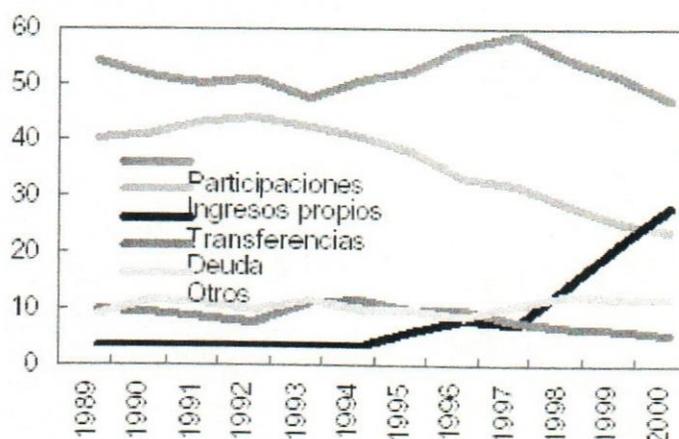
Gráfica 1.1. Distribución del Fondo General de Participaciones. Fuente: [Rosales, 2003a, p. 157]

Por otra parte, los ingresos que los gobiernos municipales reciben se clasifican en once grandes rubros que presentan, una estructura muy concentrada en pocas fuentes. Tres conceptos (participaciones, transferencias e impuestos) representan el 78% de los ingresos totales. Esta situación se ha intensificado a lo largo de la última década, especialmente por el avance de las transferencias, que han desplazado a los ingresos propios como la segunda fuente de ingresos. (Cuadro 1.2.).

	1999	2000	Cambio	TMCA, %
Totales	100.0	100.0		7.8
Impuestos (85% predial)	16.8	9.4	-7.4	1.7
Derechos	8.3	5.3	-3.0	3.1
Productos	4.5	1.8	-2.7	-1.8
Aprovechamientos	8.1	4.1	-4.0	0.7
<b>Subtotal ingresos propios</b>	<b>37.7</b>	<b>20.6</b>	<b>-17.1</b>	<b>1.5</b>
Participaciones federales	48.1	43.9	-4.2	6.9
Transferencias	0.0	24.8	24.8	N.A.
Disponibilidades	1.2	3.8	2.6	21.0
Otros ingresos	0.0	2.6	2.6	N.A.
Deuda pública	8.0	2.2	-5.8	-2.6
Por cuenta de terceros	7.0	1.8	-5.2	-8.0
Contribución de mejoras	0.0	0.5	0.5	N.A.

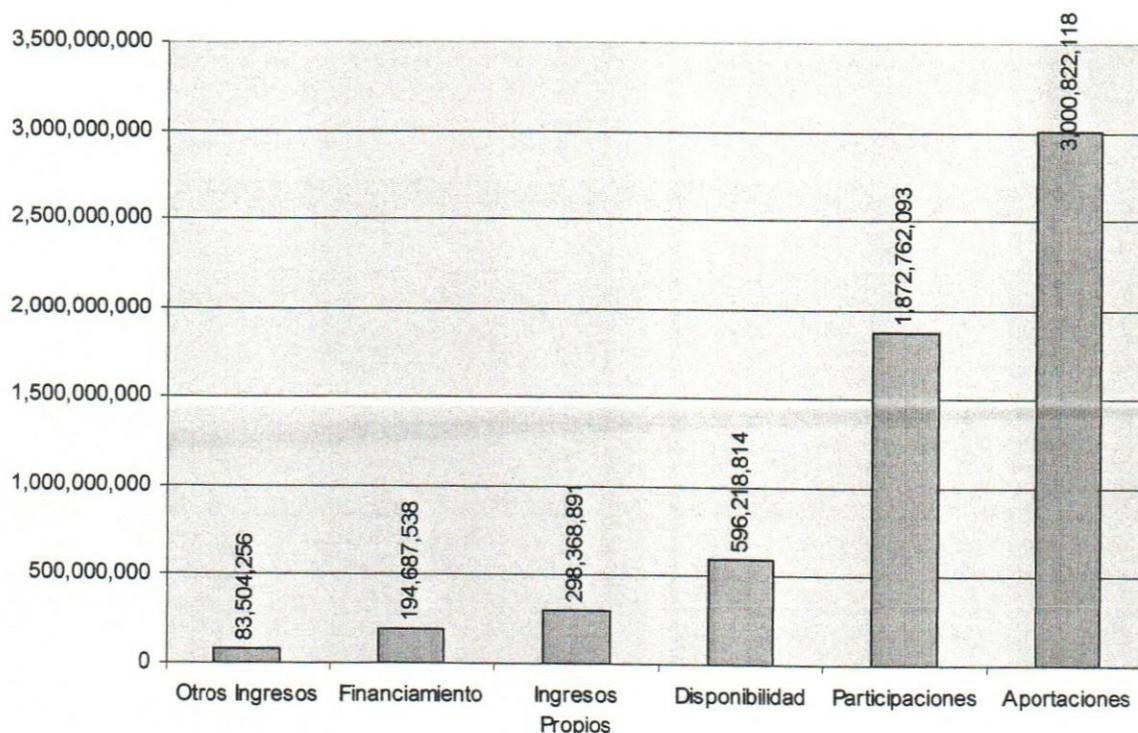
Cuadro 1.2. Evolución de los Ingresos Municipales (Estructura Porcentual y Crecimientos).  
Fuente: [Rosales, 2003a, p. 160]

Cabe señalar que las participaciones federales ocupan el primer lugar como fuente de ingresos para los municipios, con el 43.9% del total. Además, en el año 2000, los ingresos propios solamente representaron 20.6% de los ingresos totales. Proporción ya baja, lo más preocupante es que registra una trayectoria en franco descenso, al grado de perder 17 puntos porcentuales de participación en la década. (Gráfica 1.2.). Mientras los ingresos totales crecieron a una tasa promedio anual de 7.8% y los ingresos propios aumentaron solamente 1.5% en promedio por año. (p. 159).



Gráfica 1.2. Ingresos Municipales (Estructura Porcentual). Fuente: [Rosales, 2003a, p. 160]

Ahora, para el caso de los gobiernos municipales del Estado de Chiapas, podemos manifestar que en la actualidad lamentablemente estos también dependen de la federación, es decir; que los recursos obtenidos del gobierno federal son superiores a los ingresos propios captados dentro del territorio municipal. Tan es así, que de acuerdo con el (Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática [INEGI], 2006), de los recursos ingresados a las arcas de los 118 gobiernos municipales durante 2004, en promedio el 81% de ellos corresponde a participaciones o aportaciones federales, el 10% a disponibilidad inicial, el 4% a financiamiento y otros ingresos y, sólo el 5% pertenece a ingresos propios. (Gráfica 1.3.). Como puede apreciarse, el último rubro es tan mínimo que no permiten cubrir al menos el gasto corriente del erario municipal, ni mucho menos contemplar la realización de obras o proyectos de gran impacto.



**Gráfica 1.3.** Ingresos Brutos Obtenidos por los Gobiernos Municipales del Estado de Chiapas. Ejercicio Fiscal 2004.  
Fuente: [INEGI, 2006, pp. 790-791]

Esto demuestra que los gobiernos municipales del Estado de Chiapas dependen financieramente de las participaciones federales y no de sus recursos propios, es por esto, que se necesitan de nuevas alternativas de financiamiento. Una importante opción para obtener recursos lo representa el acceso al Mercado de Valores, específicamente colocando instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), decisión que en la

actualidad emplean con éxito varios gobiernos municipales del país. Esta alternativa ofrece entre otras ventajas las siguientes: fortalece las finanzas públicas, concede reconocimiento financiero, mejora la imagen y proyección ante inversionistas, otorga el rango de empresa pública e institucional, permite la realización de grandes proyectos de inversión en beneficio de la sociedad y principalmente proporciona liquidez.

## **1.2. PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN**

¿Cuáles son los requerimientos básicos de información solicitados por las compañías calificadoras internacionales a los gobiernos municipales para obtener una Calificación de riesgo crediticio?

¿Qué características se deben contemplar en la definición de la estructura de la deuda y qué requisitos deben presentar los gobiernos municipales a las casas de bolsa para elaborar el prospecto de colocación?

¿Qué procedimiento deben seguir los gobiernos municipales para realizar la colocación de los instrumentos de deuda y qué información deben presentar a la Bolsa Mexicana de Valores después de la colocación?

## **1.3. OBJETIVO GENERAL**

Proponer un modelo basado en la colocación de instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), una alternativa de financiamiento bursátil para los gobiernos municipales del Estado de Chiapas.

### **1.3.1. OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

- Proporcionar una guía que establezca los requerimientos básicos de información solicitados por las compañías calificadoras internacionales a los gobiernos municipales para obtener una Calificación de riesgo crediticio.
- Especificar las características que se deben contemplar en la definición de la estructura de la deuda, así como dar a conocer los requisitos que deben presentar los gobiernos municipales a las casas de bolsa para poder elaborar el Prospecto de colocación.

- Estipular el procedimiento que deben seguir los gobiernos municipales para realizar la colocación de los instrumentos de deuda, así como señalar la información que deben presentar a la Bolsa Mexicana de Valores después de la colocación.

#### **1.4. FACTORES POR INVESTIGAR**

Dado que el objetivo general que persigue esta investigación es: proponer un modelo basado en la colocación de instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) como alternativa de financiamiento bursátil para los gobiernos municipales del Estado de Chiapas; se han identificado los siguientes factores por investigar mismos que servirán para el diseño del producto final del presente trabajo de investigación:

- Calificación de riesgo crediticio
- Prospecto de colocación
- Colocación del instrumentos de deuda

## CAPÍTULO II

### ANTECEDENTES DEL MERCADO MEXICANO DE VALORES Y DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA

*“Para hacer dinero en el day - trading, se necesita la combinación de un doctorado en matemáticas, el tiempo de reacción de un piloto de combate y la estabilidad emocional de un negociador de rehenes.”*

*David Schehr, Gartner Group*

## **2.1. EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO**

Para comprender el funcionamiento del Mercado Mexicano de Valores, es importante conocer en primer lugar la integración del Sistema Financiero Mexicano (SFM). Dentro de la estructura del SFM se encuentra la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) como máxima autoridad la cual tiene como consejero y asesor al Banco de México (BANXICO), al mismo tiempo la Secretaría ha delegado funciones en determinadas comisiones nacionales que la auxilian en su labor de supervisión y promoción tales como: la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF), la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), en esta última encontramos a las instituciones de crédito, las organizaciones auxiliares de crédito y los organismos bursátiles. Los organismos bursátiles se encuentran conformados por casas de bolsa, organismos de apoyo, sociedades operadores de sociedades de inversión, sociedades de inversión y los mercados o bolsas de valores (también conocidos como mercados financieros organizados); sobre este último en particular se profundiza en los siguientes apartados.

### **2.1.1. GENERALIDADES DEL MERCADO DE VALORES**

Actualmente, en nuestro país existen dos mercados financieros organizados, uno de valores y otro de derivados. Al primero se le conoce como Bolsa Mexicana de Valores (BMV), y tiene como finalidad facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado, fomentar su expansión y competitividad; en tanto, al segundo se le denomina Mercado Mexicano de Derivados (MEXDER); cuya función es fomentar la estabilidad económica y el control de riesgos.

Quizás en algún momento hemos escuchado determinados comentarios expresando cual fue el desempeño de la BMV, oímos comentarios tales como: la bolsa cerro a la alza o a la baja y que su Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) se coloco por arriba o por debajo de tantas unidades, tal vez y, con un poco de suerte también nos enteramos acerca del comportamiento de otras bolsas de valores, como el de Wall Street en Nueva York, también llamado NYSE (New York Stock Exchange), del despliegue de sus índices Nasdaq (tecnología) y Dow Jones (industrial), de la Bolsa de Londres (London Stock Exchange), de la Bolsa de Japón (Tokyo Stock Exchange), de la Bolsa Suiza (Swiss Exchange), de la Bolsa de Canadá (Toronto Stock Exchange), de la Bolsa de Alemania (Gruppe Deutsche Börse),

de la Bolsa de Madrid, y, de tantas otras; existen determinadas personas quienes con pocos o muchos conocimientos saben de que se habla, pero, muchos otros desconocen del tema.

Sin embargo, para entender y conocer ¿Qué es un Mercado de Valores o una Bolsa de Valores?, ¿Cuándo surgieron y cómo se constituyeron en el Mundo y en México?, ¿Qué son valores?, ¿Qué papel juega un Mercado de Valores en la economía nacional y mundial?, ¿Cómo se clasifican los mercados financieros?, ¿Cuáles son los principales instrumentos o valores que cotizan?, ¿Quiénes son los participantes?, y ¿Cómo funciona?; a continuación en este capítulo, se dan a conocer de manera detallada estas y muchas otras referencias.

### **2.1.2. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DEL MERCADO DE VALORES**

Antes de conocer cuáles fueron los antecedentes que dieron origen al Mercado de Valores en México, es importante enterarse del surgimiento de las Bolsas de Valores en el mundo, y sobre todo entender por qué adquieren el nombre de Bolsa.

Villegas y Ortega (2002), establecen que desde tiempos remotos, comerciantes y emprendedores se reunían en determinados lugares y momentos para efectuar sus transacciones. Entre los más antiguos antecedentes se encuentran las reuniones en los pórticos del Pireo de Atenas y en el ágora de Corinto, que eran puntos de reuniones de griegos, cartagineses y fenicios. En Roma, hacia el siglo V se construyó el edificio del *colegium mercatorum*, cuyas ruinas aún se conservan y que era sede de las transacciones comerciales. Durante la Edad Media, con el aumento y desarrollo del comercio proliferaron los mercados y las *ferias*, que facilitaban el acopio de mercancías y todas las operaciones mercantiles que daban lugar a su existencia.

La palabra bolsa tiene dos orígenes posibles. El primero remite a la familia Vander Burse o Terburse, de Brujas, que tenía una gran influencia en las operaciones de la feria de esa ciudad. Así, por corrupción eufónica apareció el término *burse* o bolsa. De acuerdo con la segunda hipótesis, en las ferias del norte de Italia los cambistas y banqueros, que manipulaban en sus mesas los metales preciosos amonedados como si fueran una mercancía más, los transportaban, así como su dinero, en *bolsas* o *bolsillos*, de lo que habría surgido la denominación *bolsa*, en el sentido que se le da en la actualidad.

Por otra parte, en el siglo XVI se ensanchó el panorama comercial con un nuevo tipo de organización, la sociedad por acciones, cuyo principio se encontraba en los *guilds* o gremios de la Edad Media baja. Se crearon las primeras entidades comerciales de importancia, las cuales adoptaron la forma de sociedades anónimas y fomentaron el comercio con las posesiones comerciales e instituciones de ultramar. El principal factor para que estas empresas se constituyeran en sociedades por acciones fue la necesidad de procurarse capital. En los siglos XVII y XVIII la forma de sociedad anónima se extendió a los seguros, la banca y la navegación. A principios del siglo XIX, la enorme necesidad de inversiones para la construcción de canales, ampliación de las comunicaciones y el intenso desarrollo de los ferrocarriles llevó a su madurez la sociedad por acciones. Se implantaron sistemas de transportes eficientes y baratos, y esta sociedad se extendió a las empresas industriales, mineras y mercantiles. (p. 151).

En ese entonces comenzaron a intercambiarse las acciones de estas empresas, representativas de su capital. Con el tiempo, las transacciones con ellas se generalizaron en las principales ciudades del mundo. Al principio era mucho más cuantioso el tráfico con valores gubernamentales que el comercio con acciones. La colocación de los empréstitos estatales fue la primera gran función de los mercados de valores. Los gobiernos, para financiar sus programas de expansión, se procuraron fondos por medio de grandes emisiones de bonos que se colocaban entre banqueros de la época, para que se negociaran públicamente entre los particulares. En 1570 se constituyó la Bolsa de Londres, pero hasta el segundo cuarto del siglo XIX adquirió un verdadero arraigo en el sistema financiero inglés. Desde entonces su desarrollo ha sido ascendente y firme. En la bolsa se formaron grandes capitales, a partir de pequeños ahorros de particulares. Esto contribuyó a robustecer la confianza del público en la compra de valores. (p. 152).

En cambio, en la Europa Continental las bolsas tuvieron una organización diferente, pues casi siempre se establecieron bajo el auspicio de las autoridades. En Francia, el gobierno participó en la creación y en el desarrollo del Mercado de Valores; limitó el número de corredores y, después, agentes, y reglamentó y sancionó todas las operaciones del mercado. Aunque actualmente hay varias bolsas en Francia, la de París fue la primera y es la más grande e importante. La Bolsa de Valores de Ámsterdam, establecida en 1611, nunca fue un mercado exclusivo de valores, dado que ahí se negociaban diversas mercancías. A esta bolsa concurren desde su inicio gobiernos extranjeros y banqueros privados en busca de recursos. La Bolsa de Berlín se caracterizó por ser un mercado exclusivo de valores

alemanes, ya que el gobierno temía una intervención extranjera directa en sus actividades económicas. La Lonja<sup>1</sup> de Barcelona se fundó en 1339. Inicialmente era sede de reuniones generales de los comerciantes para defender sus intereses y administrar justicia, pero en 1571 se convirtió en una verdadera casa de contratación. (p. 153).

Adicionalmente, Steinberg (2001), señala que, antes de la guerra de secesión<sup>2</sup>, los mercaderes más notables de la ciudad de Nueva York solían reunirse diariamente bajo un plátano que estaba situado en lo que es hoy la confluencia de las calles Wall y Broad. Traficaban con géneros tales como pieles, tabacos y divisas, proporcionando asimismo algunos servicios. Al organizarse las compañías para llevar a cabo diferentes clases de actividades comerciales, entre ellas las relativas a la banca, al comercio al por menor o al transporte marítimo, se desarrolló un mercado informal de participaciones de estas compañías entre los comerciantes que las poseían. Veinticuatro de estos comerciantes pioneros, o agentes de bolsa, como más tarde vinieron a llamarse, suscribieron un contrato el 17 de mayo de 1792 a fin de negociar solamente entre ellos mismos y mantener unas comisiones acordadas de antemano. Este acuerdo fue el que señaló el comienzo de lo que es hoy la Bolsa de Nueva York "New York Stock Exchange, NYSE". (pp. 96-97).

En el mismo sentido, Villegas y Ortega (2002), manifiestan que la Bolsa de Nueva York adquirió en el siglo XX una gran importancia en el sistema económico de su país y del mundo. Actualmente no puede pensarse en financiamiento sin su intervención. La Bolsa de Nueva York tiene, como todas las bolsas del mundo, la misión de agregar valor a la obtención de capital y a la administración de activos financieros ofreciendo las mejores instalaciones bursátiles y el mejor mercado autorregulado para que se lleven a cabo las transacciones con los títulos en un proceso de confianza y tranquilidad. Es el mercado más grande del mundo. En la Bolsa de Nueva York cotizan varias empresas mexicanas; por eso tiene tanta influencia en el comportamiento de la BMV. (pp. 153-154).

A todo esto, en México, el Mercado de Valores surgió a través de la constitución de la BMV como un mercado organizado, situación que facilitó la negociación con títulos. No obstante, para consolidar su constitución se atravesó por una serie de acontecimientos que marcaron su historia.

---

<sup>1</sup> Edificio público que sirve de mercado, centro de contratación o bolsa de comercio.

<sup>2</sup> Término empleado principalmente cuando un Estado o un grupo de Estados se separan de una Federación o de una Confederación.

El portal Web de la BMV, señala que los acontecimientos históricos fueron los siguientes: en 1850 se negocian los primeros títulos accionarios de empresas mineras; en 1867 se promulga la Ley reglamentaria del corretaje de valores; de 1880 a 1900 las calles de Plateros y Cadena, en el centro de la ciudad de México, atestiguan reuniones en las que corredores y empresarios buscan realizar compraventas de todo tipo de bienes y valores en la vía pública. Posteriormente se van conformando grupos cerrados de accionistas y emisores, que se reúnen a negociar a puerta cerrada, en diferentes puntos de la ciudad; en 1886 se constituye la Bolsa Mercantil de México; en 1895 se inaugura en la calle de Plateros (hoy Madero) el centro de operaciones bursátiles Bolsa de México, S.A..

Posteriormente, en 1908 luego de periodos de inactividad bursátil, provocados por crisis económicas y por los precios internacionales de los metales, se inaugura la Bolsa de Valores de México, S.C.L., en el Callejón de 5 de Mayo; en 1920 la Bolsa de Valores de México, S.C.L. adquiere un predio en Uruguay 68, que operará como sede bursátil hasta 1957; en 1933 comienza la vida bursátil del México moderno. Se promulga la Ley Reglamentaria de Bolsas y se constituye la Bolsa de Valores de México, S.A., supervisada por la Comisión Nacional de Valores (hoy CNBV); en 1975 entra en vigor la Ley del Mercado de Valores (LMV), y la Bolsa cambia su denominación a BMV, e incorpora en su seno a las bolsas que operaban en Guadalajara y Monterrey.

En 1995 entra en funciones el BMV-SENTRA títulos de deuda. La totalidad de este mercado es operado por este medio electrónico.; en 1996 inicia operaciones de BMV-SENTRA Capitales; en 1998 se constituye la empresa Servicios de Integración Financiera (SIF), para la operación del sistema de negociación de instrumentos del mercado de títulos de deuda (BMV-SENTRA títulos de deuda); el 11 de Enero de 1999, la totalidad de la negociación accionaria se incorporó al sistema electrónico. En este año también se listaron los contratos de futuros sobre el IPC en MexDer y el principal indicador alcanzó un máximo histórico de 7,129.88 puntos el 30 de diciembre; el 17 de Mayo de 2001 se registró la jornada más activa en la historia de la BMV estableciendo niveles récord de operatividad, el número de operaciones ascendió a 11,031, cifra superior en 516 operaciones (+4.91%) respecto al nivel máximo anterior registrado el día tres de Marzo del 2000; finalmente el 1º. De Enero de 2002 se constituye la empresa de servicios Corporativo Mexicano del Mercado de Valores, S.A. de C.V. para la contratación, administración y control del personal de la Bolsa y de las demás instituciones financieras del Centro Bursátil que se sumaron a este proceso.

Hasta este momento, se ha hecho un resumen del origen, surgimiento y constitución de las bolsas de valores en el mundo y en especial la de México, desde las reuniones en los pórticos del Pireo de Atenas y el ágora de Corinto, pasando por la Edad Media, la creación de la primer Bolsa de Valores en Londres y Europa, así como, refiriéndonos al mercado más grande del mundo, en donde lo que ocurre en el repercute en todos los demás, es decir, la Bolsa de Nueva York y concluir con la BMV.

### **2.1.3. PRECISIONES CONCEPTUALES DEL TÉRMINO MERCADO DE VALORES**

Corresponde ahora definir al Mercado de Valores, también conocido como mercado financiero, además de conceptuar el término valores, para finalmente entender que es la BMV, esto obedece, a que ambas definiciones se encuentran completamente relacionadas.

Según Ochoa (2002), los mercados financieros son los espacios en los que actúan las instituciones financieras para comprar y vender títulos de crédito, como acciones, obligaciones o papel comercial; a este mercado se conoce como Mercado de Valores. (p. 6). A esta definición es pertinente agregar lo que al respecto establece el portal Web de la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF), al manifestar que no todos los mercados financieros son bursátiles, hay instrumentos que se cotizan fuera de bolsas y que se les denomina OTC (*Over The Counter*), que podemos traducir como de mostrador o ventanilla de una institución financiera, como en bancos y en seguros.

Adicionalmente Dieck (2004), manifiesta que el Mercado de Valores es aquel que realiza, de manera organizada, transacciones de compra-venta de valores, inscritos en el Registro Nacional de Valores; y su propósito es canalizar recursos para el financiamiento de empresas comercial, legal y financieramente solventes o para la ejecución de proyectos productivos o de infraestructura. Este mercado organizado se conoce también como sistema bursátil mexicano, compuesto por organizaciones públicas o privadas; por medio de estas organizaciones se regulan y celebran actividades crediticias mediante títulos-valor que se negocian en la BMV de acuerdo con las disposiciones de la LMV. (p. 302).

En el mismo sentido Perdomo (2000), establece que el Mercado de Valores es un mecanismo que, por cualquier medio, pone en contacto la oferta y la demanda, a través del

cual se emiten, colocan y distribuyen los valores; o títulos de crédito que se emiten en serie o en masa perfectamente homogéneos y, que por sus características especiales, son susceptibles de oferta y demanda. Desempeña un papel primordial dentro de la economía mexicana, como una alternativa de financiamiento e inversión tanto para las empresas públicas y privadas como para el ahorrador e inversionista. El Mercado de Valores orienta los recursos financieros de las empresas emisoras, a la generación de empleos, pago de impuestos, producción de satisfactores, riqueza y bienestar para trabajadores, proveedores, propietarios y gobierno. (p. 182).

No obstante, Herrera (2003), estipula que el Mercado de Valores, es el sitio, no físico necesariamente, donde oferentes y demandantes de títulos valor realizan transacciones de compra y venta con el objeto de obtener las mayores ganancias posibles. (p. 3). Al respecto, otra definición es la que da a conocer el portal Web de la CNBV, al expresar que el Mercado de Valores es el conjunto de normas y participantes (emisores, intermediarios, inversionistas y otros agentes económicos) que tiene como objeto permitir el proceso de emisión, colocación, distribución e intermediación de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV).

Acerca del tema, el portal Web de la CONDUSEF, declara que las negociaciones (compra y venta) en el Mercado de Valores se realizan a través de los intermediarios en el piso de remates en el edificio de la BMV o por vía electrónica a través de una red de computadoras. En México la única bolsa autorizada para operar en el Mercado de Valores es la BMV, S.A. de C.V.

Por último, la (Bolsa Mexicana de Valores [BMV], 2000c), señala que el Mercado de Valores es un mercado como cualquier otro: existen oferentes (vendedores) y demandantes (compradores) de productos financieros listados en la Bolsa. Entre los oferentes están las empresas (personas morales) y el gobierno, que concurren al mercado para satisfacer sus demandas de financiamiento a través de los mercados de capitales y deuda. Los demandantes son los inversionistas, tanto individuales como institucionales (mexicanos o extranjeros) quienes concurren al mercado en busca de alternativas de inversión que les resulten atractivas por el nivel de beneficios y diversificación que puedan obtener. (p. 4).

Cada uno de los conceptos referidos ha dado a conocer que es el Mercado de Valores, sin embargo, en todas estas definiciones se encuentran términos financieros y

bursátiles como: productos financieros, títulos valor, títulos de crédito y, valores; por lo tanto, a continuación se define el términos valores, para entender los conceptos citados.

Según Cortina (1999), dice que son valores, las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa. (p. 154). No obstante, la nueva LMV, publicada en el año 2005, en su artículo segundo, fracción XXIV, señala que son valores, las acciones, partes sociales, obligaciones, bonos, títulos opcionales, certificados, pagarés, letras de cambio y demás títulos de crédito, nominados o innominados, inscritos o no en el registro, susceptibles de circular en los mercados de valores a que se refiere esta Ley, que se emitan en serie o en masa y representen el capital social de una persona moral, una parte alícuota de un bien o la participación en un crédito colectivo o cualquier derecho de crédito individual, en los términos de las leyes nacionales o extranjeras aplicables.

Sin embargo, para entender mejor el concepto financiero de valores, citamos la referencia del portal Web de la CONDUSEF, al expresar que, a diferencia de cuando uno ahorra en un banco (*depositando su dinero*), en el Mercado de Valores se invierte (*compra algo para venderlo después*), y al invertir lo que adquiere son los valores. Los valores eran papeles, también llamados títulos, que tenían un valor por lo que representaban (una propiedad, un pagaré, un cierto número de mercancías o de dinero) y que podían ser cambiados, comprados y vendidos entre las personas intercambiando su valor en dinero u otros títulos.

Decimos "eran" pues actualmente ya no se utilizan los papeles, sino anotaciones a través de una institución de depósito de valores que registra quien es el dueño de una cantidad virtual de títulos; pero debido a que se siguen intercambiando (compra/venta) el valor de esos títulos virtuales, la connotación "de valores" se ha quedado. Es más fácil hablar de los valores de acuerdo a sus tipos, pues cada uno tiene diferentes características, pero lo común sigue siendo que valen por lo que representan. Los dos tipos básicos de valores son: *acciones y deuda*.

Finalmente, precisadas las definiciones anteriores a continuación se define a la BMV, es decir; a la sede del Mercado de Valores, en donde los siguientes autores: Dieck (2004), Perdomo (2000), Herrera (2003), Villegas y Ortega (2002), y Ortega (2002), coinciden diciendo que, es una institución privada, constituida legalmente como sociedad anónima de capital variable, que opera por concesión de la SHCP, con apego a la LMV y sus accionistas

son exclusivamente las casas de bolsa autorizadas, las cuales poseen una acción cada una. El marco jurídico para la operación y constitución de la BMV, así como de los participantes en el Mercado de Valores, lo constituye la LMV, la Ley de Sociedades de Inversión (LSI), el reglamento interior de la propia BMV y el código de ética de la comunidad bursátil.

En otras palabras, el Mercado de Valores en México es un lugar organizado y establecido, llamado BMV, al cual acuden aquellas personas que requieren recursos (oferentes o emisores) y aquellos que tienen excedentes en activos monetarios (demandantes o inversionistas), en donde se comercializan con títulos de crédito, también llamados valores o instrumentos, los cuales se clasifican en dos: acciones y deuda.

#### **2.1.4. OBJETIVO Y FUNCIONES DEL MERCADO DE VALORES**

El Mercado de Valores en México, se desarrolla a través de la BMV, pero, ¿Cuáles son sus objetivos y funciones?; se da respuesta a esta pregunta expresando lo siguiente: según Dieck (2004), señala que la BMV, foro en el que se llevan a cabo las operaciones del Mercado de Valores organizado en México, tiene por objeto el facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado, fomentar su expansión y competitividad, a través de las siguientes seis funciones:

- 1) Proporcionar la infraestructura física, administrativa y tecnológica para el adecuado funcionamiento del mercado bursátil, la supervisión y los servicios necesarios para la realización de los procesos de emisión, colocación e intercambio de valores y títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), y de otros instrumentos financieros;
- 2) Hacer pública la información bursátil;
- 3) Realizar el manejo administrativo de las operaciones y transmitir la información respectiva a S.D. Indeval; de esta manera se certifican las cotizaciones en bolsa, se realiza el manejo administrativo de las operaciones con valores y se transmite la información al depósito de valores S.D. Indeval para su adecuado registro, compensación y liquidación;
- 4) Supervisar las actividades de las empresas emisoras y casas de bolsa en cuanto al estricto apego a las disposiciones aplicables. De esta manera, vigila que las actividades de quienes emiten los valores y las casas de bolsa intermediarias se apeguen a las disposiciones que les sean aplicables, y asegura que la conducta profesional de los

operadores y el uso de los sistemas electrónicos de negociación atiendan los principios del reglamento general interior de la BMV y del código de ética profesional de la comunidad bursátil;

- 5) Fomentar la expansión y competitividad del Mercado de Valores mexicano por medio de la divulgación de su quehacer y de la promoción de la cultura bursátil; y
- 6) Dar a conocer los datos acerca de las operaciones realizadas, del comportamiento de los valores inscritos para operar en este mercado y los eventos relevantes que puedan afectar o afecten los precios de dichos valores; asimismo proporcionar información financiera relativa a las empresas que emiten los valores.

Por lo tanto, podemos decir que cualquier empresa que requiera recursos (dinero) para financiar su operación o proyectos de expansión puede obtenerlos en el mercado bursátil, mediante la emisión de valores (acciones, obligaciones, pape comercial, etcétera), que son puestos a disposición de los inversionistas (colocados) e intercambiados (comprados y vendidos) en la BMV, en un mercado de libre competencia y con igualdad de oportunidades para todos sus participantes. (p. 317).

### **2.1.5. IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES**

Cada país cuenta con una Bolsa de Valores, pero, ¿Qué tan importante es para el país o para el mundo?, sobre todo ahora que nos encontramos inmersos en la globalización, que se conforman bloques económicos y que las tecnologías de información se encuentran al alcance de todos.

La (Bolsa Mexicana de Valores [BMV], 2000d) manifiesta la importancia que representa para un país una Bolsa de Valores, al exponer que las Bolsas de Valores de todo el mundo son instituciones que las sociedades establecen en su propio beneficio. A ellas acuden los inversionistas como una opción para tratar de proteger y acrecentar su ahorro financiero, aportando los recursos que, a su vez, permiten, tanto a las empresas como a los gobiernos, financiar proyectos productivos y de desarrollo, que generan empleos y riqueza. Las Bolsas de Valores contribuyen a que esta canalización de financiamiento se realice de manera libre, eficiente, competitiva, equitativa y transparente, atendiendo a ciertas reglas acordadas previamente por todos los participantes en el mercado. En este sentido, la BMV ha fomentado el desarrollo de México, ya que, junto a las instituciones del sector financiero,

ha contribuido a canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, fuente del crecimiento y del empleo en el país. (p. 6).

Por otra parte, en el ámbito mundial la globalización de la economía, así como en la informática y las comunicaciones, han internacionalizado a los mercados de valores de todo el mundo. Todas las bolsas compiten entre sí y lo que acontece en una influye en el resto; todas buscan ser las más eficientes, competitivas y confiables, a fin de retener y atraer emisoras, capitales e inversionistas. La BMV está situada entre las 30 bolsas de valores más importantes del mundo y es una de las principales entre los llamados "mercados emergentes". Como reconocimiento a sus altos estándares, la BMV ha ocupado las presidencias de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV) y de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV). (p. 7). Adicionalmente, Aguilar (2005), declara que en la actualidad, la BMV se consolida como una de las mejores opciones financieras entre los **emergent markets**; tan sólo en Latinoamérica participa con el 34% del total de valores negociados. (p. 158).

Comprendemos entonces, que una Bolsa de Valores desempeña un papel importante no sólo en el país, sino también a nivel mundial, al propiciar las condiciones necesarias para que los oferentes puedan hacerse de recursos a través de una inversión bursátil, específicamente recurriendo al financiamiento, y con ello, cumplir con sus objetivos a corto, mediano e inclusive a largo plazo.

#### **2.1.6. LA INVERSIÓN BURSÁTIL EN EL MERCADO DE VALORES**

Actualmente son muchas las oportunidades que el Mercado de Valores ofrece tanto a oferentes como a demandantes para diversificar sus inversiones. Sin embargo, son pocos los inversionistas que las conocen. La riqueza de las alternativas de inversión que están disponibles en la BMV reside en su diversidad, que se potencializa por las combinaciones que se pueden hacer entre ellas. Gracias a esta flexibilidad, el Mercado Mexicano de Valores puede cubrir satisfactoriamente las necesidades de prácticamente cualquier inversionista.

La (Bolsa Mexicana de Valores [BMV], 2000a), específica que toda inversión es una aportación de recursos con miras a obtener un beneficio futuro, la cual comprende dos áreas: la bancaria tradicional y la bursátil; esta última dividida en dos mercados: el de capitales y el de deuda. En el mercado de capitales, por su lado, hay empresas que tienen

necesidad de recursos, pero en ese caso deciden no pedir prestado sino vender parte de su capital social, por lo que quienes compran sus valores (acciones) se convierten en socios de la compañía, con todos los derechos y obligaciones que ello implica. En el caso de la inversión bursátil en instrumentos de deuda, el beneficio en forma de rendimiento se obtiene al financiar las necesidades de recursos del gobierno, de empresas privadas y bancos. Estas entidades emiten títulos a cambio de los cuales reciben en préstamo el dinero de los inversionistas, a quienes corresponden regresándoles su capital más un porcentaje adicional - rendimiento - después de un lapso predeterminado. Los dos mercados (capitales y deuda) forman parte del Mercado de Valores organizado, del cual la BMV es sede, y en el que pueden participar todo tipo de inversionistas, tanto personas físicas como morales. (p. 4).

Según, BMV (2000d), señala que esta opción para acceder a los mercados antes citados, se hace con la finalidad de obtener recursos; también llamado financiamiento bursátil, siendo una herramienta que permite a las empresas ejecutar diversos proyectos de mejora y expansión. Una empresa se puede financiar a través de la emisión de acciones u obligaciones o de títulos de deuda. El financiamiento obtenido le sirve a la empresa para: **optimizar costos financieros, obtener liquidez inmediata, consolidar y liquidar pasivos, crecer, modernizarse, financiar investigación y desarrollo, planear proyectos de inversión y financiamiento de largo plazo, entre otros.** (p.13).

Al mismo tiempo, el financiamiento conseguido por las emisoras en el Mercado de Valores debe ser aplicado conforme a los criterios establecidos en el prospecto de colocación respectivo, a fin de cuidar que los recursos se destinen a proyectos que reditúen una rentabilidad a los inversionistas, de acuerdo al análisis hecho por cada uno de ellos. También, la inversión extranjera juega un papel importante como complemento de los recursos necesarios para el desarrollo del país. El mercado bursátil funge como un efectivo canalizador del ahorro externo hacia el sector productivo, con lo que contribuye a que las divisas captadas se apliquen a la creación de empleos y a modernizar y ampliar la capacidad productiva y exportadora de las empresas. (p. 14). Adicionalmente Medina (2006), agrega que la BMV registró en los primeros siete meses de 2006 el saldo más elevado de inversión extranjera, en los últimos 17 años. (p. 46).

Sin embargo, no deben pasarse por alto algunas características que son obligatorias y pertinentes considerar al realizar una inversión bursátil, es decir; al conseguir

financiamiento a través del Mercado de Valores. Cada una de las características se estudia en el siguiente apartado.

### **2.1.7. CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN BURSÁTIL EN EL MERCADO DE VALORES**

Continuando con el párrafo anterior, en este apartado se describen de forma específica cada una de las características que deben considerarse al realizar una inversión bursátil. Existen cuatro características o criterios básicos que todo inversionista debe evaluar antes y durante su inversión, estos son: a) liquidez, b) plazo, c) rendimiento y d) riesgo. (BMV, 2000a, p. 6).

#### **A) LIQUIDEZ**

En el mundo financiero existen empresas o personas que poseen solvencia o liquidez, entendiéndose por solvencia la capacidad para hacer frente a sus compromisos a largo plazo, en tanto que aquellos que cuentan liquidez tienen la posibilidad de que sus activos financieros se pueden convertirse fácilmente en efectivo, y por ende cubrir sus obligaciones a corto plazo.

Según Barandiarán (2000), la liquidez es la capacidad de un mercado para convertir títulos-valor fácil y rápidamente en dinero, sin causar quebranto. (p. 138). Adicionalmente Cortina (1999), manifiesta que la liquidez es la posición de efectivo de una empresa o persona gracias a la cual pueden hacer frente a sus obligaciones de corto plazo o invertir en el momento adecuado. (p. 104). Sin embargo, Perdomo (2000), explica que liquidez es la posición de una empresa con respecto al efectivo y a los valores negociables frente a sus deudas a corto plazo, que refleja su capacidad para cumplir sus obligaciones al vencimiento. (p. 257).

No obstante, BMV (2000a), señala que el mercado bursátil es el espacio donde se concentra la oferta y la demanda de títulos y valores. A mayor demanda de un valor por parte de los inversionistas, mayor será la facilidad con que su poseedor pueda venderlo y obtener dinero en efectivo. Eso es la liquidez: la facilidad con que se puede hacer efectivo (liquido) el valor de un título. El grado de liquidez de una inversión permite planear el uso que se les dará a los recursos, además de que otorga capacidad de respuesta para enfrentar

situaciones en las que se requiere dinero en efectivo, ya sea para hacer frente a compromisos o aprovechar oportunidades. (p. 6).

## **B) PLAZO**

La segunda característica se refiere al plazo, el cual puede considerarse como el término financiero crucial analizado por los inversionistas al decidir la diversificación de su portafolio de inversión. Algunos autores citan al plazo de la siguiente manera: Según Barandiarán (2000), expresa que plazo, es el período que transcurre entre el inicio y la terminación de un contrato; término que se da para pagar o satisfacer una cosa. (p. 165).

Adicionalmente, BMV (2000a), señala que toda inversión, incluida la bursátil, busca la obtención de un rendimiento a futuro, lo que presupone un plazo. La percepción de si ese plazo es corto, mediano o largo depende de cada inversionista y de la condición de estabilidad del mercado, en México existe un consenso general de que corto plazo puede ir de un día a tres meses, mediano de tres meses a un año y largo de un año en adelante. [...] Una empresa maneja, por lo general, plazos diversos en sus inversiones: de corto plazo para el manejo cotidiano de su tesorería, de mediano plazo para sus proyectos de inversión, y de muy largo plazo para los fondos de pensiones de sus empleados. (pp. 6-7).

## **C) RENDIMIENTO**

La tercera característica llamada rendimiento se encuentra en función de la segunda y contribuye a que los inversionistas alcancen sus objetivos previamente establecidos. Los siguientes autores dan una definición sobre este concepto:

Barandiarán (2000), expresa que rendimiento, es el producto o utilidad que se obtiene de algo. (p. 195). En el mismo sentido Cortina (1999), manifiesta que rendimiento, es la ganancia o utilidad que produce una inversión o negocio. Usualmente se expresa en términos de porcentajes anuales sobre la inversión. (p. 132). Adicionalmente Perdomo (2000), explica que rendimiento es la tasa de interés sobre una inversión. (p. 270).

No obstante, BMV (2000a), señala que el beneficio que otorga una inversión financiera es el rendimiento, que se expresa como un porcentaje del capital invertido. Todo inversionista debe buscar que su ganancia sea al menos superior al alza que se haya

producido en los precios durante el período invertido. Si, por ejemplo, se invierte en un instrumento que da 19% al año de tasa nominal y la inflación es de 16%, el inversionista habrá mantenido su inversión original y ganado un 3% de rendimiento sobre su capital, en términos reales. Se le llama tasa real a la diferencia entre el rendimiento nominal de la inversión y la tasa de inflación (medida por el Índice Nacional de Precios al Consumidor INPC).

La tasa o rendimiento puede resultar positivo o negativo. Cuando es negativo el dinero invertido perdió poder adquisitivo; es decir, alcanza para comprar menos cosas que al principio de la inversión. Si fue positivo, quiere decir que se mantuvo su poder de compra o incluso se incrementó. La otra referencia obligada para evaluar la conveniencia de una inversión, por su nivel de rendimiento, son las tasas de interés. La tasa líder del mercado mexicano – para fines de referencia – es la del Certificado de la Tesorería de la Federación (Cetes) a 28 días. (p. 7).

Existen distintos tipos de rendimiento, según las características del instrumento en que se haya invertido: a) **Por derechos decretados**: en este caso están los dividendos, que son la parte proporcional de las utilidades que genera una empresa emisora de acciones, y que le corresponda al inversionista en función de su porcentaje de tenencia, o propiedad, sobre el total de títulos; b) **Por ganancias de capital**: es la utilidad obtenida del diferencial entre el precio de compra y el precio de venta de un valor (instrumentos de deuda, metales, divisas y acciones); c) **Por tasas de interés**: este es el tipo de rendimiento más común. Se trata del pago que se hace al inversionista, en forma de un porcentaje adicional al capital invertido (obligaciones, depósitos, pagarés bancarios, etcétera). La tasa de interés se fija en función de las condiciones de mercado, las disposiciones legales y la solvencia financiera (de la cual depende la certeza del pago) del emisor del instrumento o del sujeto del crédito, que puede ser una empresa, un banco, el gobierno o inclusive una persona física, en el caso de los préstamos bancarios; y d) **Por descuento**: el diferencial entre el valor nominal (de vencimiento) del instrumento y el precio al que lo haya comprado el inversionista (Precio de Descuento), pueden expresarse en términos porcentuales (tasa de descuento). (p. 8)

## D) RIESGO

Finalmente la cuarta característica es el riesgo, a mayor rendimiento mayor riesgo y viceversa; sobre este punto en particular algunos autores conceptualizan al riesgo de la siguiente manera:

Barandiarán (2000), expresa que el riesgo, es la posibilidad de perder en una inversión determinada y suele asociarse a la incertidumbre. El riesgo no necesariamente es malo, ya que en la medida que aumenta se logra un premio. Así, por ejemplo, los títulos de crédito que conllevan mayor riesgo, suelen tener una mejor tasa, como premio al inversionista que acepta el riesgo. En los instrumentos de renta fija, en que el riesgo es menor, no suele haber la posibilidad de ganancias de capital sustanciosas, mientras que en renta variable con riesgo, sí hay ganancias de capital sustanciosas (o pérdida – de ahí el riesgo –). (p. 200).

Adicionalmente Gitman (2003), manifiesta que riesgo, es la probabilidad de que los resultados reales sean diferentes de los esperados; posibilidad de pérdida financiera o, más formalmente, la variabilidad de rendimientos asociados con un activo dado. Sin embargo, Perdomo (2000), explica que riesgo, es la probabilidad de que los rendimientos futuros reales sean inferiores a los rendimientos esperados. (p. 271).

No obstante, BMV (2000a), señala que, no hay inversión sin riesgo. Esta regla aplica tanto para la inversión financiera como para cualquier otro tipo de inversión. Siempre existe el riesgo de que el valor de una inversión disminuya o no suba al parejo de los demás precios, o incluso, que se deje de ganar por no invertir en otras alternativas de mayor rendimiento durante la vigencia de la inversión. En el caso de los instrumentos bursátiles, hay principalmente dos tipos de riesgo: los intrínsecos a los títulos (derivados del desempeño de los emisores de dichos valores) y los riesgos extrínsecos o de mercado (las fluctuaciones que se producen como resultado de modificaciones en las tasas de interés, el tipo de cambio, la inflación o el cambio en las expectativas de los inversionistas).

Los valores financieros menos vulnerables ante las fluctuaciones del mercado y con menor grado de riesgo sobre el desempeño del emisor son, en consecuencia, los que ofrecen el menor rendimiento, mientras que a mayor riesgo, mayor rendimiento. Lo anterior implica que es responsabilidad personal de todo inversionista calcular hasta qué grado – por sus circunstancias empresariales o familiares – puede exponer una parte de su capital a un

determinado nivel de riesgo a la hora de invertir, en función de sus necesidades de liquidez y su sensibilidad personal. Por ello, el primer paso, previo a realizar cualquier inversión, es informarse acerca de su nivel de riesgo y, si lo tiene y es atractivo el rendimiento, asumirlo – si se está en condiciones para ello – o, en todo caso, optar por otras alternativas. (p. 9).

El riesgo se puede reducir al invertir en una cartera diversificada; es decir, un portafolio en el que se combinen diversos instrumentos con diferentes características. Ser inversionista implica aceptar que los precios de cotización de los valores y las tasas de rendimiento pueden subir o bajar de forma impredecible, por lo que se deben contemplar estrategias de inversión diferentes y complementarias, con el objetivo de minimizar el riesgo.

### **2.1.8. DIVERSIFICACIÓN, ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN Y ASESORÍA PROFESIONAL EN EL MERCADO DE VALORES**

Una vez que cualquier persona o empresa (pública o privada) ha decidido incursionar en el Mercado de Valores y convertirse en inversionista, deben considerar además de las características de la inversión bursátil estipuladas en el apartado anterior los siguientes tres factores: a) diversificación, b) estrategia de inversión y c) asesoría profesional.

#### **A) DIVERSIFICACIÓN**

La mejor estrategia para minimizar el riesgo consiste en la diversificación; es decir, invertir los recursos en una cartera de instrumentos con diferentes niveles de riesgo, plazo y rendimiento.

La BMV (2000a), señala que el objetivo de la diversificación es armar un portafolio de inversión en el que esté distribuido el riesgo, con el propósito de aminorarlo. En una cartera diversificada pueden convivir simultáneamente estrategias de inversión de mediano y largos plazos (que persiguen la consolidación de un patrimonio financiero), con estrategias de inversión agresivas (que reaccionan a los cambios de corto plazo que se pueden dar en el mercado). Cada individuo o empresa estructura su cartera de inversiones de acuerdo con sus necesidades particulares. (p. 10).

Barandiarán (2000), complementa el concepto, al decir que, diversificación es la desconcentración de las inversiones y, por tanto, de los riesgos. Cuando se aplica al inversionista privado, significa que en su cartera de inversión diversificaría sus tenencias

entre quizá 10 o 20 tipos diferentes de valores, y también en empresas que se dedican a diferentes tipos de industrias. Cuando se aplica a una corporación, la diversificación por lo regular se refiere a sus esfuerzos por desconcentrar sus actividades a nuevos campos de empresa. (p. 81). En el mismo sentido, Dieck (2004), establece que diversificación, es la reducción del riesgo de una cartera mediante la adecuada combinación de activos. (p. 492).

## **B) ESTRATEGIA DE INVERSIÓN**

Además de la diversificación debe de considerarse una estrategia de inversión, la cual esta función del riesgo y plazo, y se clasifica de la siguiente manera: *Inversión agresiva*, que ésta ligada a instrumentos de alta liquidez y riesgo, con la expectativa de obtener altos rendimientos en el corto plazo; y la *Inversión patrimonial o conservadora*, asociada a instrumentos de menor liquidez, en espera de un rendimiento consistente, con menor riesgo y a mediano o largo plazo. Cada inversionista define su perfil en función de su circunstancia económica, el objetivo de su ahorro, el plazo en que necesitará sus recursos y su tolerancia al riesgo. De hecho, puede haber tantos estilos de inversionista como combinaciones entre liquidez, rendimiento, plazo y riesgo existan. (BMV, 2000a, p. 11).

## **C) ASESORÍA PROFESIONAL**

Por último, también debe de considerarse además de la diversificación y la estrategia de inversión, de los servicios de asesores profesionales en la materia, pero, ¿A quién recurrir? y ¿Qué se debe exigir?

De acuerdo con BMV (2000a), señala que la principal herramienta para invertir es la información, y la mejor información la tienen los expertos, por lo que siempre es recomendable asesorarse con un profesional financiero (en México, se encuentran en casas de bolsa, bancos, operadoras de sociedades de inversión y, más recientemente, en despachos especializados de asesoría). Estos profesionales, al conocer los objetivos y necesidades del inversionista, tienen los elementos para analizar y diseñar estrategias de inversión. Un inversionista bien informado siempre será más capaz de monitorear a su operador y exigirle mejores resultados. Por ello, la BMV proporciona la información que el mercado bursátil genera, en beneficio de los inversionistas y el público en general. (p. 10).

Adicionalmente, la (Casa de Bolsa Actinver [Actinver], 2005), agrega que asesoría es mucho más que un buen servicio, significa conocer a fondo a cada persona o empresa, saber en qué etapa están en la construcción de su patrimonio, conocer sus objetivos, prioridades, y determinar qué quieren lograr a través de su inversión. (p. 12)

También, el portal Web de la BMV, estipula que la asesoría profesional es importante y fundamental en ambos mercados (capitales y deuda). Específicamente en el mercado de capitales, la asesoría profesional es indispensable, ya que los expertos tienen los elementos de análisis para evaluar los factores que podrían afectar el precio de una acción, tanto del entorno económico nacional e internacional (análisis técnico) como de la propia empresa (análisis fundamental: situación financiera, administración, valoración del sector donde se desarrolla, etcétera), en general un análisis bursátil.

El **análisis bursátil** está destinado a responder dos preguntas fundamentales: qué y cuándo; es decir, en qué invertir o qué vender y cuándo vender o comprar. La respuesta a la primera pregunta se encuentra en lo que se conoce como *análisis fundamental*; y la respuesta a la segunda, en el *análisis técnico*. (Villegas y Ortega, 2002, p. 179).

En el **análisis fundamental** se pretende averiguar el por qué de las cosas; se trata de saber por qué se invierte en algo. En lo referente al mercado accionario, es un análisis para indagar qué tipo de empresa es aquella en la que se piensa invertir, quiénes forman su consejo de administración, qué liderazgo ejerce, cuál es el destino de sus ventas, en qué situación financiera se encuentra, cuál es su capacidad tecnológica, cuáles son sus fuerzas y debilidades. En suma es un estudio basado en la administración estratégica. Sus principios destacan el análisis de estados financieros, básicamente las razones esgrimidas para medir la rentabilidad, y en fechas recientes se le ha dado mayor énfasis a los conceptos de valor económico agregado. (p. 179). Este análisis dirige su atención a las magnitudes fundamentales de la empresa: beneficios, ventas, activo, pasivo, flujo de tesorería y rentabilidad de los fondos propios, entre otros. Estos factores son definitivos para decidir si un título en particular representa una posición de compra, venta o conservación. (Steinberg, 2001, p. 165).

Por el contrario, en el **análisis técnico** no interesa en qué se invierte o qué se compra. El objetivo es seleccionar el momento adecuado. Con este análisis se estudia la historia de precios y volúmenes para predecir el comportamiento del mercado o de una

acción en particular, en ocasiones sin saber de qué mercado o acción se trate. Los instrumentos básicos del análisis técnico lo constituyen las gráficas en sus diferentes formas y contenidos. (Villegas y Ortega, 2002, pp. 180-181).

Este análisis estudia los efectos de la oferta y la demanda, es decir; estudia los propios movimientos de los precios. Al análisis técnico también se le denomina *charting* o análisis gráfico, ya que, en esencia, se basa en el trazado de gráficos (*charts*) representativos de la variaciones de los precios. Usa dos tipos de gráficos: el gráfico de barras y el gráfico de puntos y figuras. El primero es el más corriente y puede incorporar el factor tiempo, el de puntos y figuras solamente refleja precios. El análisis técnico determina todos los factores que influyen en el mercado – desde las catástrofes naturales hasta la psicología de la negociación – los cuales tienen un reflejo inmediato (ya sea positivo o negativo) en los precios. (Steinberg, 2001, p. 192).

Finalmente la diversificación consiste, en invertir los recursos monetarios en diferentes valores o instrumentos, con la finalidad de disminuir el riesgo; obviamente, aplicando estrategias de inversión agresivas o conservadoras, dependiendo del perfil del inversionista, todo ello en función de las cuatro características de una inversión bursátil aunado a una buena asesoría profesional de primer nivel, asesoría que se complementa con un análisis bursátil, basado en un análisis fundamental y un análisis técnico.

### **2.1.9. BENEFICIOS Y RESPONSABILIDADES EN EL MERCADO DE VALORES**

Desde el momento en que los inversionistas recurren al Mercado de Valores para obtener financiamiento bursátil, estos adquieren a partir de entonces una serie de: 1) beneficios y 2) responsabilidades, que incrementan el potencial de negocios de las empresas.

#### **1) BENEFICIOS**

Según la BMV (2000c), destaca entre otros beneficios los siguientes:

a) **Aumenta el valor de la empresa.** Las empresas que se vuelven públicas al emitir acciones resultan ser más atractivas y tienden a generar mayor valor para sus accionistas que las de empresas privadas (aquellas que no cotizan en el mercado bursátil). Esto se debe a que sus títulos tienen liquidez, a que son más conocidas, a que su gestión es institucional, y a que proporcionan información al público inversionista;

b) **Fortalece la estructura financiera.** Una de las formas más eficientes para lograr los planes de expansión y modernización de la empresa, es basarlos en esquemas de financiamientos competitivos, mismos que se pueden obtener a través del Mercado de Valores. Al fortalecer la estructura financiera mediante una oferta pública de instrumentos de deuda o capital, es posible: optimizar costos financieros, obtener liquidez inmediata, consolidar y reestructurar pasivos, modernizarse y crecer, y financiar investigación y desarrollo;

c) **Obtienen reconocimiento financiero.** El acceso al financiamiento bursátil a través de la colocación de acciones o la emisión de títulos de deuda en el Mercado de Valores es un procedimiento exigente. Obtenerlo constituye por sí mismo un reconocimiento al grado de madurez de la empresa y liderazgo de sus directivos. Poseer este nuevo activo intangible facilita y expande las opciones para allegarse en un futuro, mayores recursos financieros en mejores condiciones;

d) **Mejora la imagen y proyección.** Cotizar en la BMV constituye un poderoso atractivo que puede ser empleado para respaldar todas aquellas estrategias destinadas a fortalecer la competitividad de la organización, al fortalecer su imagen de empresa profesional y pública, facilitando alianzas, fusiones y adquisiciones y permitiendo establecer programas de acciones para empleados claves; y

e) **Flexibiliza las finanzas de los empresarios.** Los accionistas originales pueden diversificar su inversión y con ello su riesgo, incrementar su liquidez y obtener la flexibilidad para tomar decisiones sobre su patrimonio aprovechando las posibilidades que ofrece la participación en el mercado bursátil. (p. 8).

## **2) RESPONSABILIDADES**

También, participar en el mercado bursátil en la colocación de títulos (acciones y deuda) implica que la empresa cumpla con responsabilidades o compromisos que adquiere con el público inversionista. Estos compromisos son:

▪ **EN EL CASO DE ACCIONES:**

a) **Administrar para dar valor.** Al listar a una empresa en la BMV, se está invitando al inversionista a participar como socio (accionista) en el proyecto de la propia empresa. El compromiso que se tiene con los socios de optimizar su inversión, se extiende a quienes participan en el mercado bursátil y compran acciones de la empresa. Las decisiones de administración deben enfocarse al logro de resultados que favorezcan el incremento en el valor de la empresa, y con ello el de sus accionistas.

▪ **EN EL CASO DE ACCIONES Y TÍTULOS DE DEUDA:**

a) **Proporcionar información al mercado.** La empresa adquiere la obligación de hacer pública su información corporativa, financiera y relevante para el conocimiento no sólo de sus accionistas o tenedores, sino de todo el mercado. Por lo tanto, debe emitir reportes financieros trimestrales y anuales, organizar encuentros bursátiles – en los que informan y explican resultados, proyectos, estrategias de negocios – y establecer una serie de mecanismos de información y comunicación periódica con los participantes en el mercado para revelar información corporativa y de eventos relevantes;

b) **Gastos de inscripción y mantenimiento.** Llevar a cabo una oferta pública de acciones o una emisión de deuda implica realizar una serie de gastos de inscripción y de mantenimiento por concepto de asesoría, comisiones del intermediario y cuotas de inscripción y mantenimiento en el mercado;

c) **Institucionalizar la administración.** El proceso de la toma de decisiones en una empresa pública debe estar orientado a crear valor para sus accionistas, representado por el Consejo de Administración y la Asamblea de Accionistas. En este sentido, las decisiones estratégicas, tales como aumento de capital, fusiones y adquisiciones, planes de compensación, incursiones en nuevos giros de negocio, y otros, deben ser sometidas a la aprobación de estos organismos. Esto no significa una pérdida de liderazgo, sino de una forma diferente de ejercerlo: Institucional. (p. 9).

Como se puede apreciar, al acceder al Mercado de Valores, las empresas no sólo obtienen beneficios también adquieren responsabilidades pues se entiende que han dejado de ser empresas privadas y se han convertido en empresas públicas, adquiriendo por ello un grado de madurez institucional.

## **2.1.10. CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**

Los mercados financieros se clasifican de acuerdo con el tiempo o sus características, la renta y el destino de los recursos. (Villegas y Ortega, 2002, p. 70). Sin embargo, BMV (2000d), establece, que para efectos de orden y organización, todos los valores negociados en la BMV han sido agrupados en distintos mercados de acuerdo con su fase de negociación y a sus características. (p. 11). Por lo tanto, en el siguiente apartado se analiza la primera clasificación de los mercados financieros, considerando ambos puntos de vista.

### **2.1.10.1. TIEMPO O CARACTERÍSTICAS**

Tal y como se ha expuesto en el apartado anterior, los mercados financieros se clasifican de acuerdo con el tiempo o características; al respecto algunos autores manifiestan lo siguiente: Según Villegas y Ortega (2002), en la clasificación de los mercados financieros de acuerdo con el tiempo o sus características se encuentran el mercado de deuda y el mercado de capitales. (p. 70). Adicionalmente, BMV (2000d), estipula que en la clasificación de los valores de acuerdo con sus características se encuentran el mercado de capitales y el mercado de deuda, este último conocido anteriormente como mercado de dinero. (p. 12). Ambas citas concuerdan con la clasificación y, corresponde ahora definir a cada uno de estos mercados, nos referimos a los mercados de: a) capitales y b) deuda.

#### **A) MERCADO DE CAPITALS**

Según Villegas y Ortega (2002), manifiestan que esta clasificación arbitraria, que es quizá la más popular, se refiere a los recursos financieros que los oferentes y demandantes operan a corto y largo plazo. Cuando el plazo es mayor a un año, se denomina mercado de capitales. (p. 70). En el mismo sentido, Gitman (2003), expresa que el mercado de capitales es aquel que permite que proveedores y demandantes de fondos a largo plazo hagan transacciones. (p.22).

Adicionalmente, BMV (2000d), establece que el mercado de capitales se subdivide en la Sección A o Mercado Principal – que agrupa a la grandes empresas –, y en la Sección B o Mercado para la Mediana Empresa Mexicana (MMEX), en dónde cotizan empresas medianas con amplias perspectivas de desarrollo. En la Sección A hay una subsección, llamada Sistema Internacional de Cotización (SIC), en la que están listadas y operan acciones de emisoras extranjeras. Para que puedan ingresar al SIC, las emisoras foráneas

deben provenir de mercados que cumplan con determinadas características (mercados reconocidos) y someterse a procesos rígidos de autorización para su listado en la BMV y la CNBV. (p. 12).

Por otra parte, la (Bolsa Mexicana de Valores [BMV], 2000b), señala que durante la década de los años noventa, la BMV experimentó un acelerado proceso de transformación como consecuencia de la adopción de tecnología avanzada, el desarrollo de nuevos instrumentos y la homologación de sus prácticas operativas con estándares internacionales. Es así como en agosto de 1996 fue liberado el Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación, BMV-SENTRA Capitales, diseñado para la negociación de acciones, obligaciones, warrants, picos<sup>3</sup>, acciones listados en el SIC y el registro de precios de sociedades de inversión, así como para la realización de ofertas públicas, operaciones de registro y subastas. (p. 6).

## **B) MERCADO DE DEUDA**

Según la BMV (2000d), establece que en el mercado de deuda, en él están y se efectúan las operaciones con instrumentos emitidos por el *gobierno*, como los Certificados de Tesorería de la Federación (Cetes), los Bonos del Desarrollo (Bondes), los Udibonos, los Bonos Brady y los UMS. También se negocian los títulos de deuda emitidos por *empresas*, tales como el papel comercial, los certificados de participación ordinaria y los pagarés; al igual que las aceptaciones bancarias emitidos por los *bancos*. Además, la BMV creó una subsidiaria que opera el sistema BMV-SENTRA títulos de deuda y un sistema de corretaje electrónico (broker)<sup>4</sup>, para estar en posibilidad de ofrecer servicios más competitivos a los participantes del mercado de deuda. (p. 12).

Sin embargo, Villegas y Ortega (2002), manifiestan que cuando se operan o negocian con instrumentos a corto plazo (menos de un año) se denomina mercado de dinero. (p. 70). Adicionalmente Brigham y Houston (2001), mencionan que el mercado de dinero, es el mercado para el corto plazo, en el que se obtienen o se conceden recursos en calidad de préstamo durante períodos cortos (menos de un año). (p. 132). En el mismo sentido, Ochoa (2002), agrega que al mercado de dinero corresponden los instrumentos de deuda o renta

---

<sup>3</sup> Cantidad de títulos menor a la establecida por un lote.

<sup>4</sup> Agente de negocios, de cambio y bolsa.

fija de corto plazo, y al de capitales, las inversiones de renta fija de largo plazo y las de renta variable. (p.75).

### **2.1.10.2. RENTA**

Ahora, siguiendo con lo que se estipula en el apartado 2.1.10. se analiza la segunda clasificación de los mercados financieros, es decir; de acuerdo con la renta. Dentro de esta clasificación se encuentran los instrumentos de renta variable y los instrumentos de deuda (este último antes llamado instrumento de renta fija). (Villegas y Ortega, 2002, p. 70). A continuación se explican cada uno de estos instrumentos, nos referimos a los instrumentos de: a) renta variable y b) deuda.

#### **A) INSTRUMENTOS DE RENTA VARIABLE**

Según Villegas y Ortega (2002), manifiestan que cuando los instrumentos no garantizan ningún pago por concepto de interés, ni ganancia alguna, ni tienen fecha de vencimiento, se denominan instrumentos de renta variable. (p. 71). En el mismo sentido, Ochoa (2002), señala que en el caso de los instrumentos de renta variable, la empresa emite acciones y los inversionistas se convierten en accionistas de la empresa. (p. 75). Este tipo de instrumento sólo se negocia en el mercado de capitales, los más conocidos son las acciones; este mercado también es llamado: mercado accionario.

#### **B) INSTRUMENTOS DE DEUDA**

Según Villegas y Ortega (2002), manifiestan que cuando los instrumentos financieros tienen fechas de amortización y de pagos de interés conocidas se llaman instrumentos de deuda, porque es dinero o capital que se le presta a un banco, empresa o gobierno, y a cambio se le paga al inversionista, ahorrador o especulador un interés. (p. 70). Adicionalmente, Ochoa (2002), agrega que los títulos emitidos por las empresas pueden representar deuda o capital: en el primer caso la empresa pide un préstamo, entonces adquiere la personalidad de deudor y el inversionista de acreedor, cuando los títulos emitidos son acciones, el inversionista se convierte en dueño de parte de la misma. (p. 76).

Estos instrumentos sólo se cotizan en el mercado de deuda; en el apartado 2.1.11. de este capítulo se analizan los diversos valores o instrumentos que operan en el Mercado de

Valores, además, en el apartado 2.2. se profundiza sobre el tema, al estudiar específicamente a los instrumentos de deuda.

### **2.1.10.3. DESTINO DE LOS FONDOS O FASE DE NEGOCIACIÓN**

En este apartado se analiza la última clasificación de los mercados financieros, considerando el destino de los fondos o fase de negociación, tal y como se ha expuesto en el apartado 2.1.10. Según Villegas y Ortega (2002), en la clasificación de los mercados financieros de acuerdo con el destino de los recursos se encuentran el mercado primario y el mercado secundario. (p. 71). También, BMV (2000d), estipula que los valores se clasifican de acuerdo con su fase de negociación en mercado primario y mercado secundario. (p. 12). Ambas citas concuerdan con la clasificación y, corresponde ahora definir a cada uno de estos mercados, nos referimos a los siguientes: a) mercado primario y b) mercado secundario.

#### **A) MERCADO PRIMARIO**

Según Villegas y Ortega (2002), manifiestan que el mercado primario es aquel en que los recursos que invierte o presta una persona o compañía van a dar a gobiernos o empresas para financiar proyectos o gasto. (p. 71). En el mismo sentido, BMV (2000d), establece que el mercado primario se refiere a las colocaciones u ofertas públicas primarias de acciones o títulos de deuda. Ello sucede cuando una empresa ofrece un determinado número de valores en el mercado. Su importancia radica en que aporta recursos frescos a las emisoras. En el mercado primario sólo intervienen las emisoras y las casas de bolsa; éstas últimas compran las acciones o instrumentos de deuda (a título propio o de sus clientes) para ofrecérselos a sus clientes. El emisor y la casa de bolsa colocadora establecen el precio al cual deberá hacerse la oferta pública de los valores a colocar. (p. 12).

Adicionalmente, Herrera (2003), señala que la operación mediante la cual la entidad financiera deficitaria coloca por vez primera sus títulos con el objeto de obtener capital se conoce como mercado primario. (p. 3). Por otra parte, Gitman (2003), declara que todos los valores se emiten inicialmente en el mercado primario. Éste es el único mercado en que los emisores corporativos o gubernamentales se involucran directamente en la transacción y reciben los beneficios directos de la emisión. Es decir, la empresa recibe en realidad los beneficios de la venta de valores "nuevos". (p. 20). No obstante, Ochoa (2002), expresa que se habla de mercado primario cuando se hacen emisiones públicas por primera vez, es

decir, cuando las acciones o los instrumentos de deuda de las empresas y los gobiernos son emitidas por medio del Mercado de Valores; en las emisiones públicas es la empresa quien recibe el dinero que proviene de la emisión de los títulos. (p. 13). Finalmente, el mercado primario es un mercado para la venta de valores de reciente creación. (Kolb, 2002, p. 151).

A continuación, se emite un concepto propio sobre el mercado primario, al decir; es aquel donde las empresas o el gobierno colocan o emiten públicamente por primera vez instrumentos en el Mercado de Valores, obteniéndose con ello recursos financieros o capital nuevo producto de la emisión. (Figura 2.1.).



Figura 2.1. Proceso de Operaciones en el Mercado Primario. Fuente: Autor.

## B) MERCADO SECUNDARIO

Según Villegas y Ortega (2002), manifiestan que en el mercado secundario los tenedores de títulos los intercambian sin que el producto de este comercio llegue a las empresas o el gobierno. Parece una actividad intrascendente, pero da liquidez al mercado financiero y a veces es más importante que el mercado primario, ya que éste no es concebible sin aquél. En el mercado secundario el tenedor de un título lo vende a otra persona y las empresas o el gobierno no reciben nada de los recursos transferidos. (p. 71).

Adicionalmente, BMV (2000d), establece que en el mercado secundario los valores no se negocian una sola vez; después de la oferta pública, son objeto de cotización diaria. Hay quienes deciden quedarse con los documentos en el largo plazo, pero hay quienes deciden venderlos en el mediano y corto plazo. La libre compraventa de los valores entre los inversionistas, a través de las casas de bolsa, da origen al mercado secundario. (p. 12). También Herrera (2003), señala que una vez que dichos títulos han quedado en el mercado

y son susceptibles de compra y venta entre los inversionistas surge el mercado secundario, cuyo objetivo es proporcionar liquidez a los tenedores de títulos. (p. 3).

Por otra parte, Gitman (2003) declara que una vez que los valores se empiezan a negociar entre los ahorradores y los inversionistas, se vuelven parte del mercado secundario. El mercado secundario se puede ver como un Mercado de Valores "que ya se poseían". (p. 20). Sin embargo, Ochoa (2002), expresa que en el mercado secundario las transacciones de compra y venta de títulos de crédito emitidos por las empresas y los gobiernos en el mercado primario son negociados entre inversionistas, es decir, los emisores de títulos no participan en el flujo de los recursos. (p. 13).

Después de analizar cada una de estas definiciones, a continuación se emite un concepto propio, diciendo que en el mercado secundario los inversionistas poseedores de títulos, compran y venden valores en más de una vez, y en donde los recursos que se obtienen no llegan a los emisores. (Figura 2.2.).

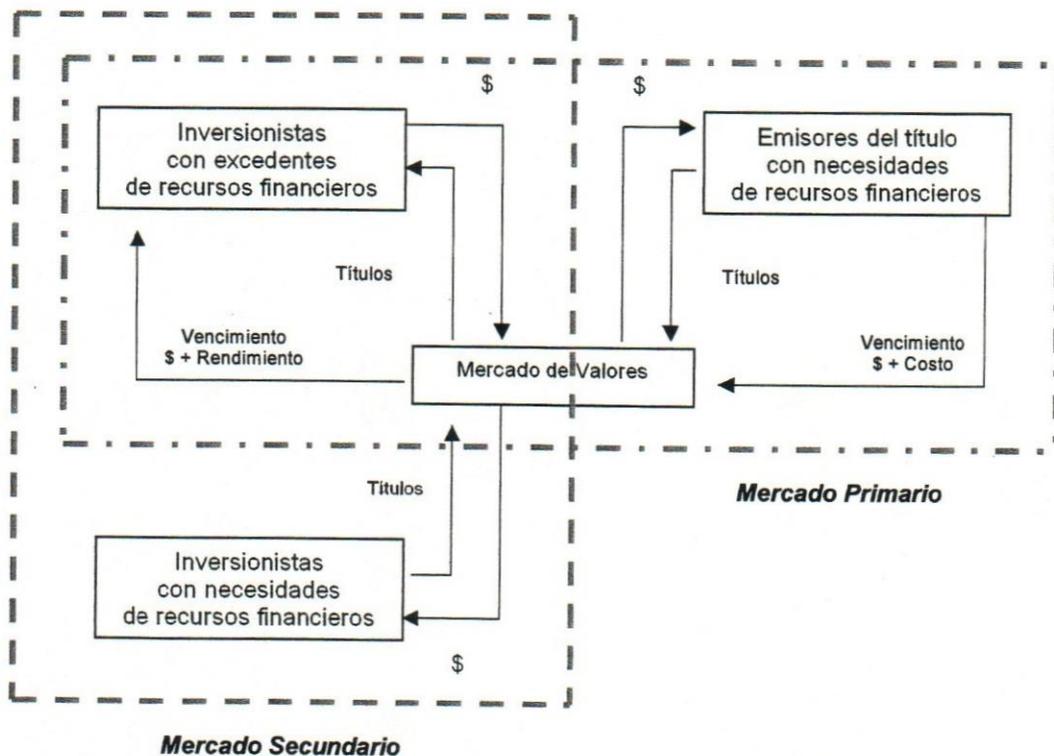


Figura 2.2. Flujo de Recursos Financieros en los Mercados Primario y Secundario. Fuente: [Ochoa, 2002, Cap. 1, p. 14]

### 2.1.11. INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE VALORES

En el apartado 2.1.10. se habló de la clasificación de los mercados financieros de acuerdo con el tiempo o sus características, la renta y el destino de los fondos; dentro de esa clasificación se hizo referencia de dos mercados (capitales y deuda), pero, en ningún momento se especifican cuáles son los títulos que operan en ambos mercados. A continuación se dan a conocer los diferentes tipos de valores o instrumentos que operan en esos mercados y sus características.

La información acerca de los instrumentos del mercado de capitales y de deuda se obtuvo de los siguientes portales Web: BANAMEX, BANCOMER, BMV, CONDUSEF, VECTOR Casa de Bolsa, y la complementan los siguientes autores: Heyman (1998), Menchaca (1998), Perdomo (2000), Ochoa (2002), Ortega (2002), Perdomo (2002), Villegas y Ortega (2002), Herrera (2003) y Dieck (2004). Estas referencias señalan que en el mercado de capitales cotizan los siguientes títulos o valores: (Cuadro 2.1.).

EMISOR	TÍTULOS
<b>Empresas Privadas</b>	a) Acciones. b) Títulos Opcionales o Warrants.

Cuadro 2.1. Instrumentos que Cotizan en el Mercado de Capitales. Fuente: Autor.

A) Las Acciones son títulos que se emiten en serie y representan una parte alícuota<sup>5</sup> del capital social de la empresa. Otorgan a sus tenedores los derechos y responsabilidades de un socio. La forma de conseguir capital en el mercado bursátil es en primera instancia, la oferta pública de acciones, con la que se invita al público inversionista a hacerse socio de la empresa. Estas acciones pueden ser parte del capital de la empresa emisora, o una ampliación del mismo. En la oferta pública, el precio es determinado de manera conjunta por el emisor y el intermediario colocador (casa de bolsa) atendiendo a condiciones del mercado y al potencial de la empresa. En el mercado secundario, el precio lo determina la libre oferta y demanda. (BMV, 2000c, p. 13).

El plazo en este valor no existe, pues la decisión de venderlo o retenerlo reside exclusivamente en el tenedor o propietario de la acción. El precio se establece en función del desempeño de la empresa emisora y de las expectativas que haya sobre su desarrollo.

<sup>5</sup> Que forma parte de un todo; subdivisión o porción de un todo.

Asimismo, en su precio también influyen elementos externos que afectan al mercado en general. El inversionista debe evaluar cuidadosamente si puede asumir el riesgo implícito de invertir en acciones, si prefiere fórmulas más conservadoras, o bien, una combinación de ambas. De cualquier forma, en el mercado accionario siempre se debe invertir con miras a obtener ganancias en el largo plazo, ya que -junto con una buena diversificación- es el mejor camino para diluir las bajas coyunturales del mercado o de la propia acción. (BMV, 2000a, p. 12).

Adicionalmente, el portal Web de la CNBV expresa en los siguientes párrafos el tipo de derechos que confieren las acciones, su clasificación y la distinción por series. Los derechos que confieren son: patrimoniales mediante los cuales la sociedad otorga a los accionistas dividendos en efectivo o en acciones y corporativos con los cuales se obtiene voz y voto en las asambleas de la sociedad.

Dependiendo de los derechos que confieren las acciones, éstas pueden ser:

**a) Acciones comunes:** confieren iguales derechos y son de igual valor (también se les conoce como ordinarias);

**b) Acciones preferentes:** también llamadas de voto limitado. Solo posee el derecho a voto en asambleas extraordinarias;

**c) Acciones de Goce:** son aquéllas que pueden ser entregadas a los accionistas a quienes se les hubieren amortizado sus acciones con utilidades repartibles y sus tenedores tendrán derecho a las utilidades líquidas, así como derechos de voto en las asambleas, según lo contemple el contrato social.

Finalmente, existe una clasificación en la emisión de series accionarias que permite distinguir a los posibles tenedores:

**Serie "A".** Acción ordinaria exclusiva para mexicanos;

**Serie "B".** Acción ordinaria de libre suscripción (mexicanos y extranjeros);

**Serie "C".** Acción ordinaria (serie neutra de acuerdo a las normas establecidas por la Comisión Nacional de Inversión Extranjera) que restringe los derechos corporativos (derecho a voto) a los inversionistas extranjeros; y

**Serie "L".** Acción ordinaria con voto limitado.

B) Títulos Opcionales o Warrants. El portal Web de la CNBV manifiesta que son documentos que otorgan a sus tenedores el derecho, más no la obligación, de comprar o de vender una cantidad establecida de un activo subyacente (acciones, índices accionarios, divisas, tasas de interés y contratos de futuros), a la persona que lo suscribe a un precio específico por un período de tiempo determinado. Los títulos opcionales de compra (call) o de venta (put), pueden ser de dos tipos: **Tipo americano**: el derecho puede ejercerse en cualquier momento dentro del precio establecido en el documento; y **Tipo europeo**: el derecho puede ejercerse únicamente en una fecha determinada, normalmente al vencimiento. La liquidación de los títulos opcionales puede ser en efectivo (mediante el pago de una suma de dinero) o en especie (entrega de las acciones de referencia o de la canasta de referencia).

Hasta aquí se han expresado las características de los instrumentos del mercado de capitales. A continuación se estudian los instrumentos que cotizan en el mercado de deuda, pero, antes de analizarlos es pertinente aclarar que estos títulos comprenden a tres sectores: el gobierno federal; los bancos y las empresas privadas, paraestatales y los gobiernos locales. (Cuadro 2.2.).

En el primer sector, los instrumentos tienen la garantía de pago del gobierno federal, lo cual implica el menor riesgo de no pago en todos los instrumentos del mercado de deuda. En el segundo sector, se encuentran instrumentos que emite o garantiza un banco, las emisiones en cuestión deben tener al menos una calificación otorgada por una Calificadora de Valores autorizada por la CNBV. La calificación es individual por cada emisión, y puede variar entre diferentes instrumentos de una misma emisora. En el tercer sector, los instrumentos son emitidos y respaldados por el patrimonio de las empresas privadas o paraestatales, de estados y municipios que los colocan en el Mercado de Valores; es decir, su pago depende que estas entidades tengan suficiente dinero. Sin embargo, las características de cada título, se especifican en el apartado 2.2.6.3.

SECTOR	TÍTULOS
<b>Gobierno Federal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES).</li> <li>▪ Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES).</li> <li>▪ Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en UDIs (UDIBONOS).</li> <li>▪ Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS).</li> <li>▪ Bonos Brady.</li> <li>▪ Bonos Azteca.</li> <li>▪ Instrumentos emitidos en el extranjero a cargo del Gobierno Federal sujetos a negociación en el país (BONOS UMS).</li> <li>▪ Pagarés de Indemnización Carretera con aval del Gobierno Federal (PIC's-FARAC).</li> <li>▪ Bonos de Regulación Monetaria (BREM's).</li> <li>▪ Bonos de Protección al Ahorro (BPA's).</li> </ul>
<b>Bancario</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV).</li> <li>▪ Certificados de Depósito Bancario (CEDES).</li> <li>▪ Bonos Bancarios de Desarrollo (BODES).</li> <li>▪ Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial (BONDIS).</li> <li>▪ Aceptaciones Bancarias (AB's).</li> <li>▪ Certificados Bursátiles (CEBUR's).</li> <li>▪ Bonos Bancarios para la Vivienda (BOVIS).</li> <li>▪ Bonos Bancarios de Infraestructura (BBI).</li> <li>▪ Obligaciones Subordinadas (Bancarias).</li> </ul>
<b>Empresas Privadas, Paraestatales y Gobiernos Locales (Estatales - Municipales), sin Aval del Gobierno Federal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pagaré Financiero (PF).</li> <li>▪ Papel Comercial Simple o Índizado (PCS, PCI).</li> <li>▪ Certificados Bursátiles (CEBUR's).</li> <li>▪ Pagaré de Mediano Plazo (PMP).</li> <li>▪ Bonos de Prenda (PRENDARIOS).</li> <li>▪ Certificados de Participación Ordinarios (CPO's).</li> <li>▪ Certificados de Participación Inmobiliarios (CPI's).</li> <li>▪ Obligaciones.</li> </ul>

Cuadro 2.2. Instrumentos que Cotizan en el Mercado de Deuda. Fuente: Autor.

Una vez que se han expuesto cada uno de los instrumentos que operan en el mercado de deuda, en el siguiente apartado se hace referencia a la importancia que representa para un título de este mercado obtener una calificación.

### 2.1.12. IMPORTANCIA DE LA CALIFICACIÓN DE VALORES

En este apartado se describe la importancia que tiene para las instituciones de crédito, las sociedades mercantiles, las empresas paraestatales y los gobiernos locales (estatales y

municipales) contar con una calificación, pero, ¿Por qué surgen las compañías calificadoras?, ¿Cómo están constituidas?, ¿Qué es una calificación? y ¿Qué califican?

La BMV (2000a), establece que para ayudar al inversionista a medir el riesgo de las emisiones de deuda y de las sociedades de inversión de deuda, a partir de enero de 1998, empezaron a operar las instituciones denominadas Calificadoras de Valores, que evalúan la calidad de los instrumentos de deuda, así como los activos que integran los portafolios de las sociedades de inversión de deuda, en función de la capacidad de pago del emisor y la sensibilidad de la cartera del fondo ante cambios en la economía y el mercado.

La calificación que otorgan las diferentes empresas incluye letras y números. Las primeras se utilizan para calificar la **calidad crediticia** (o capacidad y oportunidad de pago del emisor) y los números se emplean para medir el **riesgo de mercado** (o grado de vulnerabilidad en el rendimiento de la sociedad de inversión ante modificaciones en las tasas de interés o tipo de cambio). Cada calificadora tiene su propia escala, pero todas se corresponden con la "escala homogénea" convenida entre ellas para permitir a los inversionistas establecer comparaciones. (p. 18).

El portal Web de la CONDUSEF manifiesta que las instituciones calificadoras de valores están constituidas como personas morales cuyo objeto social es exclusivamente la prestación habitual y profesional del servicio de estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación sobre la calidad crediticia de valores. Actualmente son tres las compañías calificadoras que operan en México y que cuentan con autorización de la CNBV para calificar el riesgo crediticio, estas son: Fitch Ratings, Standard & Poor's y Moody's. Disponible: <http://www.aregional.com.mx>.

Por otra parte, (Moody's Investors Service [Moody's], 2000), resalta que una calificación es una evaluación de la capacidad y compromiso jurídico de un emisor para efectuar los pagos de intereses y amortización del principal en el plazo previsto en las condiciones de emisión de un título de renta fija específico. (p. 5). En el mismo sentido, el portal Web de Fitch Ratings, expresa que una calificación es una opinión profesional y actualizada relativa a la capacidad de pago estimada de las emisiones que se pretendan o se hayan realizado en el mercado, y se refiere a las emisiones, no al emisor. También, el portal Web de Standard & Poor's, manifiesta que una calificación de deuda en su escala CaVal, es la expresión de una opinión acerca de la probabilidad y riesgo relativo, de la

capacidad e intención de un emisor de un título de crédito colocado en el Mercado de Valores de México, de efectuar su pago precisamente en el plazo acordado.

De esta forma, las agencias calificadoras llevan a cabo el proceso de calificación con toda objetividad, puesto que el crecimiento de su negocio está fundamentado en el prestigio que adquieren por otorgar a sus clientes calificaciones de riesgo crediticio realistas. Los principales aspectos que consideran en forma general para el otorgamiento de una determinada calificación son: aspectos cualitativos y cuantitativos; con la información de ambos aspectos se realizan los estudios correspondientes dando origen a un trabajo denominado prospecto.

Es por esto que, las empresas recurren a las agencias calificadoras a fin de que éstas evalúen imparcialmente su capacidad de pagar sus deudas y su voluntad de cumplir con sus obligaciones financieras en los plazos y montos acordados. A través de la calificación del riesgo crediticio, las empresas exhiben la calidad y responsabilidad de su administración a los inversionistas y acreedores potenciales, para de esta manera conseguir un adecuado financiamiento a bajo costo.

No obstante, la calificación de riesgo crediticio que originalmente se otorgaba sólo a empresas se ha extendido a los gobiernos soberanos y locales (estatales y municipales). Disponible: <http://www.aregional.com.mx>. Por último, en el capítulo 3 se profundiza en el tema "calificación de riesgo crediticio", refiriéndonos específicamente a los gobiernos soberanos y locales (estatales y municipales).

### **2.1.13. PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE VALORES**

De acuerdo con los portales Web de la BMV, la CNBV y la CONDUSEF, señalan que los participantes son todas aquellas instituciones que coadyuvan al buen funcionamiento y operación del Mercado Financiero. Entre éstos podemos encontrar a los emisores, los inversionistas, las autoridades y organismos autorregulatorios, los intermediarios bursátiles y a otros participantes también conocidos como entidades de apoyo, los cuales se ilustran en la (Figura 2.3.).

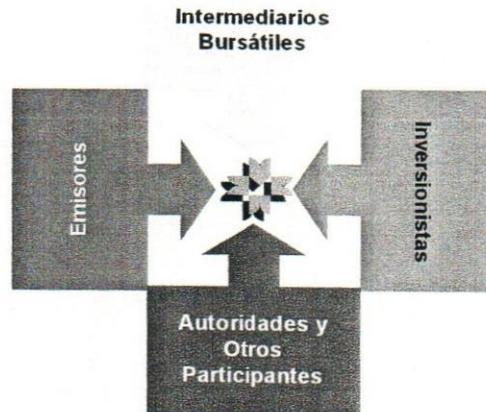


Figura 2.3. Participantes del Mercado de Valores. Fuente: Autor.

A continuación se dan a conocer a cada uno de los participantes (Cuadro 2.3.).

PARTICIPANTES	INTEGRANTES
<b>Emisores</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Empresas Industriales, Comerciales y de Servicios.</li> <li>▪ Instituciones Financieras.</li> <li>▪ Gobierno Federal, Gobiernos Estatales y Municipales.</li> <li>▪ Instituciones, Empresas Paraestatales y Organismos Públicos Gubernamentales.</li> </ul>
<b>Inversionistas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Personas Físicas y Morales (Mexicanos y Extranjeros).</li> <li>▪ Gobierno Federal, Gobiernos Estatales y Municipales.</li> <li>▪ Sociedades de Inversión.</li> <li>▪ Inversionistas Institucionales.</li> <li>▪ Instituciones Financieras.</li> </ul>
<b>Intermediarios Bursátiles</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Casas de Bolsa.</li> <li>▪ Especialistas Bursátiles.</li> <li>▪ Las Entidades Financieras Autorizadas para Operar en el Mercado de Valores.</li> </ul>
<b>Autoridades y Organismos Autorregulatorios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).</li> <li>▪ Banco de México (BANXICO).</li> <li>▪ Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).</li> </ul>
<b>Otros Participantes, Entidades de Apoyo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bolsa Mexicana de Valores (BMV).</li> <li>▪ Instituciones para el Depósito de Valores (SD Indeval S.A.).</li> <li>▪ Sociedades de Inversión.</li> <li>▪ Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión.</li> <li>▪ Sociedades Valuadoras de Acciones de Sociedades de Inversión.</li> <li>▪ Sociedades Distribuidoras de Acciones de Sociedades de Inversión.</li> <li>▪ Sociedades Calificadoras de Valores (Fitch Ratings, Standard &amp; Poor's y Moody's).</li> <li>▪ Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB).</li> </ul>

Cuadro 2.3. Integrantes que Engloba cada Participante del Mercado de Valores. Fuente: Autor.

De acuerdo a lo estipulado en el párrafo anterior, a continuación se citan las definiciones de cada uno de los siguientes participantes: a) emisores, b) inversionistas, c) intermediarios bursátiles, d) autoridades y organismos autorregulatorios, y e) entidades de apoyo.

#### **A) EMISORES**

Son emisores las sociedades anónimas, los organismos públicos, los tres niveles de gobierno (federal, estatal y municipal) y las entidades financieras, que buscan financiamiento para destinarlos a proyectos de desarrollo y expansión. Para tal efecto ofrecen al público inversionista, en el ámbito de la BMV, y siendo representados por intermediarios bursátiles, valores tales como acciones, obligaciones y títulos de deuda. (BMV, 2000d, p. 8).

#### **B) INVERSIONISTAS**

Los inversionistas son personas físicas o morales, nacionales o extranjeras que a través de las casas de bolsa o de los especialistas bursátiles colocan sus recursos; compran y venden valores, con la finalidad de minimizar riesgos, maximizar rendimientos y diversificar sus inversiones. En los mercados bursátiles del mundo destaca la participación del grupo de los llamados "inversionistas institucionales", representado por sociedades de inversión, fondos de pensiones, y otras entidades con alta capacidad de inversión y amplio conocimiento del mercado y de sus implicaciones. También destacan los inversionistas denominados "Calificados" y son aquéllos que cuentan con los recursos suficientes para allegarse de información necesaria para la toma de decisiones de inversión, así como para salvaguardar sus intereses sin necesidad de contar con la intervención de la autoridad. Disponible: <http://www.bmv.com.mx>.

#### **C) INTERMEDIARIOS BURSÁTILES**

Son aquellas personas morales autorizadas para realizar operaciones de correduría, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores; efectuar operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros respecto de las cuales se haga oferta pública; así como administrar y manejar carteras de valores propiedad de terceros. Disponible: <http://www.cnbv.gob.mx>. Adicionalmente la LMV en su artículo 17 establece que son intermediarios del Mercado de Valores: las casas de

bolsa, los especialistas bursátiles y las demás entidades financieras autorizadas por otras leyes para operar con valores en el mercado financiero.

#### **D) AUTORIDADES Y ORGANISMOS AUTORREGULATORIOS**

Las autoridades son aquellas que establecen la regulación que debe regir la sana operación del Mercado de Valores. Además supervisan y vigilan que dichas normas se cumplan, imponiendo sanciones para aquéllos que las infrinjan. La facultad para la intervención estatal en el SFM y la importancia de este sistema dentro de los objetivos de desarrollo equilibrado y productivo, se encuentran plasmados en los artículos 25, 26 y 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos (CPEUM). De este ordenamiento se desprende el resto del marco jurídico que norma las actividades del Mercado de Valores. Entre estos preceptos se encuentran: la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras (LRAF), la LMV, la LSI, la Ley de Instituciones de Crédito (LIC), la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito (LGOAAC), y la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (LCNBV). Esta última legislación señala que son tres los organismos reguladores del Mercado de Valores: la SHCP, la CNBV, y BANXICO. Disponible: <http://www.cnbv.gob.mx>.

#### **E) OTROS PARTICIPANTES (ENTIDADES DE APOYO)**

Son todas aquellas instituciones que coadyuvan al buen funcionamiento y operación del Mercado de Valores. Entre éstos podemos encontrar: la Bolsa de Valores, Instituciones para el Depósito de Valores, las Sociedades de Inversión, las Sociedades Operadores de Sociedades de Inversión, las Sociedades Valuadoras de Acciones de Sociedades de Inversión, las Sociedades Distribuidoras de Acciones de Sociedades de Inversión, las Sociedades Calificadoras de Valores y la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB).

Como se ha podido constatar, en el Mercado de Valores intervienen directa o indirectamente todos los actores que se han manifestado, cada uno con sus respectivas actividades con el objeto de lograr el funcionamiento y desarrollo de un mercado financiero, apegado en todo momento a un marco jurídico propio que permite la realización de operaciones.

#### **2.1.14. ÍNDICES BURSÁTILES EN EL MERCADO DE VALORES**

En cada país, los Mercados Financieros utilizan índices para medir la productividad y el comportamiento de sus Bolsas de Valores; así por ejemplo: los índices bursátiles de Estados Unidos son el Dow Jones, S&P 500, Nasdaq, Amex Index y Russell 2000, el índice Merval para Argentina, el Bovespa para Brasil, el FTSE-100 para Londres, el Xetra Dax para Alemania, el índice general para España, el Nikkei-225 para Japón, entre otros. Para la BMV el índice más representativo es el IPC, y sobre este índice se puntualiza en los siguientes párrafos.

El índice o indicador principal de la BMV es el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC). El cual, permite evaluar el comportamiento del mercado accionario en su conjunto y expresa un valor en función de los precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa del total de acciones cotizadas en la BMV. La muestra está integrada por aproximadamente 35 emisoras y se revisa de manera semestral. Otro índice para el mercado accionario en su conjunto es el Índice México o INMEX, que difiere en su cálculo y construcción al IPC y que fue diseñado para ser utilizado como subyacente para la emisión de derivados.

Para conocer el comportamiento del mercado para la Mediana Empresa Mexicana, la BMV construyó el IP-MMEX, Índice para la Mediana Empresa Mexicana, basada en una muestra que comprende a todas las empresas que hayan realizado oferta pública en esta sección del mercado accionario. Existen otros índices, los sectoriales, que muestran el comportamiento de ciertas áreas de actividad económica o sectores. Entre ellos están el de la industria extractiva, de comunicaciones y transportes, comerciales, de transformación, de construcción, de servicios y varios. (BMV, 2000d, p. 10).

Los índices de la bolsa se crearon para que los inversionistas y los participantes del mercado en general puedan conocer la tendencia del precio de las acciones y así orienten sus decisiones y puedan darle seguimiento al conjunto de valores. Se expresan en puntos y en porcentajes. Además están el volumen de operaciones y el monto de las mismas, como otras variables a considerar. (p. 18). La intención de dar a conocer los índices que existen en la BMV, se hace con el objeto de que los inversionistas de forma general o particular puedan medir la tendencia de un valor o un grupo de títulos en un sector específico, y por ende, tomen decisiones financieras de inversión.

### **2.1.15. CAPITALIZACIÓN EXTRANJERA Y OPERACIONES DE ARBITRAJE EN EL MERCADO DE VALORES**

Otro factor por demás importante que es necesario considerar, es el hecho, de que las empresas mexicanas también pueden llevar a cabo colocaciones de títulos o instrumentos en los mercados de valores extranjeros; los instrumentos que se colocan en esos mercados, así como los objetivos que se persiguen son los siguientes:

Las empresas emisoras cuentan con la posibilidad de colocar sus títulos en mercados extranjeros. Varias emisoras de nuestro país están listadas en bolsas de valores estadounidenses, principalmente en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), en la que los valores mexicanos se negocian en forma de American Depositary Receipts (ADR's) o American Depositary Shares (ADS's), sin embargo, en las bolsas de valores europeas, se operan como GDR's (Global Depositary Receipts) o IDS's (International Depositary Shares). Al realizar transacciones en el mercado extranjero se suscitan las operaciones de arbitraje, estas ocurren cuando existe una diferencia de precio entre las acciones de la misma emisora en México y en el extranjero. En esas circunstancias se hacen compras en un mercado para vender en el otro, lo que contribuye a que se equilibren los mercados. (BMV, 2000d, p. 14).

En los últimos años un gran número de empresas mexicanas han acudido a los mercados externos de capital (principalmente el estadounidense) para realizar ofertas accionarias y con la intención de cumplir los objetivos siguientes: **a)** Captar recursos financieros; **b)** Colocar capital a mejores precios; **c)** Diversificar la estructura financiera de la empresa; **d)** Obtener premios en venta de capital y **e)** Atenuar costos de financiamiento. (Ortega, 2002, p. 109).

Como se puede apreciar, las empresas mexicanas que decidan obtener financiamiento bursátil lo pueden hacer no sólo en la BMV, también pueden conseguir recursos en las Bolsas de Valores de otros países.

### **2.1.16. FACTORES QUE INCIDEN EN EL MERCADO DE VALORES**

Es importante recalcar que cuando los inversionistas realicen operaciones en la BMV o en Bolsas de otros países, por ningún motivo deben aislarse y olvidar factores que influyen y repercuten notoriamente en el comportamiento de un mercado financiero; estos factores se analizan en el siguiente apartado.

Al respecto, BMV (2000d) manifiesta que los precios de los valores negociados en la BMV los determina la ley de la oferta y la demanda. Mientras más inversionistas quieran comprar una acción, más alto se va a cotizar, y viceversa. La oferta y la demanda de acciones depende de muchos factores o circunstancias: el comportamiento de la economía, ya que esto influye directamente en las ventas y en la generación de utilidades de las empresas, la actividad de las propias empresas emisoras y, antes que nada, las expectativas de todos y cada uno de los inversionistas. La inflación, las tasas de interés, el tipo de cambio, el nivel del circulante y de las reservas internacionales, la actividad comercial, cambios tecnológicos, fenómenos naturales y climáticos, decisiones gubernamentales, asuntos políticos internacionales y nacionales, tendencias demográficas.... Todo, absolutamente todo, influye tarde o temprano sobre la actividad de las empresas, por lo que es tarea de los participantes en el mercado estar atentos a toda la información, interpretarla, y analizarla, para intentar determinar cuál puede ser su posible impacto sobre las cotizaciones de los valores, a fin de actuar con oportunidad. (p. 15).

Con esto, queda claro que cualquier factor influye en el comportamiento de un mercado financiero, y los inversionistas deben en todo momento tomar en cuenta la información que presenten los diversos actores para tomar decisiones.

### **2.1.17. FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES**

Considerando que en cada uno de los apartados anteriores se han estudiado y analizado temas que conciernen al Mercado Mexicano de Valores, a continuación en este apartado se da a conocer el funcionamiento del mismo.

En el Mercado de Valores, cada empresa o gobierno, puede encontrar una alternativa de financiamiento acorde a sus necesidades de capital y su capacidad de endeudamiento. Los inversionistas buscan empresas que reúnan la mayor parte de los requisitos listados a continuación, muchos de los cuales caracterizan a las empresas más exitosas de México o a los gobiernos mejor calificados; tales como: **a)** Potencial de crecimiento; **b)** Nivel de endeudamiento adecuado; **c)** Historial de resultados favorables; **d)** Porcentaje de exportaciones o de ventas en divisas; **e)** Proyectos de inversión atractivos y **f)** Nuevos sectores y nichos de mercado. Es posible, emitir títulos de deuda con plazos de vencimiento

flexibles y características que se ajusten a las necesidades específicas del emisor, hasta colocar una parte del capital social representado por acciones. (BMV, 2000c, pp. 11-12).

Para colocar acciones, obligaciones y CPO's las empresas deberán asesorarse por un intermediario bursátil, abogados y auditores externos. En el caso de títulos de deuda, de intermediarios bursátiles, un representante común (casa de bolsa o fideicomiso bancario) y una compañía calificadora de valores. Para listar sus valores en el mercado las empresas y los gobiernos locales deben, una vez integrados los paquetes de información, que incluye la preparación de un prospecto de colocación, realizar los siguientes pasos listados: **1)** Solicitar simultáneamente a la CNBV y a la BMV la inscripción al listado; **2)** Definir las características de la emisión y oferta pública; **3)** Depositar los valores que amparan la emisión en S.D. Indeval; **4)** Inscribirse a Emisnet (BMV); y **5)** Realizar la oferta pública. (pp. 16).

Cada emisor debe de elaborar un prospecto de colocación, el cual es considerado como el documento fuente de toda la información corporativa, legal y financiera relacionada con la empresa o gobierno y los valores a inscribir, que requiere ser revelada con anticipación a la oferta pública. Este documento es indispensable para la inscripción de acciones, CPO's sobre acciones y deuda, CPI's, obligaciones, certificados bursátiles y pagarés de mediano plazo siendo fundamental en este proceso, ya que será el prospecto de colocación el documento con el que contará el público Inversionista para tomar una decisión y adquirir los valores objeto de oferta pública. La información contenida en el prospecto es diferente para acciones y para títulos de deuda. Disponible: <http://www.bmv.com.mx>.

En resumen, Dieck (2004), enuncia que el esquema de funcionamiento del sistema bursátil es el siguiente: 1) Los inversionistas y las entidades emisoras intercambian los recursos monetarios: los primeros obtienen un rendimiento y los segundos pagan un costo; ambos entran en contacto por medio de las casas de bolsa; 2) Las operaciones de intercambios de recursos se documentan mediante títulos - valor que se negocian en la BMV; 3) Tanto estos documentos como los intermediarios bursátiles deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI). Además, los documentos deben depositarse en Instituciones para el Depósito de Valores (INDEVAL) y 4) La CNBV supervisa y regula la realización de todas estas actividades y la LMV reglamenta el sistema en general. (p. 314).

## **2.2. INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS EN MÉXICO**

De los dos mercados financieros organizados que existen en nuestro país, uno de ellos, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) juega un papel significativo al facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado; para lograrlo, la misma cuenta con dos mercados anexos que contribuyen a alcanzar sus objetivos, estos son: el mercado de capitales y el mercado de deuda; en ambos mercados se operan con títulos o instrumentos. A los instrumentos utilizados en el primer mercado se les denomina instrumentos del mercado accionario y a los utilizados en el segundo mercado se les denomina instrumentos de deuda. Sin embargo, para tener un panorama más amplio de los instrumentos del mercado de deuda, en los siguientes apartados se estudian las características de cada uno de ellos.

### **2.2.1. GENERALIDADES DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA**

El mercado de deuda (anteriormente conocido como mercado de dinero) es uno de los más importantes en México por su volumen de operaciones e impacto en la economía; forma parte del sistema organizado y representa una alternativa de financiamiento bursátil para los inversionistas. Este mercado se encuentra inmerso en la clasificación de los MF de acuerdo con el tiempo o sus características, la fase de negociación de sus operaciones se desarrolla en el mercado primario y en el mercado secundario, y sus instrumentos de deuda (antes llamados instrumentos de renta fija) forman parte de la clasificación de los MF de acuerdo con la renta.

De todos los instrumentos de deuda que existen, sólo algunos pueden ser emitidos por las sociedades mercantiles o grupos corporativos, las instituciones bancarias, el gobierno (federal, estatal y municipal), sus organismos públicos y empresas paraestatales. Para contribuir al enriquecimiento del tema, a continuación se estudian los antecedentes históricos de los instrumentos de deuda, su definición, objetivo, importancia, clasificación, los elementos inherentes a estos títulos, las alternativas que ofrecen, los riesgos que se presentan en el manejo de activos financieros, las categorías de instrumentos existentes, su forma de cotización, colocación y operación.

## 2.2.2. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA

Se considera importante dar conocer un poco de historia acerca del surgimiento del mercado de deuda en el mundo, para después comprender el origen del mercado de deuda en México y los instrumentos que operan en él.

De acuerdo con Heyman (1998), desde la época antigua, el crédito, con intereses, se origina cuando el hombre deja de ser nómada, y empieza a cultivar y cosechar granos. Cuando un agricultor neolítico presta semilla a su vecino en la época de siembra, y espera que se la devuelva (con una prima) en la época de la cosecha, se crea un préstamo. La historia legal de muchas grandes civilizaciones empieza con el reglamento del crédito. El primer código legal formal que se conoce es el del rey de Hammurabi de Babilonia, en el año 1800 AC. Entre las provisiones más importantes del código estaban las que regulaban la relación acreedor - deudor. (p. 104).

La historia legal de Grecia empezó 1,200 años después, en el año 600 AC, con las leyes de Solón. En contraste con el código de Hammurabi, las leyes de Solón eliminaron los límites a las tasas de interés. Redujeron o cancelaron muchas deudas. Permitieron las hipotecas, pero prohibieron la esclavitud personal. La gran diferencia entre el crédito antiguo y el crédito moderno fue su falta de institucionalización. El crédito se daba entre personas, o cuando mucho, sociedades de personas. No existían "estados" (gobiernos), ni tampoco grandes empresas, emisoras de crédito. No había bancos prestamistas institucionalizados que fungieran como intermediarios entre acreedor y deudor (aunque sí había banqueros privados).

Tampoco había un mercado organizado de deuda que movilizara recursos entre personas superavitarias (acreedores) y deficitarias (deudores), aunque existen evidencias de un mercado secundario informal de préstamos tanto en Atenas como en Roma. Una de las características más importantes de la llamada "Edad Oscura" en Europa (500 DC a 1000 DC) fue precisamente el colapso del estado de derecho, y de las condiciones civilizadas que permitieran la creación de una actividad financiera ordenada. La iglesia cristiana prohibía la "usura" definida como un proceso donde "se pide más de lo que se dio". (pp. 105-107).

No fue sino hasta el siglo XII, 700 años después de la caída de Roma en 452 DC, que los instrumentos y mercados de deuda volvieron a desarrollarse en las ciudades mercantiles de Italia (principalmente en Venecia y Génova). Para financiar flotas marítimas y

guerras, las ciudades de Italia emitieron instrumentos de deuda a sus ciudadanos, y así empezaron los bonos gubernamentales (*prestiti*), un invento trascendental en el desarrollo de la deuda, las finanzas, y la historia del estado. Asimismo, fue en Venecia y Génova donde se desarrollaron instituciones bancarias duraderas, y un mercado secundario para la deuda gubernamental.

Inglaterra se transformó tanto financiera como políticamente con la revolución de 1688, cuando se invitó al Rey Guillermo III de Orange (Holanda) a gobernar el país. Con el empuje holandés y la riqueza generada por el imperio inglés en el siglo XVIII, el nuevo Banco de Inglaterra (*Bank of England*) aprovechó para ofrecer instrumentos de inversión novedosos, aceptando depósitos, emitiendo papel moneda, operando divisas y metales, y descontando papel comercial. Posteriormente en el mismo siglo, se desarrollaron y afinaron en Inglaterra casi todas las categorías de instrumentos financieros que se utilizan en la época actual. Durante el período de expansión de los imperios europeos, España fue ajena al desarrollo de las finanzas en Europa del Norte. (pp. 108-109).

En el siglo XIX, el sistema financiero inglés se desarrolló más. En la primera mitad del siglo, después del fin de las guerras napoleónicas (1815), se abrió el mercado inglés a préstamos para otros gobiernos (incluidos los recién independizados países de América Latina), se construyó un edificio para la Bolsa. En la segunda mitad se permitió la formación de sociedades anónimas bancarias (*joint stock banks*), y se hizo la primera emisión de "Certificados de Tesorería" (Treasury bills) para el gobierno inglés. El desarrollo financiero inglés se extendió al resto de Europa, a Estados Unidos, y a las colonias (América Latina, la India, África del Sur, Australia y Canadá), la llamada "edad de oro" del capitalismo mundial.

Después de la guerra civil en EU (1865), evento determinante en su integración nacional, se desarrolló aceleradamente su mercado accionario y de obligaciones, como medio de expansión de las nuevas empresas de ferrocarriles, acero y otras manufacturas. Con la I Guerra Mundial, la revolución rusa, y el proteccionismo de los años 30, la expansión de los mercados financieros se frenó, o (en el caso de los países comunistas) se eliminó. Con el reinicio de la globalización después de la II Guerra Mundial, se ampliaron los instrumentos y los mercados de deuda a mayor número de países llamados también "mercados emergentes". (p. 110).

Ahora, refiriéndonos a México, en la época precolonial se sabe que los aztecas utilizaban el crédito por la existencia entre ellos de deudas. En su legislación había penas de cárcel y de esclavitud para deudores insolventes. Hernán Cortés contrato deuda personal por 4 mil pesos y en mercancías valuadas también por 4 mil pesos, dando garantía sobre sus indios y haciendas. Sin embargo, durante los 300 años de la colonia (1521-1821) y la primera etapa del México independiente (1821-1864), no hubo actividad crediticia institucionalizada. Una causa importante fue la ausencia de un sistema financiero desarrollado en España; atraso que se transmitió a las colonias.

Por la ausencia de un mercado financiero nacional, los primeros préstamos del nuevo estado mexicano se contrataron en Londres, en 1824 y 1825, por un monto de 16 millones de libras. Sin embargo, este financiamiento se contrató en condiciones onerosas y su servicio generó problemas casi desde el primer momento. Sólo tres años después del primer crédito, el gobierno mexicano, siguiendo la larga tradición de la corona española, declaró su primera moratoria al pago del servicio de la deuda externa. En los primeros 50 años de la deuda externa mexicana, hubo 6 suspensiones de pago (En 1827, 1832, 1838, 1846, 1847 y 1861). Estas suspensiones tuvieron dos causas principales: la incapacidad presupuestal del gobierno mexicano para cumplir con los compromisos de la deuda, y la falta de realismo por parte de los acreedores para ajustar sus demandas a la capacidad efectiva del gobierno deudor. (pp. 111-113).

Las condiciones de estabilidad económica y política del Porfiriato contribuyeron a la rehabilitación de México como sujeto de crédito externo. Después de la conversión de deuda existente negociada por Manuel Dublán en 1889, la deuda externa aumentó 300% en términos de moneda extranjera de 1890 a 1911 (de \$ 52.5 a \$ 441.5 millones de pesos). La revolución interrumpió la recuperación del crédito externo que ocurrió durante el Porfiriato, y México no contrató crédito externo voluntario entre 1911 y 1946. Sin embargo, la deuda externa aumentó, por motivos de acumulación del servicio vencido, en aproximadamente 5 veces y medio. Hubo tres intentos de resolver el problema de la deuda externa en el período: el tratado De la Huerta-Lamont de 1922, la enmienda Pani de 1927 y el acuerdo Montes de Oca-Lamont de 1931. Ninguno tuvo éxito, y no fue sino hasta 1942 y 1946, con los acuerdos Suárez-Lamont, que se llegó a la solución definitiva. (pp. 114-115).

Después del arreglo de 1946, la deuda externa aumentó en forma continua y rápida, de 1% del PIB en 1946 a 35.9% en 1982. El mayor crecimiento ocurrió entre 1973 y 1982,

empezando con los presupuestos deficitarios de Luís Echeverría, y culminando en la espiral de petróleo - crédito de José López Portillo. Es relevante mencionar que, mientras la crisis de 1982 fue una crisis de deuda bancaria, la de 1994 fue una crisis de deuda emitida en el mercado internacional de capitales. El regreso voluntario del gobierno mexicano a los mercados de capitales por primera vez desde 1982 se señaló con la emisión, siete años después, de un eurobono en 1989; los bonos Brady se canjearon por deuda bancaria en 1990.

Finalmente, el desarrollo de un mercado de instrumentos de deuda en paralelo con el sistema bancario, empezó con la primera Ley del Mercado de Valores en 1975. La Ley sentó las bases para el desarrollo de un mercado bursátil con la institucionalización de las casas de bolsa, y una reglamentación completa de la Bolsa, los intermediarios y los emisores. Adicionalmente, el evento fundamental para el desarrollo de los mercados de deuda fue la introducción de los Certificados de Tesorería (CETES) en 1978, como base de un mercado de deuda, y como mecanismo de regulación monetaria. Para completar el mercado de dinero, se introdujo el papel comercial en 1980, y aceptaciones bancarias en 1981. (pp. 117-118).

Como se puede apreciar el surgimiento del mercado de deuda y sus instrumentos datan desde la época antigua; pero, particularmente después de la caída de Roma cuando en ciudades importantes de Italia se emiten los primeros bonos gubernamentales, consecuentemente, el sistema financiero inglés comienza a otorgar préstamos a otros gobiernos y realiza la primera emisión de Certificados de Tesorería, también llamados (Treasury bills), no obstante, en México el desarrollo de este mercado se da a raíz de la emisión de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), al igual que papel comercial y aceptaciones bancarias.

### **2.2.3. DEFINICIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA**

Después de conocer un poco de historia acerca del surgimiento de los instrumentos de deuda en el mundo y en México, a continuación, en este apartado se presentan determinadas definiciones o referencias de algunos autores respecto a estos instrumentos.

Según Villegas y Ortega (2002), manifiestan que cuando los instrumentos financieros tienen fechas de amortización y de pagos de interés conocidas se llaman instrumentos de

deuda, porque es dinero o capital que se le presta a un banco, empresa o gobierno, y a cambio se le paga al inversionista, ahorrador o especulador un interés. Antiguamente se conocían como instrumentos de renta fija. (p. 70). En el mismo sentido, Heyman (1998), establece que los instrumentos de deuda tienen tres características que los distinguen de otras características de inversión. Proporcionan un rendimiento predeterminado sobre un valor predeterminado a un plazo predeterminado. Estas características se derivan del hecho de que un instrumento de deuda es un préstamo que el prestamista (inversionista) hace al "emisor" del instrumento. (p. 103).

Adicionalmente, BMV (2000a), agrega que al mercado de deuda lo componen los valores emitidos por el gobierno y por empresas privadas o bancarias. En este tipo de inversión, el inversionista presta al emisor del título un monto de recursos durante un plazo convenido, a cambio del cual recibe un rendimiento, en forma de interés, que le es pagado al final del plazo junto con su capital inicial, o bien, en pagos parciales a lo largo de la vigencia del préstamo. (p. 13). También, un instrumento de deuda es propiamente el objeto de la inversión, o comercialmente el producto que el público adquiere. Por lo que, al hacer una inversión se están comprando unidades de ese instrumento, denominados títulos y cotizados en udis o pesos cada uno. (Araujo, 1998, p. 137).

En otras palabras, un instrumento de deuda es un título o valor que se recibe de los emisores como garantía o respaldo por el préstamo que un inversionista le ha otorgado, y en donde el emisor se compromete a entregar al inversionista después de un plazo convenido el capital, más los intereses respectivos.

#### **2.2.4. OBJETIVO DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA**

La emisión de cualquier instrumento tanto en el mercado de capitales como en el mercado de deuda tiene una finalidad, pero, específicamente ¿Cuál es el objetivo del mercado de deuda y sus instrumentos?. El objetivo principal del mercado de deuda a través de sus instrumentos es unir al conjunto de oferentes y demandantes de dinero para maximizar la asignación de recursos, conciliando las necesidades del público ahorrador con los requerimientos de financiamiento para proyectos de inversión ó capital de trabajo por parte de empresas privadas o bancarias, empresas paraestatales y el gobierno (federal, estatal o municipal). Disponible: <http://www.cbbanorte.com.mx>.

Es decir, que los instrumentos que se negocian en el mercado de deuda tienen por objeto ofrecer alternativas de inversión al público inversionista, los cuales servirán para definir su estrategia de inversión y contribuir a diversificar su portafolio.

### **2.2.5. IMPORTANCIA DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA**

El mercado de deuda es uno de los más importantes en la BMV por la cantidad de operaciones que se realizan con sus instrumentos y por su impacto en la economía mexicana; debido a que ofrecen diferentes opciones de financiamiento para el gobierno, las empresas y las instituciones bancarias.

Por ello, es posible, emitir títulos o instrumentos de deuda con plazos de vencimiento flexibles y características que se ajusten a las necesidades específicas del emisor, hasta colocar una parte del capital social representado por acciones. Una empresa emite títulos o instrumentos de deuda cuando desea allegarse de recursos sin alterar la composición de su capital social, en respuesta a necesidades de flujos de efectivo esperados en el corto y mediano plazo. (BMV, 2000c, p. 12). La emisión de instrumentos en el mercado de deuda es tan relevante como en el mercado de capitales, de hecho no se concibe un mercado sin la existencia del otro, debido a que se encuentran completamente relacionados y se integran en el desarrollo de sus operaciones.

### **2.2.6. CLASIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA**

Siguiendo con el tema de los instrumentos de deuda, en este apartado se definen las tres clasificaciones que existen en cuanto a los mismos, atendiendo a su forma de cotización, de colocación y su grado de riesgo.

#### **2.2.6.1. POR SU FORMA DE COTIZACIÓN**

A continuación se estudia la primera clasificación de los instrumentos de deuda, es decir, atendiendo a su forma de cotización; por lo que, dentro del mercado de deuda, los instrumentos o valores se clasifican en: a) instrumentos que cotizan a descuento e b) instrumentos que cotizan en precio, los cuales se definen en los siguientes párrafos.

## **A) INSTRUMENTOS QUE COTIZAN A DESCUENTO**

El portal Web de la Casa de Bolsa Banorte, señala que los instrumentos que cotizan a descuento son aquellos en los que su precio de compra está determinado a partir de una tasa de descuento que se aplica a su valor nominal; obteniéndose como rendimiento una ganancia de capital derivada del diferencial entre el valor de amortización (valor nominal) y su costo de adquisición. Expresado en otras palabras, es el diferencial entre el valor nominal del instrumento y el precio al que lo compra el inversionista, puede expresarse en términos porcentuales.

## **B) INSTRUMENTOS QUE COTIZAN EN PRECIO**

Según el portal Web de la Casa de Bolsa Banorte, los instrumentos que cotizan en precio son aquellos en los cuales su precio de compra puede estar por arriba ó bajo par (valor nominal), como resultado de sumar el valor presente de los pagos periódicos (intereses) que ofrezca devengar. Es decir, en este tipo de títulos su valor en dinero puede ser superior o inferior al valor del instrumento adquirido (valor nominal).

### **2.2.6.2. POR SU FORMA DE COLOCACIÓN**

La segunda clasificación que existe de los instrumentos de deuda de acuerdo al apartado 2.2.6. es la que se refiere a su forma de colocación, la cual incluye: a) la oferta pública de valores, b) la subasta de valores y c) la colocación privada, mismos que a continuación se estudian.

#### **A) OFERTA PÚBLICA DE VALORES**

Al respecto, el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores, considera a esta forma de colocación como aquella que se hace por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir los valores, títulos de crédito y documentos. La oferta pública de valores a que se refiere esta Ley, requiere ser previamente autorizado por la CNBV. Adicionalmente, el portal Web de la Casa de Bolsa Banorte, agrega que en este tipo de oferta se deben especificar cada una de las características de la emisión. No obstante, para que una empresa pueda emitir títulos en el Mercado de Valores necesita en primera instancia elaborar el prospecto de colocación, una vez que cuente con ello entonces puede proceder a la oferta pública.

## **B) SUBASTA DE VALORES**

La segunda forma de colocación es la subasta de valores, y es considerada como la venta de títulos que se hace al mejor postor. En México, los valores gubernamentales, del IPAB y de BANXICO se colocan bajo el procedimiento de subastas. Los Bancos, Casas de Bolsa, Compañías de Seguros, de Fianzas y Sociedades de Inversión del país sólo pueden presentar posturas y, por lo tanto, adquirir títulos en colocación primaria, para su distribución entre el público conforme al procedimiento de subastas. Adicionalmente BANXICO, agente único de colocación y redención de valores gubernamentales, puede autorizar a otras entidades para tales efectos. Disponible: <http://www.cbbanorte.com.mx>.

Sin embargo, el portal Web de BANXICO establece que las subastas pueden ser: **a)** A tasa o precio único: que son aquéllas en las que los valores se asignan a partir de la mejor postura para el emisor y en las que todas las posturas que resulten con asignación se atienden a la misma tasa o precio, según corresponda, y **b)** A tasa o precio múltiple: que son aquéllas en las que los valores se asignan a partir de la mejor postura para el emisor y dichos valores son asignados a la tasa o precio solicitado.

## **C) COLOCACIÓN PRIVADA**

El portal Web de la Casa de Bolsa Banorte, señala que la colocación privada es considerada como la declaración unilateral de voluntad del oferente, pero en este caso dirigida a persona determinada utilizando medios que no se califican como masivos, lo que la distingue de la oferta pública. Para llevar a cabo este tipo de colocación se utiliza un medio no masivo, los cuales permiten ofertar los instrumentos de deuda, sin embargo, las operaciones se realizan una vez que se tiene un inversionista o institución determinada que este dispuesta a adquirir los títulos emitidos.

También, la oferta privada consiste en la colocación de valores en la que las partes se convocan y se comprometen a realizar la operación de compra - venta directamente, notificando los términos y condiciones de la oferta a la CNBV para fines estadísticos. (Diario Oficial de la Federación [DOF], 1 de Junio de 2001, p. 63).

### **2.2.6.3. POR SU GRADO DE RIESGO**

La tercera y última clasificación que existe de los instrumentos de deuda, de acuerdo al apartado 2.2.6., es la que se refiere a su grado de riesgo, también denominado capacidad de

pago del emisor, atendiendo a este ordenamiento encontramos a los siguientes instrumentos divididos en tres sectores: I) gubernamentales, II) bancarios y III) privados o corporativos; los cuales se citan a continuación.

## I) GUBERNAMENTALES

El portal Web de la CONDUSEF manifiesta que en esta primera clasificación, los instrumentos tienen la garantía de pago del Gobierno Federal (GF), lo cual implica el menor riesgo de no pago en todos los instrumentos del mercado de deuda. A diferencia de otros instrumentos, estos no se inscriben mediante el depósito de un título en papel en el S.D. Indeval; por lo que no se pueden retirar para tener físicamente un título. Los BPA's, requieren ser respaldados por el H. Congreso de la Unión para tener esta garantía en caso de incumplimiento del Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB).

También existen instrumentos en donde el respaldo lo constituye el patrimonio propio de quienes los emiten, tal es el caso de las empresas paraestatales, de estados y municipios; es decir, su pago depende que estas entidades tengan suficiente dinero. Los instrumentos que se encuentran dentro de esta clasificación son los que se mencionan en el (Cuadro 2.4.), al mismo tiempo se señala su definición y sus características.

SECTOR	TÍTULOS
<b>Gobierno Federal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES).</li> <li>b) Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES).</li> <li>c) Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en UDIs (UDIBONOS).</li> <li>d) Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS).</li> <li>e) Bonos Brady.</li> <li>f) Bonos Azteca.</li> <li>g) Instrumentos emitidos en el extranjero a cargo del Gobierno Federal sujetos a negociación en el país (BONOS UMS).</li> <li>h) Pagarés de Indemnización Carretera con aval del Gobierno Federal (PIC's-FARAC).</li> <li>i) Bonos de Regulación Monetaria (BREM's).</li> <li>j) Bonos de Protección al Ahorro (BPA's).</li> </ul>
<b>Empresas Paraestatales y Gobiernos Locales (Estatales y Municipales)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>k) Certificados Bursátiles (CEBUR's).</li> <li>l) Bonos de Prenda (PRENDARIOS).</li> <li>m) Certificados de Participación Ordinarios (CPO's).</li> <li>n) Certificados de Participación Inmobiliarios (CPI's).</li> </ul>

Cuadro 2.4. Instrumentos de Deuda Gubernamentales. Fuente: Autor.

**A)** Los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), son títulos de crédito al portador en los que se consigna la obligación de su emisor de pagar una suma fija de dinero en una fecha predeterminada (al vencimiento), su emisor es el GF quien garantiza la emisión, el objetivo es que el Banco de México cuente con instrumentos de regulación monetaria, de tipos de cambio y de tasas de interés, para financiar el déficit del gobierno federal. El plazo va de 28, 91, 182 y 364 días, su valor nominal es de \$ 10.00 (diez pesos 00/100 M.N.), amortizables en una sola exhibición al vencimiento del título, pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es BANXICO quien a la vez realiza la custodia, su rendimiento se establece mediante una tasa de descuento y las operaciones autorizadas son compraventa y reporto.

**B)** Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES), son títulos de crédito negociables en el cual se consigna la obligación directa e incondicional del GF a liquidar una suma de dinero; con cortes periódicos de cupón, su emisor es el GF quien garantiza la emisión, el objetivo es financiar proyectos de inversión a mediano y largo plazo. El plazo va de 1 a 3 años (364, 532, 728 y 1092 días), su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es BANXICO quien a la vez realiza la custodia, pagan intereses cada 28 o 91 días sobre el valor nominal.

**C)** Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión (UDIBONOS), son títulos de mediano y largo plazo denominado en UDI's, que se encuentran indizados (ligados) al INPC, para proteger al inversionista al otorgar rendimientos reales positivos (por arriba de la inflación), su emisor es el GF quien garantiza la emisión, el objetivo es proteger al inversionista de problemas de tipo inflacionario para mantener el poder adquisitivo del capital. El plazo va de 3 a 5 años, su valor nominal es de 100 UDI's, pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es BANXICO quien a la vez realiza la custodia, operan a descuento y dan una sobretasa por encima de la inflación (o tasa real) durante el período correspondiente.

**D)** Los Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS), son títulos de crédito negociables, a la orden de BANXICO y a cargo del GF, con valor nominal expresado en dólares estadounidenses, cuya amortización e interés son pagaderos por su equivalente en moneda nacional al tipo de cambio vigente, su emisor es el GF quien garantiza la emisión, el objetivo es la obtención de recursos, como mecanismo de fondeo para el GF. El plazo va de

28, 91, 182 y 364 días, su valor nominal es de \$ 1,000.00 (mil pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es BANXICO quien a la vez realiza la custodia, los rendimientos se obtienen de una ganancia de capital más una ganancia cambiaria.

**E)** Los Bonos Brady, son obligaciones emitidas por gobiernos soberanos de mercados emergentes en sustitución de la deuda bancaria como consecuencia de una renegociación entre el deudor y sus acreedores, el emisor es el GF quien garantiza la emisión, el objetivo es la reestructuración de la deuda mexicana con acreedores bancarios estadounidenses. El plazo es de 30 años para (Bonos de descuento y Bonos par) con vencimiento el 31 de Diciembre de 2019, su valor nominal es de US \$ 250,000 min. Para ambos. El monto emitido fue de US \$ 11.5 MM. Para bonos de descuento y US \$ 17.9 MM. Para bonos par. El agente colocador es BANXICO, el rendimiento se maneja con una tasa LIBOR<sup>6</sup> +13/16% para bonos de descuento y 6.25% de interés fijo para bonos par.

**F)** Los Bonos Azteca, son títulos emitidos en moneda extranjera por un país dentro de una emisión destinada al refinanciamiento de su deuda pública, el emisor es el GF quien garantiza la emisión, el objetivo es la reestructuración de la deuda mexicana. El plazo es de 20 años con vencimiento el 31 de Marzo de 2008, su valor nominal es de US \$ 250,000 min. El monto emitido fue de US \$ 2.6 MM. El agente colocador es BANXICO, el rendimiento se maneja con una tasa LIBOR +15/8% y tienen una amortización al vencimiento.

**G)** Los Bonos UMS "UNITED MEXICAN STATES", son títulos nominativos y representan deuda emitida en el extranjero por el GF los cuales son liquidados en dólares estadounidenses, los títulos no tienen garantía ni de interés ni de principal, tienen como objetivo facilitar a inversionistas nacionales y extranjeros el acceso directo a títulos de deuda pública que le proporcionen cobertura al ser nominados y liquidados en dólares, así como incrementar las alternativas de inversión y desarrollar un mercado de deuda a largo plazo. El plazo es de 30 años con vencimiento el 15 de Mayo de 2026, su valor nominal es de US \$ 1,000 Min. El monto emitido fue de US \$ 1.75 MM. El agente colocador es BANXICO y la custodia la realiza S.D. Indeval en México y la sede en el extranjero, el rendimiento se maneja con una tasa de 11.50% de interés fijo y poseen una amortización al vencimiento.

---

<sup>6</sup> Entiéndase por tasa LIBOR, como la tasa de interés ofrecida en el mercado de eurodivisas de Londres para depósitos de un plazo y de una divisa determinada.

H) Los Pagarés de Indemnización Carretero, pertenecientes al Fideicomiso de Apoyo al Rescate de Autopistas Concesionadas (PIC's-FARAC), son Instrumento de deuda emitidos por un fideicomiso del Banco Nacional de Obras y Servicios S.N.C., (BANOBRAS) mediante el cual el GF indemniza parte de las concesiones de las autopistas, el emisor es el GF quien garantiza la emisión, el objetivo es el rescate de las autopistas concesionadas. El plazo va de 5 a 30 años, su valor nominal es de 100 UDI's, pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El rendimiento depende del precio de adquisición con pago de la tasa de interés cada 182 días, la liquidación es de 24, 48, 72 o 96 horas.

I) Los Bonos de Regulación Monetaria (BREM's), son bonos emitidos por BANXICO con el propósito de regular la liquidez en el mercado de deuda y facilitar con ello la conducción de la política monetaria y la regulación de la misma, su emisor es el GF con la garantía directa e incondicional de BANXICO. El plazo es de 1 y 3 años, sin embargo se pueden emitir a cualquier plazo múltiplo de 28 días, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. La transferencia de los BREM's se realiza por medio de S.D. Indeval, y pagan intereses sobre saldos insolutos.

J) Los Bonos de Protección al Ahorro Bancario (BPA's), son bonos emitidos por el GF a través del IPAB y colocados por BANXICO. Sirven para canjear o refinanciar sus obligaciones financieras a fin de hacer frente a sus compromisos de pago, otorgar liquidez a sus títulos y, mejorar los términos y condiciones de sus obligaciones financieras, el objetivo es la protección del ahorro. El plazo es de 3 años, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es BANXICO quien a la vez realiza la custodia, su rendimiento toma como referencia un máximo entre CETES a 28 días y PRLV.

K) Los Certificados Bursátiles (CEBUR's), son títulos de crédito que se emite en serie o en masa a corto, mediano y largo plazo, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del emisor a liquidar una suma de dinero; se colocan a descuento o a rendimiento y al amparo de un programa, cuyas emisiones pueden ser en pesos, UDI's o índizadas al tipo de cambio, los emisores son las Sociedades Anónimas, Entidades de la Administración Pública Federal Paraestatal, Entidades Federativas, Municipios y Entidades Financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias, pueden tener una garantía

quirografaria (sin garantía), avalada y fiduciaria, el objetivo es obtener financiamiento. El plazo puede ser a 12 meses y de 1 año en adelante, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.) o 100 UDI's, pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras.

El agente colocador es una Casa de Bolsa y la custodia corre a cargo de S.D. Indeval, su rendimiento se determina a través de una tasa de interés aplicable, la tasa de interés se fija para cada emisión, pudiendo ser a descuento o a rendimiento (fija o revisable). Fijo establecido desde la emisión, revisable de acuerdo con las condiciones de mercado por mes, trimestre o semestre; y son colocados mediante subasta pública o privada. Adicionalmente, Gil (2005), agrega que este instrumento responde a las demandas tanto de los inversionistas como de las emisoras de contar con un mercado más atractivo de deuda en pesos de mediano y largo plazo. (p. 13).

**L)** Los Bonos de Prenda, son títulos de crédito emitidos por un Almacén General de Depósito (AGD) que acredita la constitución de un crédito prendario sobre las mercancías o bienes indicados en el certificado de depósito correspondiente, la garantía lo constituyen las mercancías depositadas en un AGD, el objetivo es otorgar financiamiento a corto y mediano plazo a empresas deficitarias. El plazo es de 180 días, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es una Casa de Bolsa y la custodia corre a cargo de S.D. Indeval, su rendimiento esta representado por la diferencia entre el valor nominal y el precio de compra, son colocados mediante oferta pública.

**M)** Los Certificados de Participación Ordinarios (CPO's), son un contrato de fideicomiso en el que se depositan bienes, valores o derechos que permiten al fiduciario (institución crediticia) la emisión de los certificados mediante los que obtiene financiamiento, típicamente, este es un medio para bursatilizar cuentas por cobrar, activos, derechos de cobro, entre otros; el emisor es una división fiduciaria de una institución de crédito y la garantía se representa por bienes muebles fideicomitados, el objetivo es financiar proyectos de infraestructura o patrimonio. El plazo es de 3 años en adelante, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.) o 100 UDI's, pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es una Casa de Bolsa y la custodia corre a cargo de S.D. Indeval, en el rendimiento pagan una sobretasa, teniendo como referencia a los CETES, TIIE o tasa real.

N) Los Certificados de Participación Inmobiliarios (CPI's), son títulos de crédito de largo plazo colocados en el mercado bursátil por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso cuyo patrimonio se integra por bienes inmuebles, el emisor es una división fiduciaria de una institución de crédito y la garantía se representa por bienes inmuebles fideicomitidos, el objetivo es canalizar recursos financieros a empresas, para financiar proyectos. El plazo es de 3 años en adelante, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es una Casa de Bolsa y la custodia corre a cargo de S.D. Indeval, en el rendimiento pagan una sobretasa, teniendo como referencia a los CETES o la TIIE. Este instrumento y el anterior son colocados mediante oferta pública y se liquidan en 48 horas.

## II) BANCARIOS

Dentro de esta segunda clasificación se encuentran los instrumentos que emite o garantiza un banco registrado y autorizado por la SHCP, los cuales se negocian en el Mercado de Valores (a diferencia de los que venden directamente en las sucursales, o también llamados de ventanilla). Las emisiones en cuestión deben tener al menos una calificación otorgada por una calificadora de valores autorizada por la CNBV. La calificación es individual por cada emisión, y puede variar entre diferentes instrumentos de una misma emisora. En general un instrumento bancario bursátil es diferente de un instrumento bancario de ventanilla, pues el primero es negociable en el Mercado de Valores y el segundo sólo se puede realizar con el banco. Disponible: <http://www.condusef.gob.mx>.

Los instrumentos que se encuentran dentro de esta clasificación son los que se mencionan en el (Cuadro 2.5.), al mismo tiempo se señala su definición y sus características.

SECTOR	TÍTULOS
Bancario	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV).</li> <li>b) Certificados de Depósito Bancario (CEDES).</li> <li>c) Bonos Bancarios de Desarrollo (BODES).</li> <li>d) Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial (BONDIS).</li> <li>e) Aceptaciones Bancarias (AB's).</li> <li>f) Certificados Bursátiles (CEBUR's).</li> <li>g) Bonos Bancarios para la Vivienda (BOVIS).</li> <li>h) Bonos Bancarios de Infraestructura (BBI).</li> <li>i) Obligaciones Subordinadas (Bancarias).</li> </ul>

Cuadro 2.5. Instrumentos de Deuda Bancarios. Fuente: Autor.

**A)** Los Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV), son títulos de crédito de corto plazo emitido por instituciones de crédito (Banca Comercial) en donde se consigna la obligación de ésta de devolver al tenedor el capital más los intereses en una fecha determinada, garantizando a la vez la emisión, el objetivo es cubrir la baja captación bancaria para financiar las operaciones de crédito de los bancos y alcanzar el ahorro interno de los particulares. El plazo va de 7 a 360 días, su valor nominal es de \$ 1.00 (un peso 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales. El rendimiento resulta del diferencial de los precios de compra y venta, la amortización ocurre al vencimiento, capital más intereses.

**B)** Los Certificados de Depósito Bancario (CEDES), son títulos de crédito a través de los cuales una institución bancaria documenta los depósitos a plazo que recibe del público, con la obligación de restituirlos en efectivo en un plazo determinado, más el pago de un interés periódico, su emisor es la Banca Comercial quien a su vez garantiza la emisión, el objetivo es canalizar el ahorro interno de los particulares. El plazo puede ser variable, dependiendo de las necesidades y objetivos de los ahorradores, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales. Ofrecen un rendimiento por tasa de interés establecida por la SHCP por medio de BANXICO, la amortización ocurre al vencimiento, a valor nominal.

**C)** Los Bonos Bancarios de Desarrollo (BODES), son instrumentos emitidos por la banca de desarrollo, que se documentan a través de un título múltiple y garantizan a la vez la emisión, el objetivo es dotar a las instituciones de crédito de instrumentos de captación a largo plazo que faciliten su planeación financiera, así como el cumplimiento de sus programas crediticios. El plazo es de 3 años como máximo, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. Otorgan a sus tenedores un rendimiento igual al que ofrecen los siguientes instrumentos a 3 meses: CETES, PRLV, TIIE y TIIP más un cierto porcentaje adicional de premio, los cuales son pagaderos de manera trimestral más ganancias de capital.

**D)** Los Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial (BONDIS), son instrumentos bancarios de largo plazo donde se consigna la obligación del GF, a través de Nacional Financiera (NAFIN), de liquidar una suma de dinero al vencimiento de los documentos, su emisor es NAFIN quien a la vez realiza la custodia, el instrumento no tiene garantía

específica, el objetivo es captar recursos líquidos a largo plazo para apoyar la inversión pública y privada, orientada al desarrollo industrial y económico del país, apoyando la creación de infraestructura, tecnología y equipamiento. El plazo es de 10 años (3640 días), con 130 cupones a plazo de 28 días, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. La amortización se realiza al vencimiento a valor nominal.

**E) Las Aceptaciones Bancarias (AB's)**, son letras de cambio colocadas para financiar el comercio exterior e interior, giradas por una empresa mexicana y aceptadas por una Institución de Banca Múltiple, con base en líneas de crédito que le ha otorgado a la empresa emisora, los emisores son las personas morales y los instrumentos están respaldados por la solvencia del banco aceptante, el objetivo es contar con fuentes de financiamiento de corto plazo, para fortalecer el capital de trabajo. El plazo puede ser entre 7 y 182 días en múltiplos de 7 días, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es una Casa de Bolsa o una institución de crédito y la custodia corre a cargo de S.D. Indeval, se venden a descuento, no generan intereses y su rendimiento se basa en el diferencial entre el precio de compra y el precio de amortización.

**F) Los Certificados Bursátiles (CEBUR's)**, son títulos de crédito que se emite en serie o en masa a corto, mediano y largo plazo, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del emisor a liquidar una suma de dinero; se colocan a descuento o a rendimiento y al amparo de un programa, cuyas emisiones pueden ser en pesos, UDI's o índizadas al tipo de cambio, los emisores son las Sociedades Anónimas, Entidades de la Administración Pública Federal Paraestatal, Entidades Federativas, Municipios y Entidades Financieras.

**G) Los Bonos Bancarios para la Vivienda (BOVIS)**, son instrumentos pasivos de captación bancaria, los emisores son los bancos privados quienes a la vez garantizan la emisión, el objetivo es apoyar en la adquisición y/o mantenimiento de viviendas, mediante el otorgamiento de créditos hipotecarios o financiar proyectos de inversión. El plazo es de 3 años en adelante, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es una Casa de Bolsa y la custodia corre a cargo de S.D. Indeval, el rendimiento puede ser

variable, por la manera con la que se determine la tasa a pagar y su amortización se realiza en pagos periódicos.

H) Los Bonos Bancarios de Infraestructura (BBI), son instrumentos pasivos de captación bancaria, cuyo objetivo es apoyar o financiar proyectos de infraestructura nacional, mediante créditos a largo plazo, los emisores son los bancos privados quienes a la vez garantizan la emisión. El plazo es de 3 años en adelante, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es una Casa de Bolsa y la custodia corre a cargo de S.D. Indeval, el rendimiento puede ser variable, por la manera con la que se determine la tasa a pagar, su amortización se realiza al vencimiento en una sola exhibición. Este instrumento y el anterior son colocados mediante oferta pública o privada.

I) Las Obligaciones Subordinadas (Bancarias), son títulos que representan la participación individual en un crédito colectivo constituido a cargo de una institución bancaria y que son susceptibles de ser canjeados por acciones de los bancos, los emisores son las instituciones de crédito (Banca Comercial) y la garantía puede ser hipotecaria (con garantía inmobiliaria), quirografaria (sin garantía específica), avalada, prendaria (con garantía de bienes y derechos) y fiduciaria (constituyendo un fideicomiso), el objetivo es procurar recursos a las empresas a través de apalancamiento, para el financiamiento de proyectos y/o consolidación de pasivos. El plazo es de 5 años, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.) o 100 UDI's, pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. La custodia corre a cargo de S.D. Indeval, en cuanto al rendimiento dan una sobretasa teniendo como referencia a los CETES o TIIE, y su amortización puede ser al término del plazo o en parcialidades anticipadas.

### **III) PRIVADOS O CORPORATIVOS**

En esta tercera y última clasificación, los instrumentos son emitidos y respaldados por el patrimonio de las empresas que los colocan en el Mercado de Valores; es decir, su pago depende que estas entidades tengan suficiente dinero. Por lo anterior resulta indispensable analizar el riesgo de cada instrumento, así como el plazo (pues mientras mayor es, hay más posibilidades de que varíe su situación financiera), antes de invertir en ellos. Estos instrumentos no están garantizados por ninguna institución gubernamental el único responsable del pago es el emisor, sin embargo es posible que se les haya puesto alguna garantía como un fideicomiso, hipoteca o carta de crédito de un banco.

Todos los instrumentos que no indican una garantía en forma expresa en su prospecto o aviso de oferta pública no cuentan con ella. Debido al mayor riesgo también pagan generalmente una mayor tasa que los instrumentos gubernamentales y bancarios. En la medida que el riesgo es mayor, ya sea por el riesgo crediticio o de plazo, el rendimiento que fijan estos instrumentos al momento de la emisión también es más alto que otros en la misma fecha. Disponible: <http://www.condusef.gob.mx>.

Los instrumentos que se encuentran dentro de esta clasificación son los que se mencionan en el (Cuadro 2.6.), al mismo tiempo se señala su definición y sus características.

SECTOR	TÍTULOS
<p align="center"><b>Empresas Privadas o Corporativos</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Pagaré Financiero (PF).</li> <li>b) Papel Comercial Simple (PCS).</li> <li>c) Papel Comercial Índizado (PCI).</li> <li>d) Certificados Bursátiles (CEBUR's).</li> <li>e) Pagaré de Mediano Plazo (PMP).</li> <li>f) Obligaciones.</li> </ul>

**Cuadro 2.6.** Instrumentos de Deuda Corporativos. **Fuente:** Autor.

**A)** Los Pagarés Financieros (PF), son títulos que emiten las organizaciones auxiliares de crédito (arrendadoras financieras y empresas de factoraje), con el objeto de financiar a mediano plazo sus cuentas por cobrar, pueden ser con garantía quirografaria (sin garantía específica) o Fiduciaria (constituyendo un fideicomiso). El plazo es de 1 a 3 años, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), son adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. La custodia corre a cargo de S.D. Indeval, en cuanto al rendimiento puede ser mensual o trimestral con base en una tasa de interés referida al valor del título, más ganancias de capital y, su amortización se realiza a valor nominal, al vencimiento de la emisión.

**B)** El Papel Comercial Simple (PCS), es una línea de financiamiento para capital de trabajo, que brinda la flexibilidad de disposiciones y amortizaciones parciales acordes con las necesidades de flujo de la empresa, lo emiten las sociedades mercantiles y pueden ser con garantía quirografaria (sin garantía específica), con Aval Bancario (Papel Comercial Avalado) y Afianzado, el objetivo es contar con fuentes de financiamiento de corto plazo, para fortalecer el capital de trabajo. El plazo va de 1 a 360 días, su valor nominal es de \$ 100.00

(cien pesos 00/100 M.N.), son adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es una Casa de Bolsa y la custodia corre a cargo de S.D. Indeval, se venden a descuento y las tasas dependen en función de la calificación, el plazo de emisión y las condiciones de mercado.

**C)** El Papel Comercial Índizado (PCI), es un título de crédito de corto plazo emitido por empresas mexicanas denominados en dólares y pagaderos al tipo de cambio libre de mercado, pueden ser con garantía quirografaria (sin garantía específica), con Aval Bancario (Papel Comercial Avalado) y Afianzado, el objetivo es financiar el capital de trabajo de las empresas, siempre y cuando tengan una balanza comercial de divisas positiva. El plazo va de 1 a 360 días, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.), son adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. El agente colocador es una Casa de Bolsa y la custodia corre a cargo de S.D. Indeval, se venden a descuento y las tasas dependen en función de la calificación de la empresa, el plazo de emisión y las condiciones de mercado. Este instrumento y el anterior son colocados mediante oferta pública.

**D)** Los Certificados Bursátiles (CEBUR's), son títulos de crédito que se emite en serie o en masa a corto, mediano y largo plazo, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del emisor a liquidar una suma de dinero; se colocan a descuento o a rendimiento y al amparo de un programa, cuyas emisiones pueden ser en pesos, UDI's o Índizadas al tipo de cambio, los emisores son las Sociedades Anónimas, Entidades de la Administración Pública Federal Paraestatal, Entidades Federativas, Municipios y Entidades Financieras.

**E)** El Pagaré de Mediano Plazo (PMP), es un título de crédito que emiten las sociedades mercantiles mexicanas (industriales, comerciales y de servicios), excepto el sector financiero, pueden ser con garantía quirografaria (sin garantía específica), Fiduciaria (constituyendo un fideicomiso) y Avalada, el objetivo es obtener recursos a mediano plazo a fin de financiar proyectos, capital de trabajo permanente y reestructurar pasivos. El plazo es de 1 a 7 años, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.) o 100 UDI's, pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. La custodia corre a cargo de S.D. Indeval, en cuanto al rendimiento puede ser mensual, trimestral, semestral o anual con base en una tasa de interés referida al valor del título, más ganancias de capital y, su amortización se realiza a valor nominal, al vencimiento de la emisión.

F) Las Obligaciones, son títulos de crédito que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora. Llevan adheridos cupones y dan a sus poseedores, dentro de cada serie, iguales derechos y obligaciones, las modalidades en cuanto a este instrumento son: subordinadas, convertibles, rendimientos capitalizables, colocaciones múltiples, vinculadas al INPC e índizadas, lo emiten las sociedades mercantiles y pueden ser con garantía hipotecaria, quirografaria, avalada, prendaria o fiduciaria, el objetivo es procurar recursos a las empresas a través de apalancamiento, para el financiamiento de proyectos y consolidación de pasivos. El plazo es de 3 años en adelante, su valor nominal es de \$ 100.00 (cien pesos 00/100 M.N.) o 100 UDI's, pueden ser adquiridos por personas físicas y morales nacionales y extranjeras. La custodia corre a cargo de S.D. Indeval, en cuanto al rendimiento dan una sobretasa teniendo como referencia a los CETES o TIIE, y su amortización puede ser al término del plazo o en parcialidades.

### **2.2.7. ELEMENTOS DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA**

Cualquier instrumento o título de crédito que se negocia tanto en el mercado de capitales como en el mercado de deuda tiene ciertos elementos comunes; en este apartado se dan a conocer los elementos que integran específicamente a los instrumentos de deuda. Según Heyman (1998), los ocho principales elementos de los instrumentos de deuda son: emisor, garantía, monto, valor nominal, tasa de rendimiento, pagos, plazo y amortización. (pp. 122-123).

El primer elemento de los instrumentos de deuda es el emisor, y son todos aquellos que han quedado plasmados en el apartado 2.1.13. Sin embargo, existen dos clases de emisores en instrumentos de deuda: el gobierno (federal, estatal, municipal), y el sector privado (instituciones financieras y empresas). El gobierno federal pide prestado en el mercado nacional principalmente a través de CETES, BONDES Y UDIBONOS, y en el mercado internacional a través de eurobonos. Los gobiernos locales (estatales y municipales) también solicitan financiamiento a través de CEBUR's, CPO's y CPI's. Las instituciones financieras gestionan préstamos colocando PRLV y AB's y las empresas piden empréstitos en el mercado bursátil nacional emitiendo papel comercial, PMP y obligaciones, y en el mercado internacional a través de europapel comercial y eurobonos.

El segundo elemento de estos instrumentos se llama garantía, y es entendida como la acción y efecto de afianzar por medio de documentos, prenda o hipoteca lo estipulado, o como la fianza o prenda dada para acordar algo. (Dieck, 2004, p. 494).

El tercer elemento es el monto y, según Barandiarán (2000), el monto se refiere a cada compromiso de préstamo o endeudamiento contraído. (p. 149). En el caso de préstamos al gobierno federal los límites de endeudamiento se encuentran aprobados anualmente por el Congreso de la Unión, en tanto que para los gobiernos locales (estatales y municipales) los límites son fijados por el Congreso local. Los instrumentos bancarios tienen límites reglamentarios relacionados con el monto del capital y las reservas de cada banco emisor. En el caso de las empresas, no hay límite formal al monto de las emisiones en instrumentos nacionales ni en internacionales.

El cuarto elemento es el valor nominal, según Menchaca (1998), el valor nominal es el precio que deberá pagar el emisor de un título al tenedor el día de su amortización, es un valor constante durante toda la vigencia del título. (p. 139). También, el portal Web de la BMV, establece que el valor nominal es el valor del título al vencimiento. Adicionalmente, también es considerado como el valor a la par de un instrumento. (Brigham y Houston, 2001, p. 299).

El quinto elemento es la tasa de rendimiento, de acuerdo con Menchaca (1998), la tasa de rendimiento es la variación porcentual anualizada que se da entre un capital inicial y el monto final. (p. 138). No obstante, el portal Web de la Casa de Bolsa Banorte, establece que es el porcentaje de rendimiento (para el inversionista) o costo (para el emisor), respecto al capital comprometido por un instrumento de deuda. También es considerado como la rentabilidad obtenida con un instrumento. (Hull, 2002, p. 535).

El sexto elemento es el pago, y se considera que un pago es la satisfacción de una deuda en un sistema monetario, su importancia se deriva de sus consecuencias con respecto al dinero y al crédito. Existen pagos al contado y diferido. (Barandiarán, 2000, p. 159).

El séptimo elemento es el plazo, y es considerado como el período de tiempo que transcurre antes del vencimiento de un título de deuda. Por lo general, las emisiones suelen ser a 28, 91, 182 y 364 días, aunque se han realizado emisiones a plazos mayores que destacan por ser los valores más líquidos del mercado. Disponible: <http://www.bvm.com.mx>.

Por último, el octavo elemento de un instrumento de deuda es la amortización, de acuerdo con Ross, Westerfield y Jaffe (2000), la amortización es el reembolso de un préstamo en abonos. (p. 1011). Sin embargo, también puede ser considerada como la extinción gradual de cualquier deuda durante un período, o la erogación que se destina al pago o extinción de una carga o una deuda contraída por la entidad. (Dieck, 2004, p. 488).

## 2.2.8. CATEGORÍA DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA

De acuerdo con Heyman (1998), son cuatro las categorías de los instrumentos de deuda, cualquiera que sea la moneda de su denominación: instrumentos con cupón cero, instrumentos con cupones de tasa fija, instrumentos con cupones de tasa variable (o flotante), e instrumentos con cupones de tasa real o indexados a la inflación. (p. 137). Antes de empezar a analizar cada categoría, es importante definir ¿Qué es un cupón?

Según Cortina (1999), el cupón, es la parte desprendible de un título valor contra cuya entrega se pagan dividendos en efectivo, intereses que devengan los instrumentos de deuda, dividendos en acciones, suscripciones, o bien se ejercen derechos de split<sup>7</sup> o canje<sup>8</sup>. (p. 68). Adicionalmente, el portal Web de la Casa de Bolsa Banorte, señala que el cupón, es un pequeño certificado adjunto al certificado principal de un bono u obligación que representa un interés que debe pagarse a la presentación del mismo, es decir; la tasa de interés que el emisor promete pagar durante la vida de un bono u otra obligación. En el mismo sentido, Hull (2002), estipula que el cupón es considerado como el pago de intereses realizado por un bono. (p. 524). No obstante, también el cupón es el interés pactado sobre un instrumento de crédito. (Ross et al., 2000, p. 1016).

A continuación, se procede a estudiar cada una de las diferentes categorías de los instrumentos de deuda, estos son: a) instrumentos con cupón cero, b) instrumentos con cupones de tasa fija, c) instrumentos con cupones de tasa variable (o flotante), e d) instrumentos con cupones de tasa real o indexados a la inflación.

---

<sup>7</sup> El split, es el aumento en el número de acciones en circulación de una emisora, sin variar el importe de su capital social.

<sup>8</sup> El canje es la sustitución o cambio de títulos representativos de valores.

## **A) INSTRUMENTOS CON CUPÓN CERO**

Según Gitman (2003), los instrumentos con cupón cero, son emitidos sin tasa de cupón o con una tasa muy baja y vendidos con un gran descuento con respecto a su valor nominal. Una parte importante de los rendimientos del inversionista viene de la ganancia en el valor (es decir, el valor nominal menos el precio de compra). (p. 242). También, los instrumentos con cupón cero no pagan interés anual, pero, se venden con un descuento por abajo del valor a la par, proporcionándoles así a los inversionistas una compensación en forma de apreciación del capital. (Brigham y Houston, 2001, p. 300).

En otras palabras, este tipo de instrumentos no paga un interés, pero, a cambio de ello se venden con un descuento por debajo de su valor nominal, generando al inversionista una pequeña ganancia entre el diferencial del precio de compra y el precio de venta.

## **B) INSTRUMENTOS CON CUPONES DE TASA FIJA**

Según Ross et al. (2000), la tasa fija también es llamada tasa de interés nominal, por lo tanto, es aquella tasa de interés no ajustada por la inflación. (p. 1028). No obstante, refiriéndonos a los instrumentos de deuda, es la tasa de rendimiento pactada sobre el valor nominal de los mismos. (Heyman, 1998, p. 395). Es decir, que los instrumentos con cupones de tasa fija son aquellos que se negocian en el Mercado de Valores a una tasa determinada la cual no sufre variación alguna.

## **C) INSTRUMENTOS CON CUPONES DE TASA VARIABLE O FLOTANTE**

Según Barandiarán (2000), la tasa flotante, es aquella tasa de interés pactada que prevé su adecuación a las fluctuaciones de las tasas de interés del mercado. (p. 217). También es aquella cuya tasa de interés fluctúa con los cambios en el nivel general de las tasas de interés. (Brigham y Houston, 2001, p. 299). En este tipo de instrumentos, la tasa de interés establecida se ajusta periódicamente dentro de límites establecidos en respuesta a los cambios en mercados de dinero especificados o en tasas del mercado de capitales, son muy comunes cuando las tasas de inflación y de interés futuras son inciertas. (Gitman, 2003, p. 242). En otras palabras, son aquellos títulos adquiridos por inversionistas en el mercado de deuda, los cuales pueden sufrir cambios en sus tasas de interés debido a cambios generales en las tasas de interés del mercado.

## **D) INSTRUMENTOS CON CUPONES DE TASA REAL O INDEXADOS A LA INFLACIÓN**

Según Heyman (1998), la tasa real, es la tasa de rendimiento de una inversión deflactada por la inflación del plazo correspondiente. (p. 395). También es considerada como el rendimiento que otorga un instrumento de inversión una vez descontados los efectos inflacionarios. (Cortina, 1999, 147). Expresado de otra forma, la tasa real es la diferencia entre el rendimiento nominal de la inversión menos la tasa de inflación.

### **2.2.9. DIVISIÓN Y TIPOS DE OPERACIONES CON LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA**

En este apartado se da a conocer cual es la división y los tipos de operaciones que se realizan con los instrumentos de deuda. Al respecto, el portal Web de la Casa de Bolsa Banorte estipula que el mercado de deuda se divide en: mercado primario y mercado secundario; y dentro de este último los tipos de operaciones que se pueden realizar son: en directo, por venta anticipada y reporto. Por ende, cada uno de los mercados y los tipos de operaciones se explican a continuación.

#### **2.2.9.1. MERCADO PRIMARIO**

La primera división del mercado para operar con instrumentos de deuda se denomina: mercado primario. Según el portal Web de la Casa de Bolsa Banorte, al mercado primario lo constituyen las colocaciones nuevas, donde el título es negociado directamente del emisor al inversionista, resultando un movimiento de efectivo para el primero, con el objeto de cubrir una necesidad de financiamiento. A este mercado corresponden las primeras colocaciones que realizan los emisores a una Casa de Bolsa, en donde se obtienen recursos frescos producto de la emisión. Aquí, en ningún momento interviene el mercado secundario, sólo después cuando los inversionistas negocian los títulos ente sí.

#### **2.2.9.2. MERCADO SECUNDARIO**

La segunda división del mercado de deuda se denomina: mercado secundario. Al respecto, el portal Web de la Casa de Bolsa Banorte, expresa que es aquel en el cual se ofertan y demandan títulos ó valores que han sido emitidos y cuyo objetivo consiste en dar liquidez a sus tenedores mediante la sesión de dichos títulos ó valores al comprador. En este mercado se pueden realizar las siguientes operaciones con instrumentos de deuda: a) operaciones en

directo, b) operaciones por venta anticipada y c) operaciones en reporto, cada una de ellas se explica a continuación.

### **A) OPERACIÓN EN DIRECTO**

La primera forma de operación que se puede realizar con los instrumentos de deuda en el mercado secundario se llama operaciones en directo. Según Menchaca (1998), las operaciones en directo son aquellas en las que el vendedor y el comprador convienen expresamente en ceder la propiedad y beneficios de los títulos en cuestión, hasta su vencimiento. (p. 19). Adicionalmente, el portal Web de la Casa de Bolsa Banorte manifiesta que es aquella operación, a través de la cual el cliente solicita el monto de títulos, el plazo deseado para la operación y la fecha de liquidación; el intermediario revisa las posibilidades de cubrir la demanda del cliente en el monto, plazo y fecha de liquidación solicitados, cotizando la tasa a la que está dispuesto a realizar la operación.

En otras palabras, las operaciones en directo, son aquellas que se pactan y acuerdan mutuamente entre el vendedor y el comprador para realizarse hasta su vencimiento, para ello el comprador solicita al intermediario bursátil las características que cada título debe poseer.

### **B) OPERACIÓN POR VENTA ANTICIPADA**

Dentro del mercado secundario, la segunda forma de operación que se puede realizar con los instrumentos de deuda se denomina operaciones por venta anticipada. La operación por venta anticipada es aquella que consiste en la compra/venta de títulos antes del vencimiento, en donde la compra o venta de los mismos depende de la bursatilidad, otorgando liquidez a los Instrumentos (Mercado Secundario). Comúnmente, el rendimiento obtenido por el cliente difiere de lo considerado inicialmente (puede ser mayor ó menor) por las condiciones de los mercados en el momento de la venta. Disponible: <http://www.cbbanorte.com.mx>.

Es decir, que en este tipo de operación los inversionistas optan por vender de forma anticipada los instrumentos que poseen; esto se hace con el objeto de obtener liquidez. No obstante, esta situación no sucede con las operaciones en directo en donde se respeta la fecha de vencimiento de los títulos.

### **C) OPERACIÓN EN REPORTO**

La tercera y última forma de operación de los instrumentos de deuda en el mercado secundario es llamada operaciones en reporto. De acuerdo con el portal Web de la Casa de Bolsa Banorte, los reportos son operaciones mediante la cual el intermediario entrega al inversionista los títulos a cambio de su precio actual (precio nominal menos descuento), con el compromiso de recomprarlos a un plazo determinado, anterior a su vencimiento, reintegrando el precio más un premio. Esta operación permite obtener un rendimiento por excedentes de tesorería en periodos breves.

También el reporto, es considerado como el contrato mediante el cual el reportador (inversionista) adquiere, por una suma de dinero, la propiedad de títulos de crédito y se obliga a transferir al reportado (banco) la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie en el plazo convenido y contra reembolso de la misma cantidad de dinero, más un premio (equivalente a la tasa de interés), salvo que se pacte lo contrario. El reporto debe constar por escrito, del nombre completo del reportador y del reportado, la clase de títulos dados en reporto y los datos necesarios para su identificación, del plazo de vencimiento de la operación, que en ningún caso será mayor de 45 días, del precio y del premio pactado por la operación. Estas operaciones se realizan a descuento. (Dieck, 2004, p. 169).

Este tipo de operaciones debe constar por escrito y en el contrato se estipulan las características de las operaciones a realizar, se entiende que el inversionista compra los instrumentos a descuento; posteriormente, el reportado tiene el compromiso de recomprar los títulos o reembolsar el dinero y otorgar un premio.

#### **2.3.0. TASAS DE REFERENCIA Y TASAS EQUIVALENTES EN LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA**

En el mercado de deuda todas las tasas de referencia pretenden medir el costo de oportunidad del dinero; sin embargo, dadas las diversas circunstancias y agentes económicos implicados, cada tasa de referencia es cualitativa y cuantitativamente diferente a las demás.

Según Menchaca (1998), las tasas de referencia más importantes son la de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), el Costo Porcentual Promedio (CPP), la Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP) y la Tasa de Interés Interbancaria de

Equilibrio (TIIE). La tasa de los CETES es la tasa líder del mercado de deuda y representa el costo de fondeo del GF, es decir, la tasa a la cual la sociedad le presta dinero al gobierno. El CPP, refleja la tasa de interés que pagan los bancos (banca múltiple) de acuerdo con todas sus fuentes de captación (fondeo), la cual es calculada y difundida por BANXICO. La TIIP, determina cual es el costo promedio ponderado en que incurrieron las instituciones de banca múltiple por la captación de recursos en moneda nacional provenientes del público en general, en sus diversos instrumentos a plazo de un día o más.

La TIIE, es el rédito que refleja las condiciones prevalecientes en el mercado de deuda en moneda nacional calculado diariamente por BANXICO, con base en las cotizaciones de las tasas de interés ofrecidas a distintos plazos por las instituciones de banca múltiple. Sin excepción, todas las tasas de referencia del mercado de deuda se expresan en porcentaje anual, con base en el año comercial de 360 días. Además de estas tasas de referencia, existen otras como la de los PRLV y los CEDE's, que normalmente se publican en el DOF. Las tasas más bajas son la de CETES y CPP, en relación con la TIIP y TIIE. (pp. 15-17).

En determinadas ocasiones, los inversionistas utilizan las tasas equivalentes para corroborar si los intereses obtenidos son correctos, para entender este concepto se citan las siguientes referencias.

En las operaciones bursátiles, al cotejar tasas de interés de diferentes plazos se puede generar una decisión incorrecta, debido a que dichas tasas no son comparables directamente, por lo tanto; se utiliza el concepto de tasas equivalentes. (p. 18). Según Cortina (1999), expresa que dos o más tasas de interés con diferentes períodos de conversión (capitalización o pago) son equivalentes, si producen el mismo interés compuesto al final de un año. (p. 145). Por último, las tasas equivalentes contribuyen a verificar que las ganancias obtenidas sean las correctas.

### **2.3.1. EL MERCADO INTERNACIONAL DE EUROBONOS**

Como se ha señalado, el gobierno federal, las instituciones financieras y las empresas que decidan obtener financiamiento en el país, recurren al Mercado de Valores a través de la BMV, bien sea, colocando instrumentos en el mercado de capitales o en el mercado de deuda; sin embargo, también pueden conseguir financiamiento en el exterior, por medio de

las Bolsas de Valores de otros países, para ello, el gobierno federal, las instituciones financieras y las empresas emiten títulos denominados europapel comercial y eurobonos. Pero, ¿Qué son los eurobonos?

Según, Ross et al. (2000), un eurobono, es un bono internacional que se vende principalmente en países distintos a aquel en cuya moneda se encuentra denominada la emisión. (p. 1018). También son considerados como bonos u obligaciones, emitidos tanto por el sector público como por el sector privado, y denominados en eurodivisas; una eurodivisa es una moneda operada o depositada fuera de su país de emisión.

En el caso más común, un "eurodólar" es un dólar depositado fuera de Estados Unidos, su país de emisión. Sin los mercados nacionales, con su organización formal, el mercado de eurobonos no podría existir, porque la mayoría de los intermediarios y emisores que participan en él ya tienen una larga trayectoria de permanencia en los mercados locales, con un historial de cumplimiento con las reglas y normas de operación e información. Es esta experiencia lo que les permite acudir a los "mercados internacionales de capital", de los cuales el mercado de eurobonos representa una parte importante. (Heyman, 1998, pp. 132-135).

Por consiguiente, se deduce que las emisiones de europapel comercial y eurobonos son una forma de conseguir financiamiento en las Bolsas de Valores de países extranjeros, a la cual recurren el sector público (gobierno federal), y el sector privado (instituciones financieras y empresas).

### **2.3.2. CONCLUSIÓN**

En este capítulo, se ha hecho un análisis acerca del mercado organizado denominado Bolsa Mexicana de Valores (BMV); se sabe como surgieron los Mercados Financieros en el mundo y específicamente en México, se conoce su definición, objeto, funciones e importancia. También, se define el concepto de inversión bursátil y sus características; además se ha puntualizado en la categoría que representa para el inversionista la diversificación de un portafolio de inversión, la estrategia que se utiliza, así como el papel que juega la asesoría profesional. Se han señalado los beneficios y responsabilidades que adquieren las empresas al participar en la BMV; la clasificación que en cuanto a ellos existe considerando el tiempo, la renta y el destino de los fondos.

Adicionalmente se ha precisado cuáles son los instrumentos o valores que se negocian en cada mercado (capitales y deuda); remarcando para este último la importancia que tiene un instrumento de deuda al contar con una calificación de riesgo crediticio; no obstante, se estipula en que consiste la capitalización extranjera y las operaciones de arbitraje. Se hace referencia al grupo de participantes (emisores, inversionistas, intermediarios bursátiles, autoridades y las entidades de apoyo) que influyen en el Mercado de Valores, al índice que se utiliza para medir el comportamiento de la BMV, es decir; el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), se han expresado los factores que inciden en el mercado tales como la economía, la tecnología, los cambios climatológicos, las reservas internacionales, el tipo de cambio, las tasas de interés, la situación política internacional y nacional, etc. Concretando en el funcionamiento del mismo.

Por otra parte, se hace un estudio específico del mercado de deuda, particularmente de los instrumentos de deuda; se dieron a conocer los acontecimientos históricos sobre el surgimiento de los mismos en otros países y particularmente en México, se sabe su definición, objetivo, importancia, así como su clasificación atendiendo a su forma de cotización, de colocación y su grado de riesgo; en esta última se hace un análisis detallado de cada una de las características de los diferentes instrumentos existentes, los cuales son emitidos por los gobiernos, las instituciones bancarias y los grupos corporativos o sociedades mercantiles. También se dan a conocer los elementos que integran a los títulos de deuda, las categorías de instrumentos que existen, la división (mercado primario y secundario), haciendo énfasis en los tipos de operaciones, es decir; operación en directo, por venta anticipada y reporto. Posteriormente, considerando el tipo de operación, se habló de las tasas de referencia y las tasas equivalentes, y finalmente, se dio a conocer el objetivo del mercado internacional de eurobonos, como medio al cual recurren los emisores para obtener financiamiento bursátil fuera del país.

### CAPÍTULO III

## FINANZAS PÚBLICAS DE LOS GOBIERNOS MUNICIPALES DEL ESTADO DE CHIAPAS

*“.. Que tendrán progreso efectivo cuando los Ayuntamientos sean integrados por ciudadanos conscientes, sean libres y que, sin tutelas, manejen sus fondos invirtiéndolos en la instrucción pública, procurando valerse por sí mismos, sin esperar, como limosna el apoyo del Gobierno del Estado, y mucho menos el Federal ..”*

*Dr. Belisario Domínguez*

### **3.1. EL GOBIERNO MUNICIPAL EN MÉXICO**

En nuestro país existen dos sectores importantes de la economía (el sector privado y el público), al primero lo integran las empresas (industrial, comercial y de servicios), en tanto que al segundo lo conforman el gobierno en sus tres niveles: federal, estatal y municipal; cada uno tiene sus propias funciones y atribuciones mismas que se encuentran enmarcadas en la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, es decir; desempeñan un papel importante pues son el órgano rector de la política interna. En este capítulo estudiaremos específicamente al gobierno municipal, sin embargo, para conocer más acerca de este nivel de gobierno a continuación se analizan características específicas del mismo.

### **3.2. GENERALIDADES DEL GOBIERNO MUNICIPAL**

Durante años, los gobiernos municipales han desempeñado un papel trascendental en la vida económica, política y social de México. En Chiapas, el gobierno municipal se encuentra representado en un Ayuntamiento, es decir; en un cuerpo colegiado integrado por munícipes, tales como: un presidente, un síndico y varios regidores de mayoría relativa o de representación proporcional, electos de acuerdo con la Ley a cada tres años sin reelección posterior; cada Ayuntamiento esta investido de personalidad jurídica y patrimonio propio, y tiene facultades para aprobar, conforme a las leyes en materia municipal que expiden las Legislaturas de los estados, los bandos de policía y buen gobierno, reglamentos, circulares y demás disposiciones administrativas de observancia general dentro de sus respectivas jurisdicciones.

Los elementos principales de un municipio, son el territorio, la población y el gobierno, siendo la población el indicador más importante para la formulación y ejecución de políticas públicas. No obstante, los Ayuntamientos tienen como fin común atender las excesivas demandas que exige la población en los rubros de servicios públicos, proyectos productivos y de infraestructura; para ello, emplean los recursos denominados participaciones y aportaciones federales establecidos en la Ley de Coordinación Fiscal (LCF), así como los ingresos propios que captan dentro de la propia jurisdicción territorial y cualquier otra fuente de financiamiento que obtengan. Es aquí, donde el ejercicio y aplicación de los recursos públicos juega un papel importante ya que exige la implementación de políticas públicas, de mecanismos de control o de fiscalización, y de la instrumentación y aplicación de tecnologías de información (TI) que permitan reflejar

información confiable y oportuna para la toma de decisiones, y que contribuyan a generar en la sociedad una cultura de información, transparencia y de rendición de cuentas públicas.

### 3.3. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DEL GOBIERNO MUNICIPAL

En este apartado, se da a conocer el contexto histórico por el cual atravesaron los grandes políticos, intelectuales y revolucionarios, para consolidar la existencia y fortalecimiento del municipio y su gobierno, así como su marco jurídico en la Constitución.

Según el (Centro Nacional de Desarrollo Municipal [CEDEMUN], 1993), señala que con la llegada de Hernán Cortés a las costas mexicanas, se instaló en Veracruz el primer Ayuntamiento y Cabildo a la usanza<sup>9</sup> del derecho municipal español. Fue así que el 22 de Abril de 1519 en la Villa Rica de Veracruz se instaló el primer Ayuntamiento. Dos años después, en 1521 se erigió el segundo municipio en Coyoacán, y el tercero fue en México Temixtitlán en 1524. El establecimiento del Cabildo o concejo municipal era el primer acontecimiento en la fundación de un pueblo colonial en América. (p. 21).

Sin embargo, el municipio en nuestro país cobró importancia a finales de la Colonia como anuncio del México Independiente; el Cabildo de la ciudad de México en 1808 se levantó en protesta por la usurpación francesa a España, sosteniendo la legitimidad de las autoridades reales y proclamando el reconocimiento de la soberanía de los pueblos. No obstante, de inmediato los españoles y autoridades virreinales sofocaron este pronunciamiento y es así que el municipio tiene desestima política en el resto del período colonial, aunque, por otro lado, es el germen de las luchas de independencia y revueltas revolucionarias del siglo XIX. La situación del municipio mexicano, a principios del siglo XIX, se vio afectada por la inestabilidad política generada por el movimiento independentista. Luchas internas por el poder, intentos españoles de reconquista y el desgaste producido por la guerra, principalmente por sus afectos económicos y financieros, relegaron la figura municipal a un segundo plano. (p. 26).

Posteriormente, con el plan de Iguala, el 21 de Febrero de 1821, se estableció la Independencia del país y su forma de organización en una monarquía constitucional, pero, no se le da importancia al municipio. El 3 de febrero de 1824 se expidió el acta constitutiva de la federación mexicana, en ella aparecieron los estados en sustitución de las antiguas

---

<sup>9</sup> Entiéndase por usanza, costumbre o moda.

provincias y se adoptó la forma de República Representativa Popular Federal; para los federalistas, el municipio no tuvo una importancia superior, por lo que no se reglamentó ni se abundó en su organización.

En la constitución de 1857 sólo se mencionaba a los municipios en los siguientes aspectos: se elegirá popularmente a las autoridades públicas, municipales y judiciales, designándoles el Congreso rentas para cubrir sus atenciones locales; todo mexicano debía contribuir a los gastos de la federación, estado o municipio; así que estos últimos podían exigir impuestos para sus funciones y cierta independencia económica. En cambio, a principios de 1909, Don Francisco I. Madero hizo circular su libro "La Sucesión Presidencial de 1910" donde proponía, entre otras cosas, la creación del Partido Antirreleccionista. Más adelante se creó el Centro Antirreleccionista de México que tenía entre sus postulados salvar a la República de las garras del absolutismo, y devolver a los estados su soberanía, a los municipios su libertad, a los ciudadanos sus prerrogativas y a la nación su grandeza. (pp. 29-41).

El 14 de Septiembre de 1916, Carranza decretó que era necesario convocar a un congreso constituyente para reforzar el viejo texto de la Constitución de 1857. El primer jefe se comprometía a presentar un proyecto para someterlo a dicha asamblea. Tal como estaba previsto, la apertura de sesiones del Congreso fue el 1º. De Diciembre de 1916 y ante ella compareció Carranza con su proyecto de reformas a la constitución de 1857; del mensaje dirigido por el primer jefe a los constituyentes destaca la referencia municipal en los siguientes términos:

"El municipio independiente que es sin disputa una de las grandes conquistas de la Revolución, es la base del gobierno libre, conquista minúscula que no sólo dará libertad política a la vida municipal, sino que también le dará independencia económica, ya que tendrá fondos y recursos propios para la atención de todas las necesidades, sustrayéndoles así de la voracidad insaciable que han demostrado algunos gobernantes".

El proyecto de Carranza comprendía la regulación municipal en el artículo 115 Constitucional, en los comentarios vertidos con respecto al municipio la diferencia más importante y por lo tanto la gran novedad respecto de la Constitución de 1857 es la relativa al establecimiento del municipio libre, como la futura base de la administración política y municipal de los estados y por ende, del país. (pp. 44-45).

Como se puede constatar, el reconocimiento del municipio trajo consigo una serie de obstáculos, los cuales impidieron su desarrollo y organización, sin embargo, desde 1917, la consolidación de la institución municipal ha quedado plasmada en el artículo 115 de la Carta Magna. En el siguiente apartado se definirá al municipio y particularmente a los elementos que lo constituyen, entre ellos el territorio, población y gobierno; en tanto, en el apartado 3.5. nuevamente se hace referencia al artículo 115 constitucional y a otros ordenamientos jurídicos relacionados con el municipio.

### 3.4. PRECISIONES CONCEPTUALES DEL TÉRMINO GOBIERNO MUNICIPAL

Para comprender que es un gobierno municipal, es preciso establecer la diferencia entre los términos municipio y Ayuntamiento, ya que el artículo 115 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos (CPEUM), establece diferencias sustanciales entre uno y otro. Por lo tanto, a continuación se presentan algunas definiciones.

Desde la óptica constitucional, el municipio es la base de la división territorial y de la organización política y administrativa en el régimen interior de los estados. (CEDEMUN, 1993, p. 107). En el mismo sentido, Campos señala que municipio, es aquel que se encuentra asentado en un territorio jurídicamente delimitado, con derecho a un gobierno propio, representativo, popular y que es reconocido por el estado con base en su organización política y administrativa. (cit. en CEDEMUN, 1993, p. 108).

De igual manera, el Centro Nacional de Estudios Municipales (CNEM), define al municipio como la forma de gobierno republicano, representativo, popular que adoptan los estados para su régimen interior. Más explícitamente se le llama entidad *político-jurídica*, integrada por una población asentada en un espacio geográfico determinado administrativamente, que tiene unidad de gobierno y se rige por normas de acuerdo con sus propios fines. (cit. en CEDEMUN, 1993, p. 108).

Atendiendo a sus funciones, según Moreno, el municipio es definido como una forma en que el estado descentraliza los servicios correspondientes a una circunscripción territorial determinada. Por otra parte, Valdivia especifica que el significado semántico de municipio es "el trabajo de la ciudad", de origen romano; del latín *municipium*, de *munis* "carga" y *civitas*, "ciudad". (cit. en CEDEMUN, 1993, p. 109).

Para Rafael de Pina, el municipio es el conjunto de habitantes de un mismo término jurisdiccional, regido en sus intereses vecinales por un Ayuntamiento. (cit. en Cuenca, 2002, p. 15). También el (Instituto de Administración Pública del Estado de Chiapas [IAP], 2004), define al municipio como la circunscripción territorial más pequeña del país, la cual se encuentra bajo el gobierno inmediato y directo del Ayuntamiento. (p. 44). Adicionalmente Castro (2002), menciona que el municipio es la base o célula soberana de la división territorial y de la organización política y administrativa de los estados miembros de la Federación; la localización que es sede de su gobierno se denomina cabecera municipal. (p. 673).

Por otra parte, CEDEMUN (1993), señala que Ayuntamiento es un órgano de gobierno colegiado y deliberante, que asume cada tres años la máxima representación política del municipio, se encarga de encauzar los diversos intereses sociales y la energía ciudadana hacia la promoción del desarrollo, darle plena vigencia al estado de derecho y por medio del gobierno del estado, robustecer el pacto federal. A la vez, se encuentra integrado por un presidente municipal, uno o más síndicos y regidores de mayoría relativa y de representación proporcional electos mediante voto libre, secreto y directo; y posee facultades para formular, aprobar y expedir el bando de policía y buen gobierno y los reglamentos, circulares y disposiciones administrativas de carácter general. (p. 119).

Para el IAP (2004), un Ayuntamiento es un órgano colegiado y deliberante de elección popular directa y al que le corresponde realizar las atribuciones encomendadas por la Constitución de la República, específicamente por el artículo 115 constitucional y las leyes que de la norma suprema emanen. En donde los miembros de los Ayuntamientos reciben el nombre de: ediles o municipales. (p. 44). En tanto que, para Rafael de Pina, el Ayuntamiento es la corporación pública integrada por un alcalde o presidente municipal y varios concejales, constituidos para la administración de los intereses del municipio; cuyas atribuciones se derivan de la Constitución y se encuentran determinadas tomando en cuenta que le compete la dirección de la vida municipal. (cit. en Cuenca, 2002, p. 15). Finalmente, la Ley Orgánica Municipal del Estado de Chiapas (LOM), en su artículo 19 señala que Ayuntamiento es el órgano de gobierno municipal a través del cual el pueblo, en ejercicio de su voluntad política, realiza la gestión de los intereses de la comunidad. (p. 4).

Por último, es pertinente puntualizar que existen tres elementos que constituyen a un municipio, estos son: territorio, población y gobierno.

El territorio es el espacio físico determinado jurídicamente por los límites geográficos en el cual se efectúan las actividades derivadas de la población y el gobierno, tales como: actividades industriales y comerciales, las manifestaciones sociales y culturales, así como la realización de las acciones del gobierno y la administración municipal. La población es el conjunto de individuos que viven dentro de la demarcación territorial de un municipio, establecidos en centros urbanos y rurales, que expresan manifestaciones culturales y comparten tradiciones. Es este componente el que da vida y sustento al municipio; es también, el indicador más importante para la implementación, formulación y ejecución de las políticas públicas y sobre la cual recae la acción directa del gobierno local.

Por último, el gobierno municipal, el cual se materializa en un Ayuntamiento de elección popular directa, investido de personalidad jurídica y patrimonio propios; es la institución que ostenta la representación política y legal del municipio y tiene encomendada, además de las funciones propias de gobierno, la administración de los intereses generales de la comunidad. En este contexto, el Ayuntamiento posee autoridad legítima para el ejercicio del poder público. (CEDEMUN, 1993, p. 110).

Como se puede apreciar, en este apartado se ha definido al gobierno municipal, el cual para poder entenderlo fue necesario estudiar los términos municipio y Ayuntamiento. Finalmente, podemos decir que el municipio en México es la institución político – jurídica integrada por una población que comparte identidades culturales, históricas y un idioma común, asentado en un territorio delimitado que se administra por un gobierno constituido en un Ayuntamiento.

### **3.5. MARCO JURÍDICO DEL GOBIERNO MUNICIPAL**

En este apartado se da a conocer el marco jurídico que da origen, que rige y sustenta al gobierno municipal, específicamente a un Ayuntamiento, el cual ya se ha pronunciado en los epígrafes anteriores de este capítulo, es decir; nos referimos al artículo 115 Constitucional.

Si bien en el siglo XIX hubo algunos proyectos para darle el rango constitucional al municipio, no fue sino hasta en la Carta de 1917 en que el cuerpo normativo de la Constitución dedicó un artículo específico para establecer las bases mínimas de existencia de los elementos fundamentales de este órgano de gobierno. (CEDEMUN, 1993, p. 67). El artículo que la Constitución plasmo desde ese entonces fue el 115, y representa el

ordenamiento general del sistema jurídico, que da vida al municipio y delinea sus obligaciones y marco de actuación. Dentro del Título Quinto de la CPEUM, denominado: "De los Estados de la Federación y del Distrito Federal", el artículo citado expresa lo siguiente:

*Los Estados adoptarán, para su régimen interior, la forma de gobierno republicano, representativo, popular, teniendo como base de su división territorial y de su organización política y administrativa, el Municipio Libre, conforme a las bases siguientes: 1.- Cada Municipio será gobernado por un Ayuntamiento de elección popular directa, integrado por un Presidente Municipal y el número de Regidores y Síndicos que la Ley determine. La competencia que esta Constitución otorga al gobierno municipal se ejercerá por el Ayuntamiento de manera exclusiva y no habrá autoridad intermedia alguna entre éste y el gobierno del Estado. [...] (p. 114).*

Adicionalmente, Cuenca (2002), agrega que los aspectos más sobresalientes de este artículo, son los siguientes: 1) Determina que la base de la organización política y administrativa de los estados, así como de su división territorial es el municipio libre; 2) Que la responsabilidad del gobierno queda depositada en forma exclusiva en el Ayuntamiento, y no habrá autoridad intermedia entre éste y el gobierno del estado; 3) Que el Ayuntamiento será de elección popular y directa, y quedará integrado por un Presidente Municipal y el número de Síndicos y Regidores que la Ley determine<sup>10</sup>; **4) Que gozan de personalidad jurídica propia y se les otorgan facultades para manejar su patrimonio y hacienda conforme a la Ley**; además 5) Les otorga capacidad para expedir disposiciones jurídicas y administrativas, de observancia general dentro de su jurisdicción, siempre y cuando éstas: a) no sean facultad exclusiva de una autoridad distinta (federal o estatal), b) no interfieran o se contrapongan a otros ordenamientos jurídicos de mayor jerarquía y c) su finalidad sea la organización de la administración pública municipal, su actuación en la prestación y administración de los servicios públicos de su competencia, en lo general, favorezcan el mejor desempeño de sus funciones. (p. 10).

También, delimita las responsabilidades y servicios públicos a cargo de los municipios, tales como: a) agua potable, drenaje, alcantarillado, tratamiento y disposición de aguas residuales; b) alumbrado público, limpia, recolección, traslado, tratamiento y disposición final de residuos; c) mercados, centrales de abasto y rastros; d) panteones, e) calles, parques y jardines y su equipamiento; f) seguridad pública (preventiva municipal y tránsito), y g) todos aquellos que en forma específica les puedan otorgar las legislaturas locales, con base en las condiciones de orden financiero y socioeconómico del municipio.

<sup>10</sup> Por lo general las Leyes Orgánicas Municipales de los Estados, determinan la cantidad de Síndicos y Regidores que conforman a un Ayuntamiento, atendiendo a la dimensión del municipio y al número de habitantes.

Por otra parte, establece la posibilidad, previo acuerdo de Cabildo, para coordinarse y asociarse con otros municipios para la prestación de servicios públicos, sí y sólo sí dichos municipios son de la misma Entidad Federativa, ya que en caso contrario, se deberá contar con la autorización que emita la Legislatura Local. (p. 11).

Asimismo, el artículo 115 Constitucional otorga las facultades para: a) encauzar y administrar el desarrollo urbano municipal, así como autorizar, controlar y vigilar el uso del suelo; b) participar en la creación y administración de sus reservas territoriales, formulación de planes de desarrollo regional, creación de zonas ecológicas y de su ordenamiento; c) intervenir en la regularización de la tenencia de la tierra urbana; d) otorgar licencias y permisos para construcciones; e) intervenir en la formulación y aplicación de programas de transporte público de pasajeros cuando se relacione con su territorio; f) celebrar convenios para la administración y custodia de zonas federales, y g) reglamentar, en lo que a su ámbito de competencia corresponda, lo relacionado con el ordenamiento de asentamientos humanos, usos, reservas y destinos de tierra, aguas y bosques, entre otras materias referidas en el párrafo tercero del artículo 27 de la Constitución General de la República. (pp. 11-12).

Sin embargo, el (Gobierno Constitucional del Estado Libre y Soberano de Chiapas [GCE], 2001), señala que por décadas, los gobiernos federal y estatal no respetaron el principio legal y constitucional citado en el artículo 115. Los municipios de Chiapas representaron el último eslabón en la cadena de mando, fue el operador de las políticas públicas establecidas desde el gobierno estatal, que a su vez se supeditaba al mandato del ejecutivo federal. Sus acciones obedecieron más al propósito de ejercer el poder absoluto, controlar el ámbito político a través de la manipulación de los programas de desarrollo social y de la obra pública durante los procesos electorales, y a tratar de contener los conflictos sociales suscitados en el interior de los municipios, que a atender las auténticas demandas de las comunidades. (p. 104).

Finalmente, el municipio mexicano fue concebido como una instancia de gobierno local, con órganos de gobierno de índole política y no simplemente administrativa, con Ayuntamientos electos en forma directa y universal; los cuales se tutelan bajo el artículo 115 Constitucional. Es decir, que el marco jurídico del gobierno y la administración municipal se conforman por la Constitución federal, norma fundamental de la estructura política nacional.

### 3.6. INTEGRACIÓN, ORGANIZACIÓN Y FUNCIONES DEL GOBIERNO MUNICIPAL

Continuando con el tema del gobierno municipal, en este apartado, se explica la forma en la que los gobiernos municipales se encuentran integrados, también se da a conocer su forma de organización y funciones.

Según el (Instituto Nacional para el Federalismo y el Desarrollo Municipal [INAFED], 2003), establece que como cuerpo de representación popular, un Ayuntamiento se integra por los siguientes funcionarios electos por voto popular directo: un Presidente Municipal; y por Regidores y Síndico(s), en el número que determinen las leyes orgánicas estatales; como autoridades funcionan en forma de Cabildo, es decir; en reuniones donde ejercen su autoridad, donde deciden y acuerdan sobre los asuntos colectivos y en donde el Presidente Municipal se encarga de ejecutar los acuerdos, a la vez duran en su cargo tres años y no pueden ser reelectos para el período inmediato. (p. 5).

En el mismo sentido, y de forma específica la LOM en su artículo 20 puntualiza que los Ayuntamientos de Chiapas estarán integrados por: un presidente, un síndico y tres regidores propietarios y sus suplentes de mayoría relativa, en aquellos municipios cuya población no exceda de 7,500 habitantes. Un presidente, un síndico propietario y un suplente, seis regidores propietarios, tres suplentes de mayoría relativa en aquellos municipios cuya población sea de más de 7,500 habitantes y no exceda de 100,000 habitantes. Un presidente, un síndico propietario y un suplente y ocho regidores propietarios, cuatro suplentes de mayoría relativa, en aquellos municipios cuya población sea de más de 100,000 habitantes. Además de los regidores electos por el sistema de mayoría relativa, en los municipios con población hasta de cien mil habitantes los Ayuntamientos se integrarán con un regidor más; hasta doscientos mil habitantes con dos regidores más; y de más de doscientos mil habitantes con tres regidores más, los que serán electos según el principio de representación proporcional. La ley reglamentaria determinará las fórmulas y procedimientos para la asignación de éstas regidurías. (p. 4).

Sin embargo, una vez que se han integrado los Ayuntamientos, para el mejor desempeño de sus funciones se organizan en su interior en comisiones, con el objeto de analizar y proponer alternativas de solución a los asuntos municipales y vigilar que se ejecuten las disposiciones y acuerdos del Ayuntamiento. Para debatir y proponer celebraran sesiones, siendo esta el mecanismo a través del cual el Ayuntamiento como órgano colegiado conoce de las propuestas, discute, analiza y aprueba las políticas y programas

generales de promoción del desarrollo y bienestar social de la población del municipio. Es además el mecanismo que formaliza el ejercicio de la función pública. Las sesiones pueden ser: ordinarias, extraordinarias, públicas o privadas y solemnes. (CEDEMUN, 1993, pp. 121-122).

Adicionalmente, el capítulo VIII de la LOM, titulado "De las Comisiones", señala que es el Presidente Municipal quien designa de entre los miembros de cada comisión, el que deba presidirla, excepto en los casos de las comisiones de gobernación y de hacienda que estarán invariablemente bajo la responsabilidad del presidente y el síndico, respectivamente. [...] (p. 17).

Por último, una vez que se han constituido las comisiones, los integrantes el Ayuntamiento deberán de ejercer las funciones y atribuciones que la LOM establece, específicamente las citadas en el artículo 38; en el mismo sentido, el Presidente Municipal deberá cumplir con sus facultades y obligaciones expuestas en el artículo 42, en tanto que los Regidores darán cumplimiento al artículo 45 y el Síndico ejercerá sus atribuciones establecidas en el artículo 46 de la misma.

Como se puede constatar, la representación del gobierno de un municipio recae en el Ayuntamiento, el cual esta compuesto por municipales, es decir; integrado por un Presidente, Síndicos y Regidores. Posteriormente, una vez que el Ayuntamiento se ha constituido se conforman las comisiones y con ello lograr el mejor desempeño de sus funciones, quienes en todo momento se sujetan al marco jurídico establecido en la LOM.

### **3.7. FINANZAS PÚBLICAS MUNICIPALES**

Existe un rubro significativo en los gobiernos municipales que representa la columna vertebral del quehacer gubernamental, ese rubro se denomina: finanzas públicas; y tiene por objeto lograr una adecuada, eficiente y segura operación económica. Sin embargo, para entender la magnitud de este concepto es indispensable precisar la definición de los términos Finanzas Públicas, Administración Pública, Hacienda Pública y Administración Hacendaria Municipal.

Según Castro (2002), se entiende por Finanzas Públicas, a la disciplina que trata de la captación de los ingresos, su administración y gasto, la deuda pública y la política de precios y tarifas que realiza el estado a través de diferentes instituciones del sector público.

Su estudio se refiere a la naturaleza y efectos económicos, políticos y sociales en el uso de instrumentos fiscales: ingresos, gastos, empréstitos, precios y tarifas de los bienes o servicios producidos por el sector paraestatal. (p. 627).

No obstante, si se analiza la definición del término Finanzas Públicas, se habrá de entender que existe una institución rectora que coordina y ejecuta todo un conjunto de actividades, el cual es llamado estado constituido en Administración Pública.

Al respecto, el Instituto para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas INDETEC, precisa la definición de Administración Pública Municipal como aquella que constituye el conjunto de actividades que realiza el municipio en el ejercicio de las atribuciones que le han sido conferidas, y los órganos que se crean para el cumplimiento de esas atribuciones en relación al gobierno directo de la comunidad básica, circunscribiéndose al mantenimiento de orden público, la satisfacción de las necesidades sociales de la población mediante la prestación de los servicios públicos y la conducción del desarrollo económico y social de la comunidad. (cit. en IAP, 2002, p. 42).

Para cumplir con el conjunto de actividades a que hace referencia el párrafo anterior, las Administraciones Públicas Municipales se apoyan de varias instituciones, direcciones o departamentos, uno de ellos llamado Tesorería Municipal o Secretaría de Finanzas; como responsable del manejo y administración de los recursos que conforman la Hacienda Pública.

De acuerdo con CEDEMUN (1993), el concepto de Hacienda Pública Municipal puede más bien ser descrito que definido, debido a sus varias acepciones. Desde el punto de vista patrimonial significa el conjunto de recursos financieros y patrimoniales, con que cuenta el municipio para la realización de sus fines. Desde el punto de vista de su dinámica funcional implica el conjunto de funciones relativas a la concepción, integración, régimen y administración de dichos recursos para la consecución de sus fines. Finalmente, desde una perspectiva institucional significa también el conjunto de órganos de la Administración Pública Municipal encargados de desarrollar tales funciones. (p. 417).

En el mismo sentido, la (Secretaría de Hacienda del Estado de Chiapas [SHE], 1999), también señala que Hacienda Pública Municipal se define como el conjunto de recursos y bienes patrimoniales propios de un Ayuntamiento, asimismo, se refiere a las acciones orientadas a la captación de recursos, a fin de solventar el gasto público y administrar el

patrimonio del municipio, incluyendo criterios y políticas económico-financieras implementadas por el Ayuntamiento para coadyuvar al cumplimiento de los objetivos establecidos por el gobierno del estado.

Por lo tanto, se considera a la Hacienda Pública como parte fundamental en la organización de un municipio, la cual constituye el mecanismo económico para alcanzar los fines propuestos; esto a través de la realización de funciones y actividades que le permitan recaudar los recursos a que tiene derecho, con el fin de ejercer el gasto con base a su presupuesto, así como administrar su patrimonio. En razón de lo anterior y bajo un enfoque general, la Hacienda Pública Municipal comprende tres grandes áreas: Ingresos, Gasto y Patrimonio. (p. 16).

Considerando el ámbito de competencia de la hacienda pública, dentro de las atribuciones municipales, la actividad hacendaria de este nivel de gobierno constituye un proceso integral de administración de los recursos, del gasto y del patrimonio. Al conjunto de funciones, actividades y tareas que conforman este proceso se le denomina Administración Hacendaria Municipal. (p. 17).

Por último, el (Instituto de Administración Pública del Estado de Chiapas [IAP], 2005), agrega que la Administración Hacendaria Municipal comprende el desempeño de funciones propias que tienen que ver con la realización de los objetivos financieros del municipio. En materia hacendaria, la administración implica ejercer funciones y realizar tareas de distinta índole y características, según se refieren a los ingresos, gasto y patrimonio, y dentro de cada uno de ellos, según la clase de recursos, según el tipo de gasto que se ejerza, el tipo de deuda que se contrate o la naturaleza del bien patrimonial que se posea.

También le competen aspectos meramente hacendarios, que junto a los demás componentes no hacendarios que tienen incidencia con los ingresos, con el gasto y el patrimonio, conforman el conjunto de actividades que por su naturaleza se agrupan en: normativas, operativas, directivas y de apoyo. (p. 61).

El sistema normativo tiene como función la planeación, programación y presupuestación; la complementación legal y la organización y desarrollo de métodos de trabajo; el sistema operativo tiene como funciones el registro de contribuyentes, la recaudación, fiscalización, cobranza, el análisis y gestión de recursos crediticios; el sistema directivo es la conjunción de funciones que ostentan la autoridad en una organización; y el

sistema de apoyo tiene como objetivo proporcionar los elementos necesarios a los sistemas normativos, operativos y de dirección para que puedan cumplir sus funciones con mayor eficacia. Se integra por la función de contabilidad y de informática. (p. 62).

En resumen, para comprender la importancia de las finanzas gubernamentales, es pertinente concebir los términos: Administración Pública, Hacienda Pública, esta última definida como el conjunto de recursos y bienes patrimoniales de un Ayuntamiento, misma que engloba tres grandes áreas: Ingresos, Gasto y Patrimonio; y en dónde al conjunto de funciones, actividades y tareas que conforman la actividad hacendaria se le denomina Administración Hacendaria Municipal.

### **3.7.1. FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO MUNICIPAL**

En este apartado se estudia una de las tres grandes áreas de la Hacienda Pública Municipal; nos referimos al rubro de ingresos, es decir; se analizan las distintas fuentes de financiamiento a la que tienen acceso los gobiernos municipales.

Antes de comenzar, es pertinente citar lo que establece el artículo 115 fracción IV de la CPEUM, al mencionar que los municipios administraran libremente su hacienda, la cual se formará de los rendimientos de los bienes que le pertenezcan, así como de las contribuciones y otros ingresos que las Legislaturas establezcan a su favor, y en todo caso: de las contribuciones, participaciones federales e ingresos derivados de la prestación de servicios públicos a su cargo. [...]. (pp. 117-118).

Sin embargo, el IAP (2005) agrega que las fuentes de ingresos comprenden las políticas económicas que la Administración Hacendaria Municipal debe formular en sus aspectos de captación de recursos para alcanzar los objetivos de desarrollo planteados en el plan municipal, asimismo puede decirse que es el conjunto de decisiones relacionadas con la determinación del nivel de ingresos y la participación relativa de cada fuente dentro del presupuesto global, en función de los objetivos del desarrollo municipal. (p. 63).

Los ingresos municipales se conforman por aquellas percepciones en dinero, especie, crédito, servicios o cualquier otra forma que incremente el valor de la Hacienda Municipal y que se destinen al gasto público. Cabe señalar que si bien los gobiernos municipales no pueden imponer ningún tributo dado que no poseen la facultad legislativa, la Constitución Federal les permite proponer al Congreso las cuotas y tarifas aplicables a los

impuestos, derechos, productos, contribuciones de mejoras y aprovechamientos. Bajo este contexto, el municipio queda supeditado a la aprobación y modificaciones que realice el Congreso estatal a sus propuestas.

No obstante, existen varias clasificaciones en torno a la agrupación que pueden tener los diferentes conceptos que integran a los ingresos municipales; algunos autores suelen agruparlos en ingresos tributarios y no tributarios, así como en ingresos ordinarios y extraordinarios. (p. 65).

Con respecto a esta última clasificación el artículo 72 de la LOM, señala que a los ingresos ordinarios lo integran los impuestos, derechos, productos, aprovechamientos, participaciones, rendimiento de sus bienes e Ingresos derivados de la prestación de servicios públicos a su cargo. Y a los ingresos extraordinarios lo conforman los recursos especiales o accidentales que les autorice el Congreso del Estado, para el pago de obras o servicios; las contribuciones especiales para la amortización de préstamos, financiamientos y obligaciones que adquiera el municipio, para la realización de las obras y servicios públicos, conforme a las leyes vigentes; las aportaciones del Gobierno Federal; las aportaciones del Gobierno Estatal; los empréstitos destinados a inversiones públicas productivas y los Donativos, Herencias y Legados. (p. 21).

Para fines de esta investigación clasificaremos a los ingresos municipales en: I) ingresos propios, II) ingresos provenientes de la federación, III) subsidios o transferencias, IV) empréstitos y V) financiamiento bursátil.

## **I) INGRESOS PROPIOS**

Según el IAP (2005), son recursos que el municipio recauda directamente dentro de su jurisdicción territorial y que no se encuentran sujetos a un esquema de coordinación con el gobierno estatal o federal. Los rubros que lo integran son: a) impuestos, b) derechos, c) productos, d) contribuciones de mejoras y e) aprovechamientos; sin embargo, para recaudarlos deben estar aprobados en la Ley de Ingresos. (p. 66). Adicionalmente, el artículo 3 de la Ley de Hacienda Municipal (LHM) puntualiza que las leyes de ingresos de cada uno de los municipios del estado, deberán establecer anualmente los conceptos que deban recaudarse. (p. 1).

A) Son impuestos aquellas contribuciones en dinero o en especie que el poder público fija unilateralmente y con carácter obligatorio como pago que deben efectuar las personas físicas y morales de acuerdo a lo establecido en el marco legal aplicable.

B) Los derechos son las contribuciones establecidas por el uso o aprovechamiento de los bienes de dominio público del municipio, así como los servicios que éstos prestan en sus funciones de derecho público.

C) Los productos que obtiene el gobierno municipal son los montos que cobran por los servicios que presta en sus funciones de derecho privado, así como por el uso, aprovechamiento, enajenación o explotación de sus bienes patrimoniales, ya sean materiales, financieros o de cualquier otra índole.

D) Las contribuciones de mejoras son las cantidades establecidas por ley, que el gobierno municipal recibe de personas físicas y morales beneficiadas directamente por obras públicas, y

E) Los aprovechamientos son ingresos ordinarios provenientes de las actividades de derecho público que se reciben en forma de recargos, intereses moratorios o multas, o como cualquier ingreso no clasificable como impuestos, derechos o productos. (pp. 67-73).

## **II) INGRESOS PROVENIENTES DE LA FEDERACIÓN**

De acuerdo con el sistema fiscal mexicano los recursos que conforman a este rubro se encuentran estipulados en un esquema de coordinación fiscal entre los tres niveles de gobierno. Según la (Secretaría de Hacienda del Estado de Chiapas [SHE], 2001), el esquema se define a través del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal (SNCF) y se encuentra regulado en la Ley de Coordinación Fiscal (LCF); el SNCF es aquel conforme al cual se distribuyen los ingresos entre la federación, estados y municipios, es decir; tiene como finalidad promover una relación equitativa entre los tres niveles de gobierno y armonizar el sistema tributario nacional. (p. 21).

Sin embargo, la LCF define los mecanismos para evitar la doble o triple tributación, operando por medio de dos vertientes: coordinación de impuestos y coordinación de derechos. Asimismo, la coordinación se establece mediante convenios suscritos por el gobierno federal y los gobiernos de los estados. (IAP, 2005, p. 77). No obstante, los

conceptos de ingresos que integran a este rubro son dos: a) participaciones y b) aportaciones.

A) Las participaciones federales son aquellos recursos asignados a los Ayuntamientos, distribuidos directamente por la federación o a través de los gobiernos estatales, y que derivan de la Recaudación Federal Participable (RFP), es decir, son recursos de naturaleza fiscal (Figura 3.1.). En otras palabras, las participaciones surgen de la RFP, la cual deriva de la recaudación que obtiene la federación en un ejercicio, de todos sus impuestos, así como por los derechos sobre la extracción de petróleo y de minería (excepto la devolución de los mismos conceptos). Destacan dentro del sistema de participaciones la existencia de dos fondos, el Fondo General de Participaciones (FGP) y el Fondo de Fomento Municipal (FFM). (SHE, 2001, p. 22).

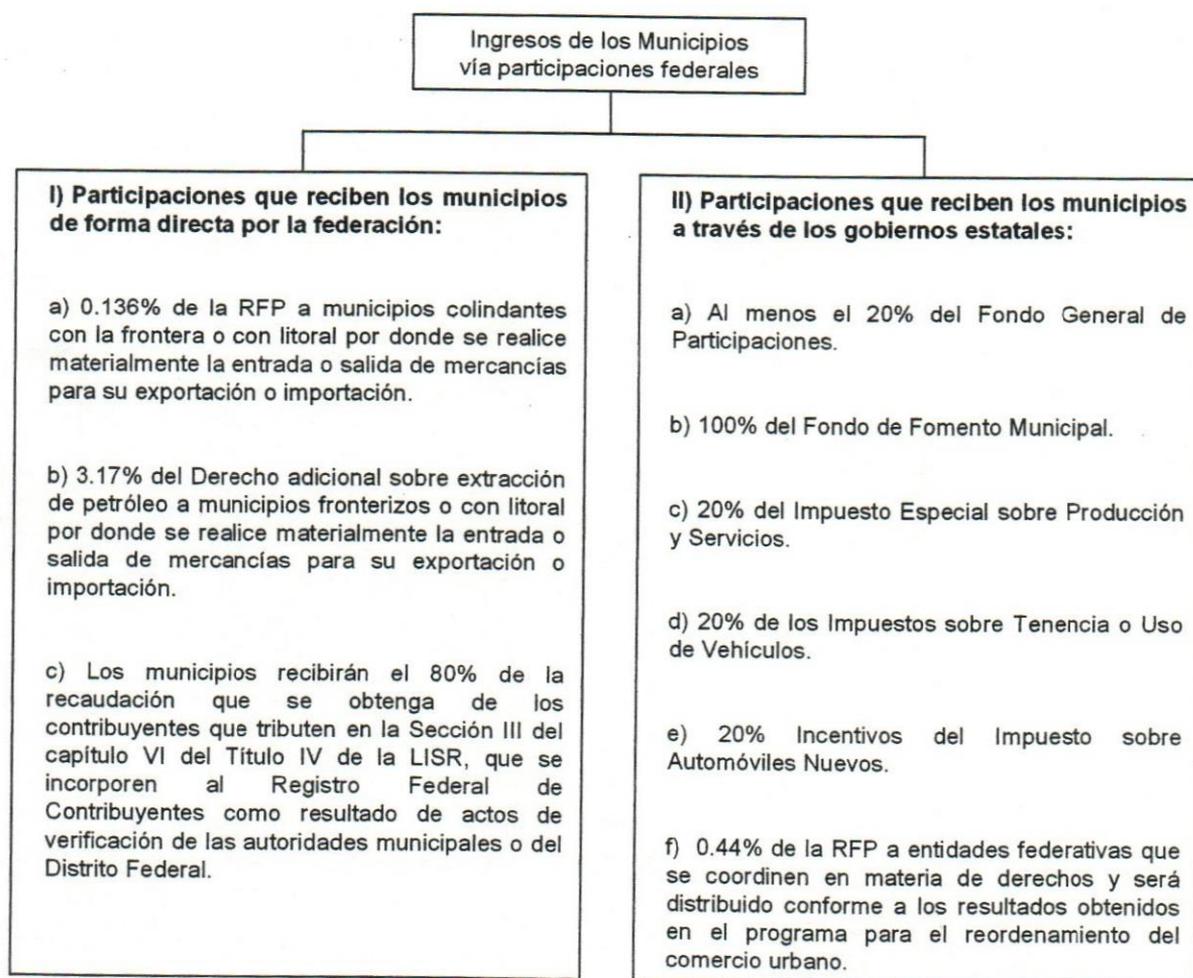


Figura 3.1. Distribución de Ingresos Federales. Fuente: [IAP, 2005, p. 76]

Una vez que la federación entregó los recursos por participaciones federales a los gobiernos estatales, dependerá del poder legislativo de los estados establecer los criterios y las fórmulas de asignación de recursos a los municipios, por lo que cada estado implementará diversos métodos de distribución con base a lo establecido en la LCF y acorde a las necesidades económicas y sociales de los municipios. En el estado, el procedimiento se encuentra estipulado en el Código de la Hacienda Pública para el Estado de Chiapas (CHPECH).

El artículo 277-A del CHPECH establece que de las cantidades que perciba el estado, por concepto de participaciones fiscales federales previstas en la LCF, los municipios recibirán: I) El 20% del total de recursos que perciba el estado correspondiente al FGP, II) El 20% de lo que el estado obtenga de la recaudación del ISTUV e ISAN, III) El 100% de las participaciones correspondientes al FFM y IV) El 20% de la participación por IEPS. (p. 93). Es importante mencionar que las participaciones son utilizadas por los Ayuntamientos para sufragar los gastos operativos de la Comuna.

Por otra parte, el artículo 279 del CHPECH estipula que el estado enterará las participaciones que por concepto de FGP, correspondan a los municipios de la siguiente manera: I) A más tardar el día 15 de cada mes o el día hábil anterior si éste no lo fuera, se pagará una cantidad equivalente al 40% de las participaciones que le correspondieron al municipio en el mes inmediato anterior al que corresponda el pago, por concepto de anticipo de participaciones; y II) A más tardar el día 27 de cada mes o el día hábil anterior si éste no lo fuera, se efectuará la compensación entre la participación provisional del mes y el anticipo a que se refiere la fracción primera de este artículo, con la finalidad de determinar los saldos correspondientes. (p. 94).

B) Las aportaciones son aquellos recursos de naturaleza federal que son transferidos hacia los estados y municipios, que no tienen una relación directa con la RFP, y que pueden provenir de la recaudación fiscal, de la enajenación de activos, de créditos internos y externos o cualquier otra vía de financiamiento. (SHE, 2001, p. 14).

En 1998, se crea el Ramo 33 denominado: Aportaciones Federales para Entidades Federativas y Municipios, el cual tiene por objeto otorgar mayores recursos a estados y municipios para financiar el desarrollo social en sus comunidades. Actualmente, el capítulo V de la LCF señala las reglas de distribución y de uso de los diversos fondos que conforman el

Ramo 33; específicamente el artículo 25 de la LCF cita la existencia de los siguientes fondos: I) Fondo de Aportaciones para la Educación Básica y Normal (FAEB), II) Fondo de Aportaciones para los Servicios de Salud (FASSA), III) Fondo de Aportaciones para la Infraestructura Social (FAIS), IV) Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de los Municipios y de demarcaciones territoriales del Distrito Federal (FORTAMUN-DF), V) Fondo de Aportaciones Múltiples (FAM), VI) Fondo de Aportaciones para la Educación Tecnológica y de Adultos (FAETA), y VII) Fondo de Aportaciones para la Seguridad Pública de los Estados y del Distrito Federal (FASP). (p. 310).

De estos fondos, solamente dos tienen una repercusión directa en las Haciendas Públicas Municipales; una parte de los recursos del FAIS y la totalidad del FORTAMUN-DF.

Según el artículo 32 de la LCF, el FAIS se determina anualmente en el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) con recursos federales por un monto equivalente, sólo para efectos de referencia, al 2.5% de la RFP, según estimación que de la misma se realice en el propio PEF, con base en lo que al efecto establezca la Ley de Ingresos de la Federación (LIF) para ese ejercicio. Del total de la RFP el 0.303% corresponderá al Fondo para la Infraestructura Social Estatal (FISE) y el 2.197% al Fondo para la Infraestructura Social Municipal (FISM).

El CHPECH en su artículo 296 establece que del total de recursos asignados por la federación a este fondo, el 12.12% corresponderá al FISE y el 87.88% al FISM. Este fondo se enterará mensualmente en los primeros diez meses del año por partes iguales a los estados por conducto de la federación y a los municipios a través de los estados.

Adicionalmente, el artículo 33 de la LCF señala que las aportaciones federales que con cargo al FAIS reciban los estados y los municipios, se destinarán exclusivamente al financiamiento de obras, acciones sociales básicas y a inversiones que beneficien directamente a sectores de su población que se encuentren en condiciones de rezago social y pobreza extrema en los siguientes rubros: a) FISM: agua potable, alcantarillado, drenaje y letrinas, urbanización municipal, electrificación rural y de colonias pobres, infraestructura básica de salud, infraestructura básica educativa, mejoramiento de vivienda, caminos rurales, e infraestructura productiva rural; y b) FISE: obras y acciones de alcance o ámbito de beneficio regional o intermunicipal.

En el caso de los municipios, éstos podrán disponer de hasta un 2% del total de recursos del FISM que les corresponda para la realización de un programa de desarrollo institucional y, conjuntamente los estados y municipios podrán destinar hasta un 3% para ser aplicados como gastos indirectos para las obras señaladas. (pp. 314-315).

Ahora, según el artículo 36 de la LCF, el FORTAMUN-DF se determina anualmente en el PEF con recursos federales por un monto equivalente, sólo para efectos de referencia, como sigue: a) Con el 2.35% de la RFP, según estimación que de la misma se realice en el propio presupuesto, con base en lo que al efecto establezca la LIF para ese ejercicio. Este fondo se enterará mensualmente por partes iguales a los municipios, por conducto de los estados [...], b) Al Distrito Federal y sus Demarcaciones Territoriales, les serán entregados en la misma forma que al resto de los estados y municipios, pero calculados como el 0.2123% de la RFP.

Adicionalmente, el artículo 37 de la LCF señala que las aportaciones federales que con cargo al FORTAMUN-DF reciban los municipios a través de los estados, y las Demarcaciones Territoriales por conducto del Distrito Federal, se destinarán exclusivamente a la satisfacción de sus requerimientos, dando prioridad al cumplimiento de sus obligaciones financieras y a la atención de las necesidades directamente vinculadas a la seguridad pública de sus habitantes. (p. 319).

### **III) SUBSIDIOS O TRANSFERENCIAS**

A estos recursos lo integran las aportaciones o asignaciones que puede percibir un Ayuntamiento de parte de otro nivel de gobierno. Recursos que pueden destinarse a subsanar gastos de mantenimiento y operación; a la construcción y/o conservación de obras, así como a la adquisición de bienes de capital. (IAP, 2005, p. 105).

Como ejemplo, en este rubro tenemos a los recursos del Ramo 39: Programa de Apoyo para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (PAFEF), estos recursos transferidos a los Estados se han convertido en recursos etiquetados muy significativos para fortalecer y promover el desarrollo local. En el 2000 se creó el PAFEF, el cual se conformó por los recursos resultantes de excedentes petroleros, y hasta 2002 formó parte del Ramo 23 (Provisiones Salariales y Económicas) dentro del PEF. Debido a la importancia que

adquirió, es en 2003 cuando se le otorga el estatus de Ramo General, denominándose Ramo 39.

Ante la escasez de recursos públicos, el PAFEF ha resultado de importancia capital para los estados, pues son el medio que posibilita el hacer frente a la demanda cada vez mayor de más y mejores servicios públicos e infraestructura. Actualmente, el PAFEF representa alrededor del 3.4% del gasto federalizado. Desde su inicio, el PAFEF ha tenido por objeto fortalecer los presupuestos de las entidades federativas, canalizando sus recursos al desarrollo de acciones de saneamiento financiero e inversión en infraestructura, en específico para amortización de la deuda pública, inversión en construcción y reconstrucción, ampliación, conservación y mantenimiento de infraestructura y adquisición de bienes para equipamiento de las obras. (IAP, 2005, p. 98).

Sin embargo, en Chiapas estos recursos no tienen una forma de distribución en la que participen los municipios como en los fondos anteriores, estos recursos llegan al estado y sólo lo reciben aquellos municipios que realizan gestiones necesarias, es decir; aquellos municipios que en ningún momento quitan el dedo del renglón.

#### **IV) EMPRÉSTITOS**

Los empréstitos representan una verdadera fuente de recursos para los municipios, sin embargo, su utilización para el financiamiento del gasto público ha sido limitada por diversos factores de tipo legal, político y administrativo. En el aspecto legal, los empréstitos para los municipios requieren de un proceso de justificación y aprobación legislativa por parte del Congreso del Estado. En lo político, las limitaciones se presentan en la postura que adopte cada administración municipal respecto a la utilización del empréstito atendiendo a las particularidades y disposición que manifiesta la comunidad en cuanto a su respuesta. Y en lo administrativo, se requiere una infraestructura administrativa para atender, evaluar, analizar y gestionar los empréstitos necesarios. Los empréstitos se pueden obtener de: a) gobierno del estado, b) la banca comercial y c) la banca de desarrollo. (IAP, 2005, p. 104).

A) Los empréstitos con el gobierno del estado, son los préstamos sobre participaciones o aportaciones que se pueden obtener a través de la Secretaría de Finanzas (SF), constituyen una fuente de fondeo; estos recursos son pagados en un mismo ejercicio fiscal a través de descuentos constantes de sus participaciones o aportaciones federales.

B) Los empréstitos con la banca comercial son aquellos recursos que se obtienen de una institución de crédito (Banorte, Banamex, etc.), autorizada por el gobierno federal para captar recursos financieros del público y otorgar a su vez créditos; se puede acceder a esta fuente de financiamiento siempre que se cumplan con las exigencias (garantías y calificaciones) que las instituciones crediticias soliciten al respecto.

C) Los empréstitos con la banca de desarrollo, se obtienen específicamente del (Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos [BANOBRAS], 2005), en donde la oferta crediticia y de asistencia técnica constituyen un gran apoyo para las administraciones estatales y municipales. El banco no sólo canaliza recursos crediticios para la construcción de infraestructura y dotación de servicios públicos, ofrece también asesoría para la elaboración de diagnósticos sectoriales, integración de programas de inversión, evaluación socioeconómica y financiera de proyectos, reestructuración de pasivos y estructuración de operaciones especiales.

Las innovaciones recientes que la institución ha incorporado en la estructuración de las operaciones crediticias con gobiernos estatales y municipales, ofrecen: a) La posibilidad de calificar en lo particular una operación de crédito, evaluándose su propia fortaleza y considerando el establecimiento de fondos de reserva; b) La posibilidad de establecer tasas fijas, tasas máximas y rangos de tasas de interés; y c) La posibilidad de obtener fondeo a largo plazo, tanto de fuentes de financiamiento local como de fondeo externo. En otras palabras, se ofrecen a los gobiernos estatales y municipales "trajes a la medida" para resolver y atender sus necesidades de financiamiento y de asistencia técnica. (pp. 4-5).

BANOBRAS también cuenta con el Programa Multifase de Inversiones y de Fortalecimiento Institucional y Financiero a Estados y Municipios, el cual utiliza recursos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y está dirigido al financiamiento a largo plazo de planes de inversión que impacten positivamente en el bienestar de las comunidades de los estados y municipios del país.

El programa cuenta con un valor agregado fundamental que consiste en la asistencia técnica que brindan los especialistas del Banco, mediante la elaboración de un diagnóstico sobre la situación financiera e institucional del acreditado y la determinación de un plan de acción base que incluye un conjunto de medidas específicas dirigidas a mejorar y fortalecer la capacidad de gestión del gobierno local. Estos recursos deben ser utilizados en la

administración de los residuos sólidos y vialidades, así como en obras y proyectos de los organismos operadores de agua potable, alcantarillado y saneamiento. (Dolores, 2004, pp. 16-17).

## **V) FINANCIAMIENTO BURSÁTIL**

El acceso al Mercado de Valores por parte de los gobiernos estatales y municipales en la búsqueda de financiamiento bursátil, representa una nueva alternativa de fondeo.

Según Fitch Ratings (2006), los factores fundamentales que hicieron posible la incursión de Estados y Municipios en el mercado de deuda bursátil mexicano, fueron los cambios importantes que se introdujeron en Abril de 2000 en el esquema jurídico-financiero para la contratación de deuda subnacional. Para la deuda adquirida a partir de esta fecha, llamada "Deuda Nueva", rige un nuevo marco regulatorio en el que destacan tres cambios fundamentales:

1° La eliminación del esquema de mandato y anteriores a éste, ante casos de incumplimiento, mediante los cuales el Ministerio Federal de Finanzas, cuyo nombre oficial en México es "Secretaría de Hacienda y Crédito Público" (SHCP) pagaba los adeudos a los acreedores por cuenta de la entidad, descontándole a ésta, a su vez el importe correspondiente de sus participaciones federales. Con ello, la SHCP dejó de fungir como "ejecutor de garantías" en la contratación de "Deuda Nueva", y se propició el uso de fideicomisos de administración y fuente de pago para respaldar los financiamientos de las entidades con los acreedores.

2° Las disposiciones de la SHCP que modificaron los requerimientos de capitalización bancaria aplicables a la banca de desarrollo y a la banca múltiple, en materia de financiamiento a entidades subnacionales. Estos requerimientos fueron actualizados recientemente en diciembre de 2005 y están en función del uso y mantenimiento de 2 calificaciones de riesgo crediticio por parte de la entidad a la que se otorga el financiamiento; así como de la inscripción de los financiamientos ante la Unidad de Coordinación de Entidades Federativas (UCEF) de la SHCP. Para el caso de municipios y organismos descentralizados se establece la opción de recurrir al aval del gobierno de su estado o del gobierno municipal, en cuyo caso aplicarán las calificaciones de la entidad que otorga el aval.

3° La disposiciones de carácter general aplicables a la metodología de la calificación de la cartera crediticia de las instituciones de crédito de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), donde se establece que a partir de diciembre de 2004, tanto la banca de desarrollo como la banca comercial, deberán constituir reservas preventivas en los créditos otorgados a entidades subnacionales, en función de las calificaciones de riesgo emisor y/o de la calificación del financiamiento específico otorgado. Entre los principales propósitos de los cambios mencionados destacan los siguientes:

- Evitar la afectación ilimitada de las participaciones federales y posibles situaciones de sobre-endeudamiento, acotando una determinada cantidad o proporción de dicha fuente de pago para cada financiamiento.
- Fomentar el uso de fideicomisos de administración y fuente de pago para respaldar los financiamientos, sin la intervención de la SHCP en casos de incumplimiento.
- Desalentar posibles apoyos extraordinarios y rescates financieros del Gobierno Federal, como sucedió posterior a la crisis nacional de 1995.
- Diferenciar el riesgo crediticio entre las entidades, situación que no existía en el esquema anterior, ya que la banca consideraba los financiamientos a entidades subnacionales como "riesgo federal".
- Diversificar las fuentes de financiamiento, abriendo la posibilidad a las entidades subnacionales de acceder al mercado bursátil de deuda. En este sentido, el uso de fideicomisos de administración y fuente de pago ha sido pieza fundamental para respaldar las emisiones.
- Propiciar el uso de mecanismos estructurados para respaldar los créditos bancarios a entidades subnacionales. (pp. 1-2).

Las emisiones de gobiernos subnacionales<sup>11</sup>, como las emisiones del mercado en general, se han visto alentadas durante estos últimos años por factores tales como: la estabilidad macroeconómica prevaleciente en el país; el crecimiento sostenido en la demanda de papel por parte de inversionistas institucionales como las sociedades de inversión de deuda, sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro, y compañías de seguros; y la introducción del certificado bursátil como un instrumento de mayor flexibilidad que los entonces existentes. (Fitch Ratings, 2004, p. 1).

---

<sup>11</sup> Entiéndase por gobiernos subnacionales, al nombre que reciben los gobiernos Estatales y Municipales.

Adicionalmente, Gerardo Rodríguez Regordosa, señala que los cambios que se han realizado a la legislación mexicana en materia de endeudamiento estatal y municipal, como son la reforma al artículo 9 de la LCF, las nuevas reglas de capitalización para las Instituciones de Banca Múltiple para créditos otorgados a Estados y Municipios y el nuevo reglamento del artículo 9 de la LCF, han permitido que las Entidades Federativas y Municipios cuenten con más alternativas para la contratación de financiamientos. Asimismo, para poder maximizar los beneficios que estas modificaciones regulatorias presentan, algunos Gobiernos Estatales deberán evaluar la conveniencia de decretar y continuar adecuando las legislaciones locales en materia de deuda pública. (cit. en Bojórquez, 2003, p. 92).

No obstante, el acceso a esta fuente de financiamiento esta contemplada en la CPEUM en el Art. 117 Fracción VIII, ya que prevé que estados y municipios pueden contraer obligaciones o empréstitos, bajo algunas condiciones: 1. Sólo podrán hacerlo con nacionales, en moneda nacional y pagadera en territorio mexicano, 2. Cuando esos recursos se destinen a «inversiones públicas productivas», 3. Las bases, conceptos y montos deben ser establecidos anualmente por una ley que se inscriba en el marco del presupuesto anual y 4. Deberá informarse de su ejercicio en la cuenta pública. (pp. 211-212).

De acuerdo con Tamayo (1980), desde que Benito Juárez era gobernador del Estado de Oaxaca se mandaban emitir vales para cubrir la deuda del estado hasta fines de diciembre de 1847, inclusive los réditos causados; y los mismos eran aceptados por su valor íntegro en el pago de derechos de alcabalas<sup>12</sup> y de contribuciones directas [...] (p. 21).

Sin embargo, Rodríguez (2002), subraya que en 1998, el municipio de Mérida, Yucatán, fue el primer gobierno municipal en México que llegó casi al punto de emitir bonos en el mercado abierto. (p. 42). En el mismo sentido, Rosales (2003b), agrega que el 11 de diciembre de 2001 marca un hito en la historia reciente del federalismo en México. Ese día se efectúan las primeras colocaciones de valores bursátiles emitidos por una esfera de gobierno distinta a la federal; con una emisión estatal y otra municipal se inaugura, en los hechos, una nueva etapa del financiamiento a gobiernos locales en México.

La exploración de este nuevo mecanismo de financiamiento municipal y estatal sobre bases de mercado ha implicado cambios en muchos ámbitos, pero sobre todo ha

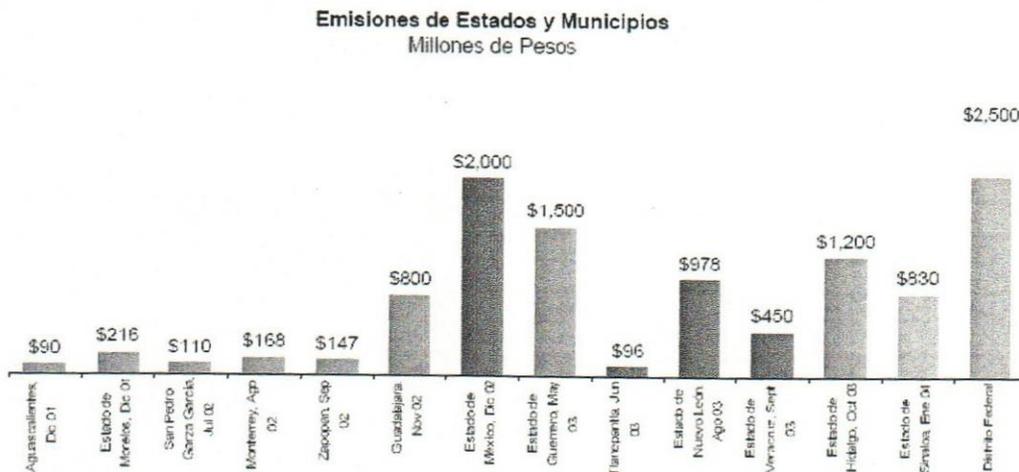
---

<sup>12</sup> Entiéndase por alcabalas: Impuestos y Gravámenes.

representado un doble proceso de democratización. El acceso a los recursos se liga con las mejores calificaciones por prácticas administrativas y financieras (no por tamaño), pero también vuelve más transparente la gestión pública, aumentando el acceso de la información a los gobernados.

La historia de este tipo de financiamiento ha quedado marcado por dos acontecimientos; a nivel gobiernos estatales, es Morelos quien lanza la primera emisión, el 11 de diciembre de 2001, mediante un Certificado de Participación Ordinario (CPO's) por 216 millones de pesos, mientras que a nivel municipal, el mismo día, Aguascalientes hizo la primera colocación de un Certificado Bursátil (CEBUR's), por 90 millones de pesos. (218).

Por otra parte, Mayoral (2003), expone que las colocaciones de deuda que realizaron estados y municipios en la BMV específicamente durante 2003 registraron la histórica cifra de 13 mil 400 millones de pesos. Hasta ese momento, seis municipios habían llevado a cabo emisiones en el mercado de deuda (Aguascalientes, San Pedro Garza García, Zapopan, Monterrey, Guadalajara y Tlanepantla), en tanto, siete estados han colocado papel (Chihuahua, México, Nuevo León, Veracruz, Morelos, Guerrero e Hidalgo) y el Gobierno del Distrito Federal, quienes han colocado deuda a través de CEBUR's y CEPO's. (Gráfica 3.1.). (p. 6).

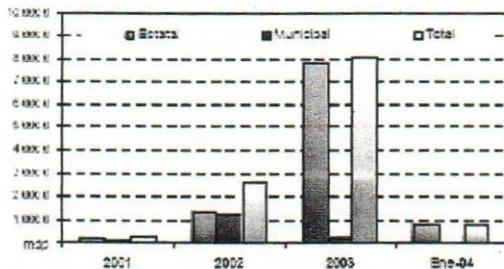


**Gráfica 3.1.** Emisiones Bursátiles de Estados y Municipios. Fuente: [GEM, 2004, p. 8]

Adicionalmente, Zorrilla (2007) manifiesta que en el mercado de deuda entre 2002 y 2006 los estados y municipios han obtenido recursos para inversiones públicas productivas por 18,773 millones de pesos. (p. 22). En tanto, Guillermo Prieto, señala que en la actualidad

el **sell side** (emisores) específicamente el mercado de deuda, se encuentra integrado por 88 participantes, conformados de la siguiente manera: empresas no listadas en capitales 39, empresas listadas en capitales 15, intermediarios financieros no bancarios 10, gobiernos estatales 12, municipios 6, paraestatales 4, banco de desarrollo 1 y organismo financiero internacional 1. (cit. en García y Aguiñaga, 2007, p. 36).

Fitch Ratings (2004) destaca, que del total de recursos obtenidos por las administraciones públicas el 86.8% es estatal y el 13.2% es municipal. (Gráfica 3.2.) Además, el 71.1% se destinó a inversiones en obra pública y el restante 28.9% a reestructuración de pasivos. (Gráfica 3.3.) En referencia a los recursos destinados a inversión, éstos se canalizaron a rubros como: infraestructura vial, proyectos relacionados con el agua, construcción de escuelas, entre otros. Por otra parte, las entidades que han reestructurado parte o la totalidad de su deuda (Morelos, Guerrero, San Pedro Garza García, Guadalajara, Hidalgo y Sinaloa), han logrado mejorar el perfil de vencimiento de la deuda y el costo de la misma, lo que les proporciona mayor flexibilidad a las finanzas públicas. (p. 2).



**Gráfica 3.2.** Emisiones de Deuda Subnacional (Estados y Municipios). Fuente: [FitchRatings, 2004, p. 2]



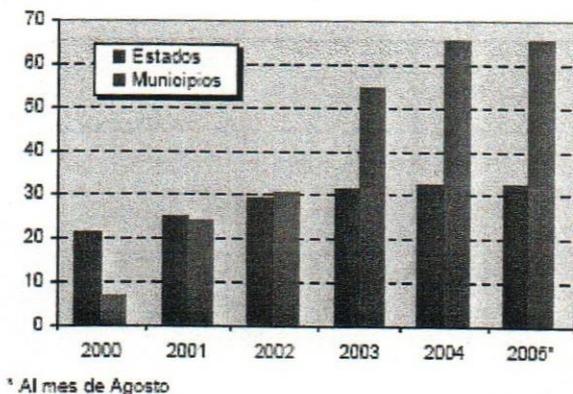
**Gráfica 3.3.** Destino de los Recursos obtenidos a través de la BMV. Fuente: [FitchRatings, 2004, p. 2]

Es pertinente resaltar la existencia de dos tipos de instrumentos para la obtención de financiamiento a través de la emisión de deuda (CEBUR's y CEPO's), este último puede ser ordinario o inmobiliario, según los bienes fideicomitados sean muebles o inmuebles. En tanto, el Certificado Bursátil es el mejor instrumento para emitir deuda para los estados y municipios que cuentan con una elevada calificación de su calidad crediticia, mientras que el Certificado de Participación Inmobiliario es un título ideal para bursatilizar bienes públicos que están en proceso de ser privatizados, puesto que los estados y municipios podrían obtener recursos antes de que se concrete la venta cuyos procesos, por su naturaleza, pueden demorarse.

adquirir créditos a menor costo, emitir títulos de deuda en los mercados de capitales y convertirse en un lugar atractivo para la inversión. Por ello, los gobiernos estatales y municipales de México comenzaron a calificar su riesgo crediticio incluso antes de que el gobierno federal culminara la reforma financiera conducente. Disponible: <http://www.aregional.com.mx>.

Según, Rodríguez (2002), en 1998, el municipio de Mérida, Yucatán, fue el primer gobierno municipal en México en ser calificado por Standard & Poor's al evaluar su riesgo crediticio. (p. 42). También, en ese mismo año antes de que se reglamentara el uso de las calificaciones para entidades subnacionales, el Estado de Sonora obtuvo una calificación de riesgo crediticio por parte de Fitch Ratings, constituyéndose en el primer gobierno subnacional mexicano en calificar su deuda pública. (Fitch Ratings, 2005, p. 1). El boom de las calificaciones en México surge en 2000, tras los cambios a las regulaciones federales, lo que les permitió a los Estados y Municipios tener acceso a nuevas fuentes de fondeo. (Leyva, 2004, p. 8).

Fitch Ratings (2005), agrega que partir de abril de 2000, se introdujeron cambios importantes en el esquema jurídico - financiero para la contratación de deuda estatal, municipal y de organismos descentralizados. Derivado de estos cambios, se ha observado un crecimiento significativo en el número de municipios que han optado por calificar su calidad crediticia. Mientras que en diciembre de 2000, 21 Estados y el Distrito Federal contaban con por lo menos 2 calificaciones, sólo 6 municipios tenían 2 calificaciones vigentes (Gráfica 3.4.). Al 31 de agosto de 2005, en adición a los 31 Estados y el Distrito Federal, son ya 65 los municipios con 2 calificaciones vigentes. Como se puede observar, el número de municipios calificados registró el mayor incremento en 2003. (p. 2).



**Gráfica 3.4.** Entidades con 2 Calificaciones de Riesgo Crediticio. Fuente: [Fitch Ratings, 2005, p. 2]

A continuación se plantea la respuesta de una serie de cuestionamientos relacionados con la calificación de riesgo crediticio de los gobiernos municipales, tales como: ¿Por qué los estados y municipios deben calificar su deuda?, ¿Qué beneficios obtienen estados y municipios?, ¿Quién califica?, ¿Qué califican las agencias calificadoras?, ¿Cuáles son los criterios para calificar la calidad crediticia? Y ¿Qué escala de calificaciones utilizan las compañías calificadoras?

### **3.8.1. ¿POR QUÉ LOS ESTADOS Y MUNICIPIOS DEBEN CALIFICAR SU DEUDA?**

#### ***Antiguo Marco Legal***

Bajo el anterior marco legal, los bancos prestaban a los estados al amparo de un convenio entre cada entidad y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). En caso de incumplimiento de pagos, los bancos recurrían a la SHCP para cobrar los pagos atrasados y ésta retenía dicha cantidad de las participaciones federales a los estados. Por lo tanto, los bancos consideraban los créditos a los estados como riesgo del gobierno federal, más que como riesgo de los estados.

Con ese marco legal, los bancos no tenían los incentivos adecuados para evaluar correctamente el riesgo de los préstamos que otorgaban, los gobiernos estatales y municipales no tenían incentivos para conducir responsablemente las finanzas de los estados, no se difundía la información sobre la situación financiera de los gobiernos locales y existía el riesgo de conflicto entre los gobiernos estatales y el gobierno federal. Además, ese marco jurídico hacía difícil que las entidades pudieran instrumentar esquemas financieros estructurados distintos a la contratación de créditos bancarios.

#### ***Reforma al Artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal***

Durante el gobierno del Presidente Zedillo (1994-2000) se llevó a cabo una profunda reforma cuyo propósito principal era fortalecer y modernizar el sistema financiero. Como parte de esta reforma, el marco jurídico del financiamiento de estados y municipios fue modernizándose gradualmente. El primer paso tuvo lugar el 15 de diciembre de 1995, cuando se publicó en el Diario Oficial de la Federación una reforma al artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal. Con esta reforma se establece que corresponde a estados y municipios efectuar los pagos de las obligaciones garantizadas con la afectación de sus

participaciones, de acuerdo con los mecanismos y sistemas de registro establecidos en sus leyes estatales de deuda. Esta reforma entró en vigor el 1º de enero de 1996.

Sin embargo, como la mayoría de los estados no contaban con leyes estatales de deuda que reflejaran el nuevo esquema del artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal, ni se contaba con un mecanismo alterno de financiamiento viable, fue necesario aplicar un mecanismo transitorio a través de la figura del mandato, el cual se aplicó desde enero de 1996 hasta el 31 de marzo de 2000. Por medio de un Contrato de Mandato, los estados encomendaban a la SHCP que ejecutara a favor de los acreedores las garantías constituidas con sus participaciones, en caso de incumplimiento. Con este mecanismo, la Federación aceptaba continuar ejecutando las garantías de los estados. Este esquema expiró el 1º de abril de 2000. A partir de esa fecha, la SHCP no ha establecido contratos de mandato, por lo que ya no se encarga de la ejecución de las garantías. Ahora, cada entidad deberá decidir, soberanamente, el mecanismo que considere adecuado para cubrir sus compromisos de pago.

Cabe destacar la importancia de los cambios en la regulación del artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal para la modernización del marco legal del financiamiento de estados y municipios. El 28 de enero de 2000 se publicó un Decreto en el Diario Oficial de la Federación con el objetivo de dotar de mayor transparencia al registro de obligaciones y empréstitos de entidades federativas y municipios.

Este decreto fue sustituido por la promulgación del Reglamento del Artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal en Materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 15 de octubre de 2001. Este reglamento tiene por objeto establecer los requisitos para la inscripción en el registro de las obligaciones contraídas por los estados, el Distrito Federal o los municipios, con afectación de sus participaciones en ingresos federales. Asimismo, con la publicación de dicho documento se simplificaron los requisitos de inscripción, se establecieron reglas más claras para las obligaciones de los municipios que no cuenten con la garantía solidaria del estado y se faculta a la SHCP para dar a conocer información agregada de las obligaciones crediticias de las entidades.

El nuevo reglamento establece claramente que la SHCP ya no tiene a su cargo la ejecución de las participaciones afectadas para el pago de empréstitos. Si bien la inscripción

de las obligaciones en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios, que lleva la SHCP, es un requisito establecido por el artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal, la misma se realizará sólo para efectos informativos, en virtud de la existencia de sistemas de registro y pago estatales.

### ***Nuevos Requerimientos de Capitalización***

De manera paralela a la reforma al artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal, las autoridades financieras del país emprendieron una reforma encaminada a fortalecer la capitalización de la banca.

Con el anterior marco legal, los bancos debían constituir reservas por el equivalente al 1.6% del crédito otorgado a estados y municipios garantizado por las participaciones federales, porcentaje que no se modificaba con la situación financiera de los acreditados. Por el contrario, el nuevo marco legal obliga a los bancos a constituir reservas para los créditos que otorgan a estados, municipios y organismos descentralizados, cuyo monto estará relacionado con la calificación de riesgo crediticio de estas entidades.

El 22 de septiembre de 1999, la SHCP publicó en el Diario Oficial de la Federación modificaciones a las reglas para los requerimientos de capitalización de la banca múltiple y para su calificación de la cartera crediticia. Estas modificaciones establecen que los bancos deben de constituir reservas por un monto equivalente a una determinada proporción del crédito otorgado, la cual se determina con base en el riesgo de los diferentes tipos de crédito. Así, a mayor riesgo del crédito, mayores serán las reservas que deberán tener los bancos y, por lo tanto, el crédito será más caro o más difícil de conseguir. Sin embargo, esta reforma no incluyó cambios respecto a los créditos que la banca otorga a estados y municipios.

El 13 de diciembre de 1999, la SHCP publicó en el Diario Oficial de la Federación dos resoluciones que modificaron las reglas para los requerimientos de capitalización de los bancos comerciales y de desarrollo. (Cuadro 3.1.). De acuerdo con estas resoluciones, a partir del 1º de abril de 2000 los bancos deben constituir reservas por los créditos otorgados a estados, municipios, organismos descentralizados y gobierno del Distrito Federal, según el grado de riesgo de dichos créditos.

Esta ponderación por riesgo se basa en la calificación que otorgan las calificadoras y afecta directamente las condiciones del préstamo, ya que mientras más baja sea la calificación, más reservas tendrán que mantener los bancos por cada crédito que otorgan. Así, para los créditos y valores a cargo de estados, municipios, incluyendo los correspondientes al Distrito Federal, y de sus organismos descentralizados, la banca aplicará cuatro diferentes factores de ponderación por riesgo de crédito, como parte del cálculo de sus reservas preventivas:

Porcentaje de Ponderación	Características del crédito
20%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La calificación es no menor al segundo nivel de calificación siguiente inferior a la que, en su escala, corresponda al gobierno federal por su deuda en pesos</li> <li>• Registrado ante la Dirección General de Crédito Público de la SHCP</li> <li>• Cuenta con al menos dos calificaciones de dos agencias calificadoras autorizadas por la CNBV</li> </ul>
50%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La calificación se encuentra en el tercer o cuarto nivel siguiente inferior a la que, en su escala, corresponda al gobierno federal por su deuda en pesos</li> <li>• Registrados ante la Dirección General de Crédito Público de la SHCP</li> <li>• Cuenta con al menos dos calificaciones de dos agencias calificadoras autorizadas por la CNBV</li> </ul>
115%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La calificación es menor al cuarto nivel de la calificación siguiente inferior a la que, en su escala, corresponda al gobierno federal por su deuda en pesos</li> <li>• Registrados ante la Dirección General de Crédito Público de la SHCP</li> <li>• Cuenta con al menos dos calificaciones de dos agencias calificadoras autorizadas por la CNBV</li> </ul>
150%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No cuenta con al menos dos calificaciones de dos agencias calificadoras autorizadas por la Comisión o</li> <li>• No está registrado ante la Dirección General de Crédito Público de la SHCP</li> </ul>
<p>NOTA: En caso de que haya diferencia entre dos calificaciones:            1) Si la diferencia es de un nivel o menor, la calificación definitiva será la mayor de ellas;            2) Si dicha diferencia es mayor a uno, la calificación definitiva será la menor.</p>	

**Cuadro 3.1.** Reglas para los requerimientos de capitalización de la banca por créditos otorgados a entidades federativas y municipios. Fuente: [Aregional, 2006, p. 11]

Los créditos y valores a cargo de municipios o sus organismos descentralizados que no cuenten con calificación propia, pero que estén avalados o garantizados por el estado al que pertenezcan, tendrán el factor de ponderación que corresponda a dicho estado. Cabe señalar que a los municipios en general les conviene tener su propia calificación de deuda, ya que es probable que obtengan una calificación superior a la del estado del cual forman parte. Esto se debe a que los municipios tienen mayores fuentes de ingresos propios que los estados, como lo es el impuesto predial, que es una variable que las agencias calificadoras consideran relevante para otorgar una calificación.

### 3.8.2. ¿QUÉ BENEFICIOS OBTIENEN ESTADOS Y MUNICIPIOS?

Los gobiernos estatales y municipales se benefician tanto durante el proceso para calificar el riesgo crediticio, como una vez que se ha obtenido una buena calificación, por varias razones:

- a) Los gobiernos estatales y municipales pueden obtener financiamiento bancario más barato, con lo que pueden financiarse proyectos de inversión con alta rentabilidad socioeconómica;
- b) Promueve la inversión en estados y municipios, tanto de inversionistas nacionales como extranjeros;
- c) Los municipios obtienen mayor independencia para definir una estrategia de financiamiento, puesto que termina su dependencia de los gobiernos estatales para obtener fondos de la banca para apoyar proyectos de inversión;
- d) Los estados y municipios pueden tener acceso a los recursos del mercado de capitales a través de la emisión de bonos;
- e) Incrementa la capacidad de endeudamiento de estados y municipios, así; como de las empresas que son respaldadas por dichos gobiernos;
- f) Los estados y municipios pueden tener una mejor posición para negociar líneas de liquidez, y
- g) Mejora la comunicación entre los distintos ámbitos de gobierno y con los líderes políticos.

Cabe destacar que la calificación no sólo es indispensable para los estados y municipios que requieran financiamiento, sino que es un factor importante para atraer flujos de inversión, tanto nacional como extranjera, ya que promueve la confianza. Al obtener una buena calificación, el gobierno estatal o municipal manifiestan una adecuada administración de sus finanzas, la provisión de servicios a las empresas y familias y buenas perspectivas de crecimiento económico de la región.

Finalmente, el proceso de calificación por sí mismo implica beneficios a los gobiernos de estados y municipios, ya que les permite recopilar información, revisar sus procedimientos y modernizar la administración de sus finanzas públicas.

### **3.8.3. ¿QUIÉN CALIFICA?**

Actualmente son tres las calificadoras que cuentan con autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para calificar el riesgo crediticio de estados y municipios: Fitch México, S.A. de C.V., Standard & Poor's y Moody's de México, S.A. de C.V.

### **3.8.4. ¿QUÉ CALIFICAN LAS AGENCIAS CALIFICADORAS?**

El paso previo para otorgar una calificación para el riesgo crediticio de un estado o municipio es evaluar el riesgo soberano de la deuda del país emitida en moneda local, ya que ésta es la calificación máxima que puede obtener cualquier estado o municipio. Ello se debe a que el gobierno federal cuenta con facultades y recursos que implican que su capacidad de pago sea mayor a la de cualquier gobierno local. Así, la calificadora realiza un análisis de la evolución y perspectivas del entorno económico y financiero del país.

Por otra parte, Aregional (2004) señala que las agencias analizan y evalúan la viabilidad de corto, mediano y largo plazo de las finanzas de los gobiernos estatales y municipales, prestando especial atención a sus fuentes de financiamiento. Es decir, evalúan la fortaleza de las finanzas públicas. Esta depende no sólo de las fuentes de ingresos sino también del nivel de gasto y la capacidad de cumplimiento de la deuda contraída. Para el caso de los municipios, las agencias calificadoras evalúan cuatro áreas de desempeño cuando otorgan o revisan una calificación: finanzas públicas, deuda pública, situación económica y social, administración pública y situación política. (Cuadro 3.2.). Estos aspectos son evaluados a través de un análisis tanto cuantitativo como cualitativo. (pp. 14-15).

En el mismo sentido, Gersan R. Zurita y Arturo Orozco Padilla, ratifican que los factores cuantitativos y cualitativos que se toman en cuenta para asignar una calificación son: finanzas públicas, deuda pública, contingencias, actividad económica y empleo, niveles de bienestar social y administración pública. (cit. en Bojórquez, 2003, p. 96).

Finanzas públicas	Deuda pública
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Desempeño presupuestario de la localidad</li> <li>▪ Estructura de ingresos: dependencia de los recursos federales</li> <li>▪ Pasivos contingentes</li> <li>▪ Gasto operativo</li> <li>▪ Flexibilidad financiera</li> <li>▪ Liquidez</li> <li>▪ Ahorro interno</li> <li>▪ Inversión pública</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Monto de la deuda</li> <li>▪ Servicio de la deuda</li> <li>▪ Relación con los ingresos de la localidad</li> <li>▪ Estructura</li> <li>▪ Perfil de vencimiento</li> <li>▪ Marco legal</li> <li>▪ Planes de financiamiento futuros</li> </ul>
Situación económica y social	Administración pública y situación política
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Estructura, crecimiento, perspectivas y diversidad de la economía</li> <li>▪ Dependencia del sector primario</li> <li>▪ Composición del empleo formal e importancia del sector informal</li> <li>▪ Características, disponibilidad y perspectivas de crecimiento de la fuerza laboral</li> <li>▪ Estructura poblacional y su crecimiento</li> <li>▪ Niveles de ingreso y marginación</li> <li>▪ Necesidades de infraestructura</li> <li>▪ Bienestar social: educación, vivienda, salud y cobertura de servicios básicos (agua y drenaje)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Certidumbre y estabilidad de las instituciones políticas</li> </ul>

Cuadro 3.2. Áreas evaluadas por las agencias calificadoras. Fuente: [Aregional, 2004, p. 16]

No obstante, las agencias calificadoras evalúan la voluntad y capacidad de los estados y municipios de cumplir sus obligaciones financieras. Para ello, cada agencia calificadora ha establecido una escala de calificación nacional. Principalmente, las agencias calificadoras concentran su análisis en las siguientes tres grandes áreas: a) finanzas públicas, b) deuda pública y c) economía y bienestar social.

### A) Finanzas Públicas

El análisis de las finanzas públicas es sumamente relevante para calificar la capacidad de una entidad de cumplir con sus compromisos financieros, ya que los ingresos y gastos de una entidad determinan la disponibilidad de recursos para cubrir el servicio de la deuda. En particular, los gobiernos que cuentan con mayores posibilidades de obtener una buena

calificación son aquellos que mantienen un balance primario (antes de intereses y amortizaciones) superavitario entre ingresos y gastos corrientes, ya que ello muestra la flexibilidad del gobierno de cumplir sus obligaciones, aún ante eventos inesperados, así como su capacidad para invertir.

El primer factor que toman en cuenta las calificadoras es el marco jurídico que rige las relaciones entre los diferentes ámbitos de gobierno. Así, las calificadoras evalúan las transferencias intergubernamentales, las responsabilidades en materia de gasto en los diferentes ámbitos de gobierno y las potestades en materia de ingresos, así; como la importancia relativa de la entidad y municipio en cuanto a su obtención de ingresos federales. Un gobierno recibirá mejor calificación en la medida en que obtenga mayores recursos de la Federación y las transferencias que recibe se rijan por reglas transparentes, ejerza eficientemente sus potestades tributarias, sus responsabilidades de gasto sean acordes a su capacidad de generar ingresos propios y el marco jurídico defina claramente las relaciones entre los tres ámbitos de gobierno.

Las calificadoras le otorgan una considerable relevancia al control de los ingresos propios y a la capacidad de generarlos. El mayor control que tienen los municipios de sus ingresos respecto a las potestades de los gobiernos estatales, es una de las principales razones por las que los municipios pueden obtener mejor calificación que el estado del que forman parte. Cabe destacar la importancia que las calificadoras otorgan a los recursos generados por concepto de impuesto predial y a los programas para actualizar el catastro, por su importancia y potencial dentro de los ingresos municipales.

En materia de gasto público, las agencias otorgarán mejor calificación en la medida en que la razón gasto de inversión / gasto corriente sea más alta. Ello se debe a que el gasto de inversión es más fácil de ajustar en presencia de alguna contingencia. Asimismo, la calificadora analiza la inversión pública con relación al PIB estatal y las necesidades de la población. Mientras mayor sea la inversión con relación a estas variables, mayor será la calificación.

Las calificadoras también evalúan los procedimientos de recolección de ingresos, los sistemas y controles administrativos, incluyendo los controles y la disciplina en el ejercicio del gasto, así como los sistemas de administración de efectivo. En particular, las agencias

calificadoras otorgan relevancia a la presentación de estados financieros y que éstos sean auditados por despachos de contadores externos.

## **B) Deuda Pública**

La deuda de una entidad se justifica en la medida en que se utilice como complemento de los recursos propios, a fin de realizar las inversiones que la población requiere. No obstante, el financiamiento debe utilizarse prudentemente, considerando la capacidad de la entidad para servir la deuda y las perspectivas de desarrollo económico y bienestar social, que permitan su sostenibilidad.

El primer elemento que evalúan las calificadoras externas es el marco legal en materia de deuda pública y la garantía que ésta tiene. En particular, debe existir una ley de deuda pública transparente, que otorgue amplias potestades a los gobiernos locales para conseguir financiamiento.

Las agencias analizan la evolución del endeudamiento y su saldo respecto a otras variables como el producto interno bruto estatal, los ingresos fiscales ordinarios, las participaciones federales y el ahorro interno. Mientras menor sea la carga de la deuda con relación a estas variables, más probable será obtener una buena calificación.

Las calificadoras analizan también la estructura, costo y perfil de vencimientos de la deuda pública. En particular, se examina la congruencia de los vencimientos de la deuda con la capacidad de pago de la entidad. Las agencias también evalúan la carga de la deuda contingente derivada de las garantías otorgadas a municipios y a organismos descentralizados, así; como de la parte no fondeada de las pensiones a los empleados.

## **C) Economía**

Las agencias calificadoras analizan la estructura de la economía local, principalmente su diversificación, crecimiento y perspectivas de desarrollo, debido a que la salud de las finanzas públicas está estrechamente vinculada con el crecimiento económico.

Una economía local diversificada, tanto en sectores como en número y tamaño de las empresas, tendrá menor vulnerabilidad ante circunstancias externas, como puede ser el cierre de una empresa o algún evento que repercuta sobre un sector de actividad. Una

variable relevante es la diversificación de los vínculos de la economía local con el mercado externo, pues mientras más nexos externos sostenga será menos vulnerable a las fluctuaciones del mercado interno. Además, las calificadoras analizan la evolución del ingreso o producto por persona, ya que una población más rica es más capaz de cumplir con sus obligaciones fiscales.

Las calificadoras analizan la evolución de variables relevantes como producción, empleo, inversión estatal y privada, debido a su importancia para evaluar las perspectivas de desarrollo. Un mayor dinamismo económico fortalece la recaudación estatal y de impuestos asignables, así como la de otros impuestos asociados con la distribución de participaciones federales. Asimismo, la calificadora evalúa el ambiente de negocios, en el cual destaca el análisis de la regulación aplicable a las actividades económicas.

El perfil demográfico de la población es importante en la obtención de una buena calificación. Una localidad con una importante proporción de población dependiente, como niños y ancianos, respecto a la fuerza de trabajo, implica que el gobierno local enfrenta una gran demanda de servicios con pocos recursos. Por el contrario, las localidades con una baja proporción de población dependiente e incluso las localidades que atraen a trabajadores calificados, tendrán gobiernos con mayores ingresos y menores demandas de gasto, por lo que estas entidades obtendrán una mejor calificación.

### **3.8.5. ¿CUÁLES SON LOS CRITERIOS PARA CALIFICAR LA CALIDAD CREDITICIA?**

A continuación se mencionan los criterios analizados por las compañías calificadoras (Fitch México (Cuadro 3.3.), Standard & Poors (Cuadro 3.4.) y Moody's de México (Cuadro 3.5.) para otorgar una calificación de riesgo crediticio:

**A. Finanzas Públicas Estatales**

- Composición y fortaleza de los ingresos totales.
- Posición relativa de la entidad en cuanto a su obtención de ingresos federales.
- Recaudación de impuestos asignables a través del Fondo General de Participaciones Federales.
- Ingresos propios.
- Composición y administración del gasto primario.
- Disciplina en el uso del gasto. Composición y participación del gasto corriente y del gasto de inversión en el gasto primario.
- Balance primario y financiero. Generación de ahorro interno.
- Inversión pública estatal financiada con recursos propios y/o con recursos externos.
- Ley de ingresos y presupuesto de egresos.
- Sistemas de recaudación de impuestos federales y locales.
- Sistema de contabilidad gubernamental. Presentación de estados financieros. Auditoría interna y externa.

**B. Deuda Pública**

- Disposiciones de la Ley de Deuda Pública del estado.
- Evolución de la deuda pública en términos reales.
- Saldo y servicio de la deuda respecto a: producto, ingresos fiscales ordinarios, participaciones federales y ahorro interno.
- Estructura, costo y perfil de vencimientos de la deuda pública.
- Contingencias derivadas de avales otorgados a municipios y a organismos descentralizados, así como de la proporción no fondeada de las pensiones de los empleados públicos.

**C. Economía y Bienestar Social**

**Indicadores Económicos**

- Participación en el producto interno bruto.
- Diversificación por sectores de la economía.
- Principales actividades económicas y fuentes de ingresos.
- Acceso al mercado nacional e internacional.
- Vinculación de la entidad al sector externo (exportaciones e importaciones).
- Evolución reciente y perspectivas del crecimiento económico y del empleo.
- Desarrollo regional.
- Dinamismo de la inversión.
- Entorno laboral y ambiente de negocios.

**Indicadores de Bienestar Social**

- Estructura laboral por actividad económica.
- Empleo formal según el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS). Empleo informal.
- Población económicamente activa ocupada. Tasa de desempleo.
- Indicadores disponibles sobre educación, salud, vivienda, servicios y seguridad social.

**Cuadro 3.3.** Criterios utilizados por Fitch México para calificar la calidad crediticia.  
Fuente: [www.fitchratings.com]

## Standard & Poor's

### A. Relaciones Intergubernamentales

- Responsabilidades obligatorias y discrecionales de proporcionar servicios.
- Facultades para cobrar impuestos y su reparto con otros ámbitos de gobierno.
- Transferencias de ingresos hacia y desde otros ámbitos de gobierno, incluyendo el método para su determinación.
- Facultad para endeudarse y propósitos del endeudamiento.

### B. Sistemas Administrativos

- Marco jurídico de la emisión de deuda, potestades tributarias y aprobación de préstamos.
- Relaciones laborales, incluyendo tasas de rotación, acuerdos salariales e historia de las disputas laborales.
- Revisión de los sistemas de proyección y control de presupuesto, incluyendo controles de gasto, procedimientos de recolección de ingresos y sistemas de administración de efectivo.

### C. Economía

- **Demografía:** Total de la población, densidad, tasa de crecimiento y distribución por edad de la población.
- **Necesidades de Infraestructura:** Transporte, escuelas, hospitales, vivienda, agua, alcantarillado, electricidad y gas.
- **Estructura económica:** Características de la fuerza laboral, composición del empleo (tasa de desempleo, crecimiento del empleo, etc.), ingreso por persona o por familia. Lista de los principales empleadores.
- **Perspectivas de crecimiento:** Empleo, producción e inversión (competitividad, ubicación comercial, infraestructura, etc.).

### D. Desempeño y flexibilidad fiscales

- Composición y tendencias de los ingresos. Desglose por tipo de ingresos.
- Carga fiscal local, su tendencia y comparaciones con las autoridades locales vecinas.
- Composición y tendencia del gasto, incluyendo desglose entre gasto de capital y corriente.
- Composición del gasto por categoría funcional y económica.
- Análisis de las variaciones recientes del presupuesto. Comparación de las proyecciones presupuestarias iniciales con los resultados finales.
- Presupuesto y proyecciones del capital, incluyendo la composición y detalles sobre los principales programas y proyectos de inversión. Financiamiento del gasto de capital.

### E. Posición y Políticas Financieras

- Prácticas contables y su impacto en los estados presupuestarios y financieros.
- Identificación de las cuentas de reservas significativas y su uso.
- Análisis de las políticas de liquidez y del sistema de administración de efectivo.
- Requisitos históricos y proyectados de financiamiento bruto y neto, incluyendo la obtención de préstamos para terceros.
- Deuda de empresas propiedad de la autoridad local o respaldada por ésta.
- Deuda de otros organismos gubernamentales que comparten la misma base fiscal.
- Desempeño financiero e inversiones proyectadas y planes de financiamiento de empresas propiedad de la autoridad local.
- Evaluación de pasivos contingentes significativos, especialmente aquellos relacionados con los fondos de pensiones de los empleados.

**Cuadro 3.4.** Criterios utilizados por S&P para calificar la calidad crediticia.

Fuente: [www.standardandpoors.com]

<b>Moody's</b>
<b>A. Marco Institucional</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Estructuras institucionales:</b> Ley de Coordinación Fiscal. Ingresos propios. Transferencias federales de responsabilidades y de ingresos: Participaciones, Aportaciones y Fondos Federales para Proyectos de Infraestructura.</li> <li>• <b>Respaldo crediticio:</b> Forma de canalizar los recursos para cubrir el servicio de la deuda.</li> </ul>
<b>B. Fundamentos Económicos</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grado de diversificación de la base económica.</li> <li>• Perspectivas de mediano plazo. Tendencias emergentes en las actividades de soporte económico.</li> <li>• Perfil demográfico. Movimientos migratorios y presiones de gasto sobre la infraestructura básica.</li> </ul>
<b>C. Gestión Presupuestal</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amplitud de la base impositiva.</li> <li>• Estabilidad de los ingresos.</li> <li>• Dependencia financiera. Peso relativo de las participaciones en los ingresos presupuestarios. Ingresos por participaciones, aportaciones y fondos federales para proyectos de Infraestructura.</li> </ul>
<b>D. Perfil de la deuda</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evaluación del marco legal que define las facultades de los gobiernos estatales y municipales para contratar deuda.</li> <li>• Carga financiera de la deuda. Saldo de la deuda respecto a ingresos presupuestarios. Servicio de la deuda respecto a ingresos presupuestarios.</li> <li>• Perfil de vencimientos.</li> <li>• Requerimientos de refinanciamientos futuros. Capacidad de mantener el acceso a fuentes alternas de financiamiento.</li> <li>• Deuda contraída por entidades paraestatales y garantías concedidas por el estado o municipio en la contratación de empréstitos por parte de estos organismos.</li> <li>• Pasivos contingentes, particularmente los derivados de obligaciones personales.</li> </ul>
<b>E. Ambiente sociopolítico</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Disposición del gobierno para llevar a cabo acciones adecuadas desde la perspectiva financiera-crediticia.</li> <li>• Capacidad de los gobiernos para formular e instrumentar un programa financiero congruente.</li> <li>• Apoyo social a las iniciativas gubernamentales.</li> </ul>

**Cuadro 3.5.** Criterios utilizados por Moody's de México para calificar la calidad crediticia.  
Fuente: [www.moodys.com]

### 3.8.6. ¿QUÉ ESCALA DE CALIFICACIONES UTILIZAN LAS COMPAÑÍAS CALIFICADORAS?

Cada compañía calificadora tiene su propia escala para emitir una opinión respecto a una entidad, emisores o emisiones de deuda, pero, todas se corresponden con la "escala homogénea" convenida entre ellas para permitir a los inversionistas establecer comparaciones. A continuación, se dan a conocer las diferentes escalas de calificaciones utilizadas por las compañías calificadoras (Fitch México (Cuadro 3.6.), Standard & Poors (Cuadro 3.7.) y Moody's de México (Cuadro 3.8.), y se concluye con la escala homogénea (Cuadro 3.9.).

Las calificaciones que asigna Fitch México a las entidades, emisores o emisiones de deuda significan:

CALIFICACIÓN	SIGNIFICADO
<b>AAA (mex)</b>	<b>La más alta calidad crediticia.</b> Representa la máxima calificación asignada por Fitch México en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto a otras obligaciones financieras calificadas del país, y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno federal.
<b>AA (mex)</b>	<b>Muy alta calidad crediticia.</b> Implica una muy sólida calidad crediticia respecto a otras obligaciones financieras calificadas del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de las mejor calificadas en el ámbito doméstico.
<b>A (mex)</b>	<b>Alta calidad crediticia.</b> Corresponde a una sólida calidad crediticia respecto a otras obligaciones financieras calificadas 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 como categorías superiores.
<b>BBB (mex)</b>	<b>Adecuada calidad crediticia.</b> Agrupa a obligaciones financieras con una adecuada calidad crediticia respecto a otras 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.
<b>BB (mex)</b>	<b>Especulativa.</b> Representa una calidad crediticia relativamente vulnerable respecto a otras obligaciones financieras del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre, y la capacidad de pago es más vulnerable a cambios económicos adversos.
<b>B (mex)</b>	<b>Altamente especulativa.</b> Implica una calidad crediticia significativamente más vulnerable respecto a otras obligaciones financieras 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 financiero.
<b>CCC (mex)</b> <b>CC (mex)</b> <b>C (mex)</b>	<b>Alto riesgo de incumplimiento.</b> Estas categorías agrupan riesgos crediticios muy vulnerables respecto a otras obligaciones financieras dentro del país. Su capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y financiero.
<b>D (mex)</b>	<b>Incumplimiento.</b> Se asigna a obligaciones financieras que actualmente hayan incurrido en incumplimiento.
<b>E (mex)</b>	<b>Calificación suspendida.</b> La calificación se suspende cuando Fitch considera que la calidad y cantidad de la información disponibles no son adecuadas para mantener la calificación vigente. Se suspende la calificación también por vencimientos, prepagos y refinanciamientos de obligaciones financieras.
	<b>NOTA:</b> Las calificaciones comprendidas de los niveles AA (mex) a B (mex) inclusive, podrán ser diferenciadas agregándoles un signo de más (+) o menos (-), para destacar su fortaleza o posición relativa dentro de cada nivel.

Cuadro 3.6. Escala de calificaciones de Fitch México. Fuente: [www.fitchratings.com]

Las categorías de calificación que asigna Standard and Poors para las entidades, emisores o emisiones calificados reflejan:

CALIFICACIÓN	SIGNIFICADO
<b>MxAAA</b>	Grado más alto que otorga Standard and Poors, indica que la capacidad de pago, tanto de intereses como del principal, es sustancialmente fuerte
<b>mxAA</b>	Una muy fuerte capacidad de pago tanto de intereses como del principal y difiere tan solo en un pequeño grado de las calificadas con la máxima categoría.
<b>mxA</b>	Una fuerte capacidad de pago tanto de intereses como principal, aún cuando es más susceptible a efectos adversos por cambios circunstanciales o de las condiciones de la economía que la deuda calificada en las categorías superiores.
<b>mxBBB</b>	Una adecuada capacidad de pago tanto de intereses como del principal. Normalmente contempla parámetros de protección pero, condiciones económicas adversas o cambios circunstanciales podrían conllevar a un debilitamiento de la capacidad de pago.
<b>mxBB</b>	La menor vulnerabilidad de incurrir en incumplimiento de pagos en el corto plazo que cualquier de las demás categorías consideradas como de alto riesgo o grado de no inversión. Sin embargo, enfrenta mayor incertidumbre o exposición de riesgo a circunstancias adversas financieras, del negocio o de la economía que pueden originar una inadecuada capacidad de pago oportuno tanto de intereses como del principal que en el caso de las categorías superiores.
<b>mxB</b>	Una mayor vulnerabilidad de incurrir en incumplimiento de pagos aún cuando en el presente tenga la suficiente capacidad para hacer frente a sus compromisos de pagos de interés y amortización del principal. Condiciones adversas del negocio, financieras o en la economía, podrían deteriorar sus capacidad voluntad de pago.
<b>mxCCC</b>	Una identificada posibilidad de incumplimiento de pago y depende de condiciones favorables tanto del negocio, como financieras o de la economía para poder cumplir oportunamente con sus compromisos de pagos de interés y principal.
<b>mxCC</b>	Una alta susceptibilidad de no ser pagada.
<b>mxD</b>	Se califica aquellas emisiones de deuda que hayan incurrido en incumplimiento de pagos de intereses o principal o que el emisor se haya declarado en quiebra. También se aplica cuando los pagos no se hayan efectuado oportunamente, aún cuando existiera algún periodo de gracia que no se haya cumplido, a no ser que Standard and Poors tenga la certeza que se pueden cubrir antes de que finalice el periodo de gracia.
<b>mxSD</b>	Se emplea para indicar cuando se ha incumplido selectivamente en una emisión o clases de emisiones en el pago del principal o intereses de la deuda, pero continúa al corriente del pago del resto de su deuda.
	<b>NOTA:</b> Las categorías comprendidas de la "mxAA" a la "mxB" podrán ser modificadas agregándoles el signo de más (+) o menos (-) para destacar su relativa fortaleza o debilidad dentro de cada una de ellas.

Cuadro 3.7. Escala de calificaciones de S&P. Fuente: [www.standarandpoors.com]

Para Moody's de México, las definiciones para la escala nacional de México reflejan a los emisores o emisiones calificados como:

CALIFICACIÓN	SIGNIFICADO
<b>Aaa.mx</b>	Muestran la capacidad crediticia más fuerte y la menor probabilidad de pérdida de crédito con respecto a otros emisores mexicanos.
<b>Aa.mx</b>	Muestran una capacidad crediticia muy fuerte y poca probabilidad de pérdida de crédito con relación a otros emisores mexicanos.
<b>A.mx</b>	Presentan una calidad crediticia por arriba del promedio con relación a otros emisores mexicanos.
<b>Baa.mx</b>	Representan una calidad crediticia promedio con relación a otros emisores mexicanos
<b>Ba.mx</b>	Muestran una calidad crediticia por debajo del promedio con relación a otros emisores mexicanos
<b>B.mx</b>	Muestran una capacidad crediticia débil con relación a otros emisores mexicanos
<b>Caa.mx</b>	Muestran una capacidad crediticia muy débil con relación a otros emisores mexicanos y son especulativas
<b>Ca.mx</b>	Muestran una capacidad crediticia extremadamente débil con relación a otros emisores mexicanos y son muy especulativas
<b>C.mx</b>	Muestran la capacidad crediticia más débil con relación a otros emisores mexicanos y son extremadamente especulativas
	<b>NOTA:</b> Moody's utiliza modificadores numéricos 1, 2 y 3 en cada categoría de calificación genérica de "Aa.mx" a "Caa.mx". El modificador 1 indica que la obligaciones se clasifican en el extremo más alto de su categoría de calificación genérica; el modificador 2 indica una categoría intermedia y el modificador 3 indica una clasificación en el extremo más bajo de esa misma categoría de calificación genérica.

Cuadro 3.8. Escala de calificaciones de Moody's de México. Fuente: [www.moodys.com]

Por último, la tabla de equivalencia de calificaciones a la calidad crediticia de estados, municipios y organismos descentralizados, convenidos por las compañías calificadoras a través de la "escala homogénea" es la siguiente:

CALIFICACIÓN DE DEUDA			DEFINICIÓN
FITCH MÉXICO	MOODY'S MÉXICO	S&P MÉXICO	
AAA (mex)	Aaa.mx	MxAAA	La más alta calidad crediticia
AA (mex)	Aa.mx	mxAA	Muy alta calidad crediticia
A (mex)	A.mx	mxA	Alta calidad crediticia
BBB (mex)	Baa.mx	mxBBB	Adecuada calidad crediticia
BB (mex)	Ba.mx	mxBB	Especulativa
B (mex)	B.mx	mxB	Altamente especulativa
CCC (mex)	Caa.mx	mxCCC	Alto riesgo de incumplimiento
CC (mex)	Ca.mx	mxCC	Muy alto riesgo de incumplimiento
C (mex)	C.mx	n.a.	El más alto riesgo de incumplimiento
D (mex)	n.a.	mxD	Incumplimiento
E (mex)	n.a.	mxSD	Calificación suspendida
n.a. no aplica			

**Cuadro 3.9.** Escala homogénea convenida entre las compañías calificadoras.  
Fuente: [www.aredional.com.mx]

### 3.9. FIDEICOMISO MAESTRO Y ESQUEMAS DE FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO SOBRE INGRESOS PROPIOS

De acuerdo con el artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal, las participaciones a entidades y municipios son inembargables y sólo pueden afectarse para el pago de sus obligaciones con la autorización de las legislaturas locales e inscritas, a petición de dichas entidades, ante la SHCP en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades y Municipios, a favor de la Federación, de las instituciones de crédito que operen en territorio nacional, así como de las personas físicas o morales de nacionalidad mexicana.

No obstante, los recursos que fluyen a los estados y municipios a través del Ramo 28, correspondiente a las Participaciones Federales, podrían seguir utilizándose para cubrir el servicio de la deuda, ya que tienen la ventaja de ser relativamente estables, así como por su cuantía dentro de los ingresos de estados y municipios.

Por lo anterior, las autoridades financieras del país, los gobiernos locales y los banqueros trabajaron conjuntamente en el diseño de un mecanismo de pago que permitiera a los estados y municipios cubrir oportunamente sus obligaciones garantizadas con el flujo de sus participaciones federales, a la vez que otorgara certidumbre a los acreedores.

El fideicomiso<sup>13</sup> maestro es una estructura financiera que permite a los estados y municipios continuar utilizando las participaciones federales como garantía de pago -sujeto a la autorización de las legislaturas locales- y cubrir oportunamente el servicio de la deuda. (Figura 3.2.).

El esquema propuesto del fideicomiso maestro consta de las siguientes etapas:

- 1) El gobierno del estado y el(los) banco(s) acreedor(es) celebran un contrato de fideicomiso irrevocable de administración y pago. El gobierno del estado instruye a la Tesorería de la Federación (Tesofe) para que cada mes deposite un porcentaje de sus participaciones federales en el fideicomiso, mientras que el resto de las participaciones fluye normalmente hacia las tesorerías de los estados.
- 2) El gobierno del estado instruye al fiduciario a pagar el monto de participaciones correspondiente a los municipios. Otra opción es que la SHCP entregue directamente a las tesorerías estatales las participaciones correspondientes a los municipios.
- 3) El gobierno del estado instruye al fiduciario a pagar primero el financiamiento que se contrató bajo el anterior esquema legal, es decir, antes del 1º de abril de 2000. La preeminencia de la deuda anterior se debe a que bajo el contrato de mandato, el gobierno federal tendría que afectar las participaciones en caso de incumplimiento de pago, por lo que se reduciría el flujo de recursos susceptibles de canalizarse al fideicomiso. Sin embargo, existe la opción de que las tesorerías estatales cubran directamente los pagos de la deuda anterior, sin que estos recursos pasen por el fideicomiso maestro.
- 4) El fiduciario, por instrucciones del gobierno del estado, cubre el servicio del financiamiento nuevo con recursos provenientes de los porcentajes de participaciones federales acordados para cada financiamiento, depositando estos recursos en las cuentas del (los) banco(s) acreedor(es). Cada préstamo es manejado en una subcuenta y a cada una se le asigna un porcentaje máximo de afectación de las participaciones.

El monto de participaciones federales susceptible de afectación será el total de los recursos del Ramo 28 para ese estado, menos el monto de participaciones correspondiente a los

---

<sup>13</sup> Es un negocio jurídico mediante el cual una persona, el "fideicomitente", entrega a otra, el "fiduciario" ciertos bienes que destina a un fin lícito determinado, cuya realización encomienda al propio "fiduciario".

municipios, menos el monto de participaciones federales que garantizan el financiamiento anterior.

5) Una vez que se cubra el servicio de todos los financiamientos inscritos en el fideicomiso, el monto remanente se canalizará a las tesorerías de los estados.

6) El fiduciario recibe confirmación del (los) banco(s) acreedor(es) de cumplimiento de pago y de aforos mínimos<sup>14</sup> establecidos en los contratos de crédito y notifica al gobierno del estado.

7) El fiduciario vigilará que se cumpla con los montos (proporciones) máximos de endeudamiento y de servicio de deuda y notifica al gobierno del estado y a banco(s) acreedor(es).

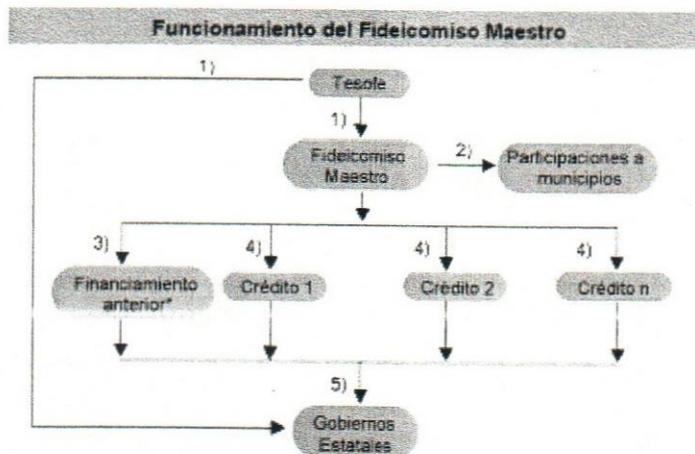


Figura 3.2. Funcionamiento del Fideicomiso Maestro. Fuente: [www.aregional.com.mx]

La propuesta de fideicomiso maestro podría ser adaptada para los municipios. En este caso, un porcentaje de las participaciones que el estado entrega a los municipios se depositaría en un fideicomiso maestro del municipio. Para que un financiamiento nuevo pueda ser registrado en el fideicomiso maestro es necesario que:

<sup>14</sup> El aforo mínimo es el margen de seguridad entre el servicio esperado de la deuda del financiamiento y el porcentaje de participaciones federales que se le asigna a dicho financiamiento.

A). El financiamiento se encuentre previamente inscrito tanto en el Registro de Obligaciones y Empréstitos Estatal como en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios que lleva la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

B). El fiduciario verifique que el monto que resulte de aplicar los porcentajes asignados de las participaciones federales al pago de los financiamientos inscritos previamente en el fideicomiso más la cantidad que resulte de aplicar el porcentaje asignado al nuevo financiamiento al inscribirse, sea menor o igual al total de las participaciones que se depositan en el fideicomiso. Disponible: <http://www.aregional.com.mx>.

En el mismo sentido, el (Gobierno del Estado de México [GEM], 2004) señala que a la fecha, la mayoría de las emisiones de estados y municipios están garantizadas con participaciones federales utilizando el esquema de fideicomiso maestro desarrollado con éxito por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Debido a que las participaciones federales son un flujo de recursos previsible que los inversionistas conocen bien, es de esperarse que las estructuras basadas en estos ingresos continúen siendo la fuente más importante de financiamiento para los estados y municipios.

Sin embargo, las participaciones federales no son el único ingreso que ha sido utilizado por lo los gobiernos locales para acceder al mercado bursátil. De las emisiones realizadas por estados y municipios, cuatro de ellas están estructuradas utilizando como garantía los ingresos propios, es decir, sin afectar las participaciones federales. Estos novedosos mecanismos abren nuevas perspectivas interesantes para los gobiernos emisores, dado que les permite lograr los siguientes objetivos:

- 1) Proveer un incentivo claro para elevar la recaudación de ingresos propios.
- 2) Fortalecer la autonomía financiera estatal y municipal.
- 3) Evitar la saturación de la fuente de pago de las participaciones, liberándolas para el pago de los gastos recurrentes del gobierno.

Algunos de los ingresos propios que pueden ser usados como fuente de pago por los Estados, municipios y organismos son:

Estados	Municipios
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Impuesto sobre la Nómina.</li> <li>• Impuesto sobre Automóviles Nuevos.</li> <li>• Tenencia Estatal y Federal.</li> <li>• Contribuciones de Mejoras.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Impuesto Predial.</li> <li>• Derechos de Agua.</li> <li>• Contribuciones de mejoras.</li> </ul>

Para realizar una emisión con ingresos propios el gobierno emisor tiene que haber fortalecido su capacidad institucional. En particular, el gobierno debe contar con los procedimientos operativos y administrativos para llevar a cabo la recaudación eficiente de los ingresos que pretende afectar para el pago de la deuda; en particular, es importante que haya desarrollado el esquema de pago en bancos para su recaudación. Esto se debe a que el objetivo principal de un financiamiento estructurado sobre ingresos propios es separar de la cuenta general de la tesorería del gobierno los flujos que sirven de fuente de pago para la emisión. (Figura 3.3.).

Mediante el otorgamiento de mandatos irrevocables a los bancos que tienen las cuentas recaudadoras se logra que los recursos afectados al repago de la deuda se destinen en primer lugar al pago de la deuda y una vez cumplido dicho objetivo el remanente fluye a la tesorería del gobierno para su utilización. En caso de que no cuente con el historial suficiente de recaudación a través de bancos, o con el historial de recaudación suficiente para que el mercado considere al flujo de recursos como un flujo estable, el gobierno emisor puede optar por la contratación de una garantía externa (Seguro de Crédito). En dicho caso la institución garante asume total o parcialmente el riesgo de pago sobre los ingresos propios del gobierno.

Para que una garantía sea aceptada por el mercado tiene que ser incondicional e irrevocable, es decir, que ante una falta de recursos propios del gobierno, la institución garante cubre automáticamente a los tenedores hasta por el monto acordado en el contrato de garantía. Una garantía de crédito puede ser otorgada por una institución bancaria (ej: carta de crédito) o por una institución de seguros. Debido al tipo de compromiso que adquiere el garante, éste realiza una revisión exhaustiva de la situación financiera del Estado o municipio al que otorga la garantía. (pp. 9-11).

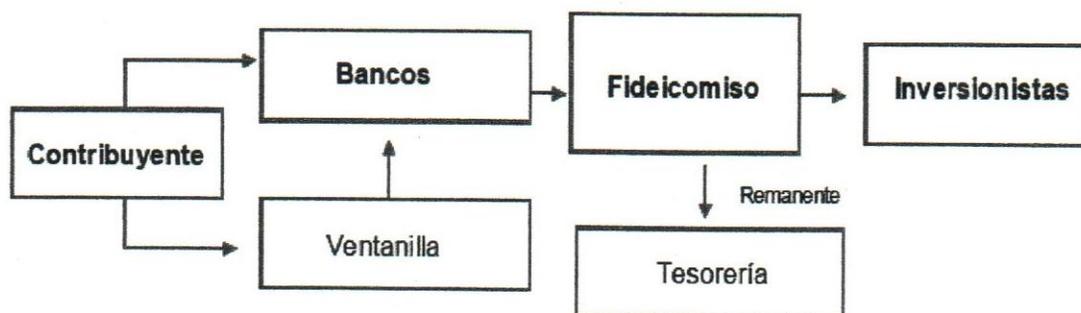


Figura 3.3. Esquema de Financiamiento Estructurado Sobre Ingresos Propios.  
Fuente: [GEM, 2004, p.10]

### 3.10. IDENTIFICACIÓN Y ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN EL GOBIERNO MUNICIPAL

A continuación, en este apartado se analiza el tema de la identificación y administración de riesgos como herramienta importante en la toma de decisiones, el cual no puede omitirse, sobre todo cuando se habla de las distintas fuentes de financiamiento a la que tienen acceso los gobiernos municipales, pues se considera relevante y trascendental.

Según De la Fuente (2004), la esencia de cualquier decisión es la toma de riesgos, y ante escenarios con una mayor volatilidad, el análisis y la administración de riesgos permite reducir la incertidumbre y alcanzar, en un entorno de recursos limitados, un desarrollo sostenible en función de buscar el mayor rendimiento o las mejores opciones libres de riesgo. En este sentido la administración de riesgos se debe constituir en una herramienta de trabajo de aplicación general. La administración de riesgos, en términos generales, consiste en identificar factores de riesgo, conocer el grado de exposición a estos factores, medir las pérdidas potenciales y establecer los mecanismos de control. (p. 27).

La aplicación de estos aspectos revelan, de manera intuitiva, como la identificación de factores de riesgo permite tener un mapa de las situaciones que pueden afectar el desempeño de la entidad, que tan expuesta se encuentra a estas situaciones, cuánto podría costarle y cómo podría limitar, mitigar o controlar estas pérdidas. El ámbito de aplicación puede abarcar desde el entorno macroeconómico, las finanzas locales, los aspectos financieros, el marco legal, los procedimientos administrativos, los sistemas de información,

entre otros; en función de los riesgos que se quieran controlar y se puede dar el caso en el que un factor de riesgo requiera revisar varios de estos aspectos.

En materia financiera, la administración de riesgos en los estados y municipios permite: medir el efecto de cambios estructurales, diversificar la gama de fuentes de financiamiento, acceder a los mercados financieros en condiciones más favorables, contar con herramientas para evaluar mecanismos de cobertura, reducir la volatilidad del servicio de la deuda, determinar la capacidad de pago para alcanzar un nivel de endeudamiento con desarrollo sostenible y tener una mejor planeación de las finanzas públicas. Cabe destacar que la administración de riesgos no sólo se basa en el cúmulo de procedimientos, regulaciones, modelos y sistemas por medio de los cuales se identifican, miden y controlan los riesgos, sino en la formación de una cultura de riesgos en los agentes que participan en la toma de decisiones. (p. 28).

Adicionalmente, Villegas (2005), resalta que el análisis de riesgos se ha convertido en una actividad esencial dentro del entorno económico, marcado por la globalización y los desequilibrios constantes de los mercados financieros. Los riesgos no son una situación anormal en las finanzas y economía de los países, en donde los cambios son una característica principal, entendiendo al riesgo como un evento que va a suceder, y que necesariamente tiene consecuencias, siendo estas positivas o negativas. Razón por la cual, hoy por hoy, la actividad principal de los analistas financieros está dirigida a encontrar la máxima reducción óptima de los riesgos en que incurren un inversionista privado, o en su caso, los gobiernos estatales y municipales como inversionistas institucionales que pretenden llevar a cabo un proyecto. (p. 30).

La valoración adecuada de los factores de riesgo, cuantitativos y cualitativos, representa una actividad fundamental para determinar la capacidad de un proyecto, que habrá de generar beneficios en el futuro, con sus consecuentes costos en el presente. El sector público es un gran generador de proyectos de inversión, dirigidos principalmente a la producción de bienes y servicios públicos, sin embargo, la experiencia muestra que la gran mayoría de los proyectos, no son evaluados con las técnicas y metodologías adecuadas, resultando proyectos sobredimensionados, que en la mayoría de los casos no generan los suficientes recursos financieros para cubrir su deuda, esto debido a que desde un principio no fue identificada correctamente la fuente de pago.

Como se puede apreciar, aún cuando existen alternativas de financiamientos diversas para los municipios, se hace urgente implementar procesos de planeación y administración de riesgos, con el objeto de que los proyectos a realizar tengan eco y por tanto beneficien a la sociedad; por ello, existen dos herramientas esenciales que deben considerarse en el análisis de riesgos, estas son: los estudios de preinversión y el estudio de factibilidad.

Los estudios de preinversión, representan los instrumentos a través de los cuales se analizan e identifican los riesgos en que se incurren, son el seguro de vida de cada uno de los proyectos. La elaboración, evaluación y realización de proyectos de inversión sigue un proceso lógico desde la gestación hasta su financiamiento y puesta en marcha. En tanto, en el estudio de factibilidad, se hace énfasis en aquellos elementos que permitan valorar las alternativas del proyecto, respecto a su viabilidad técnica, financiera y económica.

En conclusión, se pretende que los gobiernos municipales al recibir, contratar o gestionar recursos los canalicen en proyectos rentables, es decir; que sean viables y que generen beneficios a la sociedad, para lograrlo, deben planear, identificar, analizar y administrar los riesgos que genere cada proyecto y consecuentemente tomar las decisiones que consideren pertinentes.

### **3.11. TRANSPARENCIA, RENDICIÓN DE CUENTAS Y ACCESO A LA INFORMACIÓN PÚBLICA EN EL GOBIERNO MUNICIPAL**

Actualmente, los aspectos que han recobrado mayor importancia en el gobierno son los términos: rendición de cuentas, transparencia y acceso a la información pública; pues constituyen rubros importantes que facilitan al ciudadano, instituciones e inversionistas tener acceso a información gubernamental para conocer la forma en la que los gobernados administran los recursos.

“Rendición de cuentas” es un término que traduce de manera limitada el significado de la palabra anglosajona *accountability*, que en inglés significa “el estado de ser sujeto a la obligación de reportar, explicar o justificar algo; [...] ser responsable de algo {*liable*} [...] ser sujeto y responsable para dar cuentas y responder a preguntas {*answerable*}”.

De acuerdo con Dunn, la rendición de cuentas significa la obligación de todos los servidores públicos de dar cuentas, explicar y justificar sus actos al público, que es el último

depositario de la soberanía en una democracia. Para McLean, la rendición de cuentas es el requerimiento para que los representantes den cuenta y respondan frente a los representados sobre el uso de sus poderes y responsabilidades, actúen como respuesta a las críticas o requerimientos que les son señalados y acepten responsabilidad en caso de errores, incompetencia o engaño. (cit. en Ugalde, 2002, p. 9).

En el mismo sentido, Ugalde (2002), enfatiza que la rendición de cuentas se define como la obligación permanente de los mandatarios o agentes para informar a sus mandantes o principales de los actos que llevan a cabo como resultado de una delegación de autoridad que se realiza mediante un contrato formal o informal y que implica sanciones en caso de incumplimiento. (p. 9).

No obstante, Larios (2004a), señala que desde la Guerra de Independencia hasta la década de los ochenta, han existido intentos por instrumentar legal y operativamente la rendición de cuentas, por diversas razones no se vio materializado este propósito, siendo hasta inicios de los noventa cuando se incrementó en México el uso de este término debido a dos condiciones: en primer lugar, se refería a las presiones sociales, institucionales e, incluso internacionales, para transitar de un gobierno con tendencias autoritarias hacia uno democrático; y en segundo lugar, porque las elecciones intermedias para la conformación del Congreso en 1997 rompieron el esquema del presidencialismo y derivaron, por primera vez desde 1929, en un gobierno dividido, es decir, una situación en la cual el titular del Ejecutivo no contaba con una mayoría parlamentaria. De tal suerte, los legisladores de oposición exigían cuentas - horizontalmente - del quehacer presidencial. (p. 63).

En el ámbito federal, el poder ejecutivo rinde cuentas ante la Cámara de Diputados, que representan los intereses de la sociedad, mediante la entrega de la Cuenta Pública e Informes de Avance de Gestión Financiera, que se elaboran con base en la información proporcionada por las entidades públicas federales y demás entidades fiscalizadas. En el ámbito estatal, tanto el gobierno del estado como los municipios tienen la obligación de entregar la Cuenta Pública al Congreso local, de manera similar a la Federación.

Particularmente en Chiapas; la Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Municipal (LPCYGPM) en su artículo 24, señala que los Ayuntamientos tienen la obligación de presentar al H. Congreso del Estado, para su revisión y análisis, un Avance Mensual de la Cuenta Pública, el día veintitrés de cada mes. (p. 5). Posteriormente, de acuerdo al artículo 9

de la Ley de Fiscalización Superior del Estado de Chiapas (LFS) deben rendir a la Auditoría Superior del Estado, en forma consolidada, dentro de los quince días siguientes a la conclusión del periodo, un Informe Trimestral de Avance de Gestión Financiera; y finalmente, deben presentar al Congreso, y en sus recesos a la Comisión Permanente, dentro del mes de Mayo, la Cuenta Pública Anual del ejercicio inmediato anterior. (p. 6).

Por otra parte, Ugalde (2002), menciona que en ocasiones, "control" y "fiscalización" son términos que se usan como sinónimos de rendición de cuentas, a pesar de no serlo. El control y la fiscalización son mecanismos de un sistema global de rendición de cuentas, pero éste abarca además otros instrumentos como la transparencia y los informes periódicos que los gobernantes deben rendir a los ciudadanos. El concepto de "transparencia" también se usa en ocasiones como sinónimo de rendición de cuentas. La transparencia es una característica que abre la información de las organizaciones políticas y burocráticas al escrutinio público mediante sistemas de clasificación y difusión que reducen los costos de acceso a la información del gobierno.

Sin embargo, la transparencia no implica un acto de rendir cuentas a un destinatario específico, sino la práctica de colocar la información en la "vitrina pública" para que los interesados puedan revisarla, analizarla y, en su caso, usarla como mecanismo para sancionar en caso de que haya anomalías en su interior. Al igual que en el caso de la fiscalización, la transparencia es sólo un instrumento de un sistema global de rendición de cuentas. (p. 10).

Adicionalmente, Guerrero y Hofbauer, expresan que la transparencia significa que las razones de toda decisión gubernamental y administrativa, así como los costos y recursos comprometidos en esa decisión y su aplicación, están accesibles, son claros y se comunican al público en general. (cit. en Del Castillo, 2003, p. 13). Ahora bien, cuando se habla de transparencia, no significa solamente exponer cifras, datos, referencias y cuadros, sino que la misma apunta principalmente a la información precisa y clara para la toma de decisiones y posterior rendición de cuentas. El concepto de transparencia no se puede analizar sólo semánticamente. Este término está íntimamente ligado con los conceptos de ética, claridad, moral pública, honestidad, exposición e información entre otros, más aún cuando el responsable directo es el funcionario público. (p. 14).

En el mismo sentido, Larios (2004a), agrega que la transparencia consiste en poner a disposición de la sociedad la información que se origina en la administración pública y organizaciones políticas, con el fin de que la sociedad pueda evaluar el desempeño de las autoridades encargadas de manejar dichas organizaciones. Es preciso aclarar que la transparencia y el acceso a la información pública apenas comienzan a tener eco en nuestro país, sin embargo, desde 1977 se hizo una reforma constitucional que establece que el derecho a la información será garantizado por el Estado. Además, en el año 2002 se dio un gran paso con la aprobación y puesta en vigor de la Ley Federal de Transparencia y Acceso a la Información Pública Gubernamental. Es importante hacer notar que al 15 de agosto de 2003, tan sólo 12 entidades federativas contaban con una Ley de Transparencia y Acceso a la Información Pública. (pp. 58-59).

Recientemente, el Estado de Chiapas ha dado un paso significativo al haber aprobado la Ley de Transparencia y Acceso a la Información Pública. Al respecto, Matus (2006), expresa: pese a que la iniciativa de Ley que garantiza la Transparencia y Acceso a la Información Pública del Estado presenta "limitaciones", diputados del Congreso local la aprobaron por mayoría en el segundo período extraordinario de sesiones. (p. 4).

En el mismo sentido, Araujo Sánchez subraya que la iniciativa en discusión deja fuera a algunos sujetos obligados a rendir cuentas a la sociedad, como las organizaciones sociales, los partidos políticos y todo organismo que reciba recursos públicos, cuando en otros estados como Chihuahua éstos sí están incluidos. (cit. en Mondragón, 2006, p. B4).

En contraste, existen países que tienen gran experiencia respecto al tema, se trata de aquellos países que vienen operando con sus respectivas leyes en materia de transparencia y acceso a la información pública desde hace varios años. Karin (2003), manifiesta que Suecia es señalada frecuentemente como un ejemplo destacado de la cultura de transparencia, pues el derecho de los ciudadanos a conocer el funcionamiento de las dependencias gubernamentales, de los tribunales y de los representantes políticos es muy amplio, comparado con el resto de los países.

Si la democracia exige participación pública en el debate sobre asuntos de interés común, también debe exigir que los ciudadanos cuenten con medios para ejercer control sobre la administración, a fin de promover su eficiencia y disuadir la corrupción. Por lo tanto, una democracia debe garantizar la transparencia dentro de la administración pública y

asegurar el derecho del acceso público a la información oficial. El acceso a los documentos oficiales es un derecho constitucional en Suecia desde 1766. (pp. 116-118).

En resumen, la rendición de cuentas, la transparencia, y el acceso a la información pública cada vez más adquieren mayor importancia en el gobierno municipal, al principio, fue la Federación quien dio la pauta al publicar la Ley Federal de Transparencia y Acceso a la Información Pública Gubernamental, y ahora, son los Estados quienes retoman este asunto, todo obedece a una nueva forma de hacer gobierno.

### **3.12. CONTROL INTERNO Y FISCALIZACIÓN SUPERIOR EN EL GOBIERNO MUNICIPAL**

Este, es un tema que no puede omitirse, particularmente porque los ciudadanos, las instituciones y los inversionistas necesitan saber si sus contribuciones o inversiones se están aplicando correctamente.

Según el (Consejo Coordinador Empresarial [CCE], 2006), el control interno es el proceso que ejecuta la administración para evaluar operaciones específicas y que se diseña para proveer una seguridad razonable de la efectividad y eficiencia de las mismas, la confiabilidad de la información financiera y el cumplimiento con las leyes y regulaciones. (p. 23). En el mismo sentido, la Comisión de Normas y Procedimientos de Auditoría del IMCP, expone que el control interno consiste en las políticas y procedimientos establecidos para proporcionar una seguridad razonable de poder lograr los objetivos específicos de la entidad. (cit. en Gómez, 1998, p. 10).

Adicionalmente, Larios (2004b) expresa que dentro del proceso administrativo de cualquier institución, pública o privada, el control cumple un papel muy trascendente, ya que es a través del ejercicio de esta función como las partes interesadas e implicadas en la administración se aseguran del cumplimiento de los objetivos trazados en los planes estratégicos y operativos del ente [...]. En la administración pública, el control no representa una finalidad en sí mismo, sino que constituye un mecanismo regulador e imprescindible de la gestión; que debe señalar, oportunamente, las desviaciones a las disposiciones normativas aplicables y, en su caso, las infracciones a que se hace acreedor quien o quienes las infrinjan. (p. 66).

De esta manera, son varias las formas en que se clasifica el control administrativo, pero las más importantes, son las que se enuncian a continuación, según: a) La naturaleza de los actos de control: ejecutorias, verificaciones, recomendaciones, dictámenes, evaluaciones y medidas disciplinarias; b) El objeto de control: materia: ingresos, egresos, patrimonio y deuda pública; aspectos de control: legalidad, oportunidad, eficacia, eficiencia y economía de la gestión; c) El sujeto que lo ejerce: interno y externo; d) El momento en que se aplica: preventivo, concomitante y correctivo; e) La forma en que se ejerce: espontáneo, obligatorio y activado; f) La continuidad con que se ejerce: alternado, periódico, sistémico y eventual; y g) La intensidad con que es aplicado: analítico y sintético. (p. 67).

Sin embargo, en materia de control existen dos tipos de sujetos: quien lo ejerce, que es el sujeto activo; y a quien se lo aplican, que es el sujeto pasivo. En cuanto al sujeto activo, éste puede realizar el control de dos formas, a través del control interno o mediante el control externo. El control interno se ejerce a través de autoridades u organismos correspondientes a una misma institución y/o de un mismo poder, teniendo como objetivo primordial mejorar el funcionamiento del aparato administrativo. En tanto, el control externo es el que se aplica por conducto de órganos o autoridades de otras dependencias creadas para estos propósitos, preferentemente pertenecientes a otros niveles de gobierno o a otro poder; o bien por despachos profesionales que posean absoluta independencia mental con relación al ente controlado.

El control puede aplicarse antes, durante y después de la realización de las operaciones financieras o administrativas; llamándoseles en cada caso: a) Control Preventivo, Previo o A Priori; b) Control Concomitante o En Operación; y c) Control Correctivo, Posterior o A Posteriori, respectivamente.

A) El control previo radica esencialmente en el diseño de los sistemas de organización y operación de las instituciones; en el estudio, diseño e implantación de indicadores de gestión y de evaluación del desempeño, en el desarrollo de sistemas integrados de información financiera, contable, programática y administrativa; en la formulación de manuales e instructivos que faciliten el conocimiento y comprensión de las actividades correspondientes a cada nivel administrativo; en la selección, inducción y capacitación al personal, en el análisis y adecuación del marco normativo que regula las funciones del ente, etc.

B) El control concomitante consiste en estar observando selectivamente el cumplimiento de las distintas reglas o normas de operación, en cuanto a calidad, oportunidad, legalidad y costos; que se estén ejecutando los programas previstos, etc.

C) Por último el control posterior en esencia no es otra cosa sino comprobar y evaluar que toda la administración se ajustó en su ejercicio a los lineamientos dispuestos, al presupuesto autorizado, que se implementaron los programas y se cumplieron las metas previstas; que la institución está cumpliendo con la misión y objetivos para los que fue creada, etc. (p. 68).

Paralelamente a este tema se aborda el contexto de la fiscalización, el cual no es sinónimo de control; según Ugalde (2002), el control y la fiscalización son mecanismos para supervisar los actos de gobierno, pero no siempre implican la obligación de los gobernantes para informar de manera periódica sobre sus decisiones y acciones. (p. 10). Por lo que, antes de definir el término fiscalización a continuación daremos a conocer los modelos existentes en el mundo.

De acuerdo con Larios (2004a), en el mundo son reconocidos dos modelos o formas de operar la revisión y fiscalización de la gestión pública de los gobiernos centrales y regionales o locales, siendo éstos: el Europeo y el Estadounidense. El modelo Europeo se basa en Tribunales o Cortes de Cuentas, que no obstante ser verdaderos tribunales que actúan de manera colegiada, son magistrados inamovibles, son a la vez órganos que dependen en su mayoría del parlamento. El modelo Estadounidense se basa en la integración de Auditorías o Contralorías generales, y no de tribunales como el europeo, y en él se enmarcan la mayoría de los países del Common Law anglosajón, como Australia, Canadá, Estados Unidos o Inglaterra, y la gran mayoría de los países de América Latina, entre los que se encuentra México. (pp. 57-58).

Por otra parte, Larios (2004b), manifiesta que la fiscalización, en su expresión semántica, significa averiguar o criticar los actos de una persona; sujetar e inspeccionar algo o a alguien relacionado con el fisco. Bajo este enfoque y aplicando el término fiscalización a la administración pública, este concepto se amplía e incluye la revisión y evaluación de toda la documentación, información, bienes, derechos y obligaciones, sistemas y mecanismos generados por los entes que administren recursos públicos, a efecto de comprobar su

veracidad, legalidad y razonabilidad, así como su eficiencia, eficacia y economía con que están operando.

De hecho, la presentación de la cuenta pública al Congreso local constituye, en la mayoría de los casos, el punto de partida del proceso anual de fiscalización. Para el ejercicio de la misma se utilizan tres métodos o formas, estos son: a) Revisiones de gabinete, b) Auditorías integrales y c) Visitas de inspección.

A) Las revisiones de gabinete consisten en verificaciones aritméticas y de forma a los documentos e informes presentados por el ente revisado, realizadas en las instalaciones del organismo fiscalizador.

B) Las auditorías integrales son aquellas que se efectúan en dos etapas: una en las oficinas del órgano fiscalizador, en que se analizan los antecedentes, documentos, reportes e información relativa a un período presupuestal previamente definido; y otra en que se confirman en campo las operaciones, acciones y obras reportadas en la documentación analizada con antelación. No obstante, las auditorías integrales se basan en muestreos selectivos que proporcionan al auditor elementos suficientes para juzgar sobre la veracidad y razonabilidad de los reportes evaluados.

C) Finalmente, las visitas de inspección pueden formar parte de un proceso integral de auditoría o ser un acto aislado y único, motivado por alguna inconsistencia encontrada en la revisión de información; o bien, ser producto de alguna queja o denuncia. Llevan por lo general un solo objetivo: confirmar el dato específico que se desea investigar, como pueden ser: revisar físicamente una obra, entrevistar a una o varias personas relacionadas con el objeto de la visita, compulsar a un proveedor, etc. El resultado de esta visita puede a su vez ser generador de una revisión más profunda o de una auditoría integral. (pp. 69-70).

En resumen, los términos control interno y fiscalización no son sinónimos, y la función básica del organismo de fiscalización consiste precisamente en fiscalizar los actos y acciones ya realizados por los gobiernos municipales, en su respectivo campo de acción, dejando la función de controlar la gestión pública al órgano de control interno. Este último, tiene la facultad de instrumentar los mecanismos necesarios de coordinación con dicho órgano, para que, por su conducto, se cumplan los lineamientos que sobre la materia establezcan las leyes respectivas.

### 3.13. POLÍTICAS PÚBLICAS DEL GOBIERNO MUNICIPAL

Las políticas públicas son trascendentales en el ejercicio de un gobierno municipal, sobre todo porque su implementación tiene como objetivo generar resultados eficaces en la sociedad.

Según Peters, las políticas públicas son el conjunto de actividades ejecutadas por las instituciones de gobierno, quienes actúan directamente o a través de agentes, y que van dirigidas a tener una influencia determinada sobre la vida de los ciudadanos. (cit. en García, 2000, p. 5).

Una política pública es la decisión gubernamental plasmada en la resolución de un problema en la comunidad, es decir; el medio a través del cual el gobierno da solución a los problemas que surgen en la sociedad, en caso contrario, no cumple con su función primordial que es la de atender los problemas de la colectividad. (cit. en Cervantes, 2002, p. 2). Sin embargo, para elaborar y poner en práctica las políticas públicas, las instituciones de gobierno utilizan determinados instrumentos de acción. De acuerdo con García (2000), estos instrumentos son: las normas jurídicas, los servicios, los recursos financieros y la persuasión. (p. 5).

En la elaboración de las políticas públicas intervienen tanto instituciones como individuos. No obstante, los gobiernos municipales tienen un gran trabajo en el diseño e implementación de políticas públicas, pues es de entenderse, que el buen diseño del mismo propiciará soluciones a problemas en la sociedad. En este sentido, y en medio del proceso de globalización, los gobiernos locales han desempeñado un papel cada vez más relevante.

En México los gobiernos municipales se han venido transformando de manera radical. Fueron protagonistas centrales de la transición democrática y de la alternancia política y ahora comienzan a jugar un papel cada vez más relevante en el desarrollo y el bienestar social. Las mismas presiones de la ciudadanía, la creciente pluralidad política, los nuevos estilos de liderazgo gubernamental, y una mayor profesionalización de los funcionarios públicos, empujan con mayor vigor esta transformación y obligan a plantear nuevas políticas públicas. (Cabrero, 2004, p. 60).

En otras palabras, se analiza el problema existente, si el problema es la falta de recursos para realizar obra pública, entonces, la administración elaborará e implementará su

política pública orientada a la obtención de recursos, es decir, recurrirá a todas las alternativas de financiamiento disponibles para hacerse de ingresos; esto bajo un solo objetivo, resolver el problema de la sociedad.

### **3.14. VENTAJAS DE LAS TECNOLOGÍAS DE INFORMACIÓN (TI) EN EL GOBIERNO**

A continuación se enuncian las ventajas que ofrecen las tecnologías de información (TI) en el gobierno municipal, debido a que facilitan el desempeño de los gobiernos y propician el acercamiento con la sociedad, las instituciones y los inversionistas.

Gerstein, define a la Tecnología de Información (TI) como los medios colectivos para reunir y luego almacenar, transmitir, procesar y recuperar electrónicamente palabras, números, imágenes y sonidos. También, Simón, expresa que la TI es una función de computación y comunicación enlazada a la transportación de datos, sonidos y video, por medio de telecomunicaciones, sistemas de información, hardware y software. (cit. en Moreno, 2005, pp. 6-7).

Adicionalmente, Sotelo (2003), resalta que las TI y las comunicaciones han dado paso a una sociedad que se organiza y trabaja en red, transformando sus instituciones y a todos los sectores de la economía. El gobierno digital, o e-Gobierno – como se denomina a la tendencia de los gobiernos de aprovechar dichas tecnologías para transformar la gestión pública y ofrecer servicios electrónicos a los ciudadanos – requiere integrar metas más amplias, como los procesos para reformar la administración, e impulsar la sociedad de la información, así como crear confianza entre el gobierno y los ciudadanos para lograr una gobernabilidad más eficaz.

Las TI y comunicación ayudan a crear esta confianza porque integran al ciudadano a la gestión pública, e inciden directamente en el armado de un gobierno honesto y transparente al ofrecer canales de comunicación más efectivos para realizar operaciones con el gobierno. Estas tecnologías eliminan la discrecionalidad porque inhiben las prácticas deshonestas y permiten hacer un seguimiento estricto y transparente de la gestión gubernamental.

Al facilitar el acceso de los ciudadanos a la sociedad de la información, el gobierno digital no sólo mejora la disponibilidad y calidad de los servicios sino que también incrementa su valor. Los canales para la entrega de los servicios gubernamentales ya son suficientes:

ahora los ciudadanos desean, cada vez más, realizar sus trámites e interacciones con el gobierno en el momento y lugar que les resulte más cómodo, con lo que la exigencia de servicios disponibles “donde sea, cuando sea y por cualquier canal” es un valor agregado para la gestión gubernamental. (p. 68).

Canadá es un ejemplo claro del uso de las TI, al respecto; D’Auray (2003), señala que Canadá se encuentra entre los principales usuarios de Internet en el mundo. Sus expectativas para tener acceso inmediato y sencillo a servicios públicos aumentan en la medida en que cada vez más ciudadanos experimentan la comodidad del uso de estas herramientas. (p. 72). No obstante, en México, los gobiernos cada vez más implementan el uso de las TI, de hecho el gobierno es uno de los principales consumidores de equipo de cómputo, servidores y software. El sector gubernamental emplea la tecnología en todas las actividades económicas o financieras, culturales y sociales; la inversión anual del gobierno en TI es de 1,200 millones de dólares aproximadamente. (Ramírez, 2005, p. 108).

A todo esto, podemos decir que los gobiernos municipales se están modernizando, pues se han dado cuenta que la sociedad, las instituciones y los inversionistas de todo el mundo emplean el uso de las TI desde donde se encuentren y a cualquier hora, lo cual representa una gran ventaja.

### **3.15. CONCLUSIÓN**

En este apartado se han dado a conocer los antecedentes históricos por el surgimiento de los primeros gobiernos municipales en el país, de hecho se precisan las definiciones de Ayuntamiento y municipio, señalando para este último los elementos que lo conforman, al mismo tiempo se puntualiza en el artículo 115 constitucional como fundamento central que rige la vida de los Ayuntamientos; sin dejar de mencionar la forma en la que se integran, organizan y funcionan. Adicionalmente, se señalan sus distintas fuentes de financiamiento, por otra parte, se resalta la importancia de la identificación y administración de riesgos en la elaboración de proyectos, así como la relevancia que presenta la transparencia, la rendición de cuentas y el acceso a la información pública. Por último, se destaca el papel que juega el control interno y la fiscalización superior, el diseño e implementación de políticas públicas y las ventajas que ofrecen las TI.

**CAPÍTULO IV**  
**METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN**

***“No basta saber, se debe también aplicar.  
No es suficiente querer,  
se debe también hacer.”***

***Goethe***

#### 4.1. INTRODUCCIÓN

La presente investigación es realizada bajo un enfoque cualitativo, el cual, según Grinnell también es referido como investigación naturalista, fenomenológica, interpretativa o etnográfica. En este tipo de estudio no se prueban hipótesis, éstas se generan durante el proceso y van refinándose conforme se recaban más datos o son un resultado del estudio. Al mismo tiempo, las investigaciones cualitativas no pretenden generalizar de manera probabilística los resultados a poblaciones más amplias ni necesariamente obtener muestras representativas; incluso, no busca que sus estudios lleguen a replicarse. (Hernández, Fernández y Baptista, 2006, p. 8).

Así también, es característica de este tipo de enfoque que se aplique la lógica inductiva, es decir, la investigación se desarrolla de lo particular a lo general, de los datos a las generalizaciones no estadísticas y la teoría. Además, la posición personal del investigador es explícita, debido a que el investigador reconoce sus propios valores y creencias e incluso son parte del estudio. (p. 12).

Del mismo modo el enfoque se basa en métodos de recolección de datos no estandarizados, no se efectúa una medición numérica por lo cual el análisis no es estadístico. La recolección de los datos consiste en obtener las perspectivas y puntos de vista de los participantes (sus emociones, experiencias, significados y otros aspectos subjetivos).

Por otra parte, existen cinco métodos que pertenecen a la categoría de cualitativos, estos son: estudio de casos, entrevistas grupales e individuales, observación, análisis de documentos y casos documentados bibliográficamente. (Marcos, 1997, p.68).

Posteriormente, en esta investigación se hará uso de tres de los métodos planteados en el párrafo anterior, es decir, se empleará el estudio de casos, la entrevista y el análisis de documentos, los cuales servirán para la recolección de los datos que se utilizarán en la medición de las variables de estudio, el análisis de las mismas y finalmente el diseño de la propuesta que se tiene como objetivo en la investigación. Para tal efecto, a continuación se hace referencia de la definición de los tres métodos antes mencionados.

## **4.2. MÉTODO DE LA ENTREVISTA**

De acuerdo con Hernández, Fernández y Baptista (2006), la entrevista cualitativa es más íntima, flexible y abierta. Esta se define como una reunión para intercambiar información entre una persona (el entrevistador) y otra (el entrevistado) u otras (entrevistados).

Al mismo tiempo Janesick señala que en la entrevista, a través de las preguntas y respuestas, se logra una comunicación y la construcción conjunta de significados respecto a un tema. En el mismo sentido Grinnell agrega que las entrevistas se dividen en estructuradas, semiestructuradas o no estructuradas o abiertas. En las entrevistas estructuradas, el entrevistador realiza su labor con base en una guía de preguntas específicas y se sujeta exclusivamente a esta (el instrumento prescribe qué ítems se preguntaran y en qué orden). Las entrevistas semiestructuradas, por su parte, se basan en una guía de asuntos o preguntas y el entrevistador tiene la libertad de introducir preguntas adicionales para precisar conceptos u obtener mayor información sobre los temas deseados (es decir, no todas las preguntas están predeterminadas). Las entrevistas abiertas se fundamentan en una guía general de contenido y el entrevistador posee toda la flexibilidad para manejarla (el o ella es quien maneja el ritmo), la estructura y el contenido de los ítems. (cit. en Hernández, Fernández y Baptista, 2006).

A continuación, en el siguiente apartado se describe el tipo de entrevista que se realiza.

## **4.3. APLICACIÓN DE LA ENTREVISTA**

En la presente investigación se realizan entrevistas individuales semiestructuradas; es decir, se entrevistan a cada uno de los sujetos por separado, tanto de la Agencia Calificadora Fitch Ratings, como de la Casa de Bolsa Interacciones y de la Bolsa Mexicana de Valores, quienes tienen relación directa y a la vez conocen el procedimiento que deben seguir los gobiernos municipales en la colocación de los instrumentos de deuda en el mercado bursátil. Es importante resaltar que se aplicaron diferentes formatos de preguntas, todas ellas vinculadas con los factores por investigar.

#### **4.4. MÉTODO DE ANÁLISIS DE DOCUMENTOS**

Según Marcos (1997), es un método muy sencillo, que se refiere únicamente al estudio y revisión de documentos con que cuenta la entidad bajo estudio. Por ejemplo, manuales de políticas, documentos de proyectos, acta constitutiva, documentos donde se tenga la misión y estrategias, etc. El uso de este método se recomienda para profundizar y obtener información más precisa de la que se obtuvo mediante entrevistas y estudio de casos.

#### **4.5. APLICACIÓN DEL ANÁLISIS DE DOCUMENTOS**

En la presente investigación se analizó el documento denominado: Análisis de crédito del Municipio de Tuxtla Gutiérrez, elaborado por la Dirección de Finanzas Públicas de la compañía calificadora internacional Fitch Ratings, publicado en noviembre de 2006. En este análisis se analizan tópicos claves por la asignación de su calificación de riesgo crediticio, en donde se estudian principalmente los siguientes apartados: contexto económico-social, finanzas públicas, deuda pública y contingencias.

#### **4.6. MÉTODO DE ESTUDIO DE CASOS**

Según Marcos (1997), este método consiste en estudiar uno o varios casos (entidades), que pueden ser: un individuo, un conjunto de individuos, una empresa o un conjunto de empresas. Es necesario que los casos seleccionados (muestra) sean representativos del universo que se pretende estudiar, y que los casos que se seleccionen se estudien a profundidad, utilizando métodos cualitativos. A continuación se describe la entidad que se ocupó como estudio de caso en la presente investigación.

#### **4.7. DESCRIPCIÓN DEL ESTUDIO DE CASO**

De acuerdo a lo expuesto, para fines de esta investigación se utiliza el método de Estudio de Caso, aplicado específicamente al Municipio de Tuxtla Gutiérrez. Por lo tanto, para conocer más acerca del sujeto de estudio, a continuación se dan a conocer aspectos relevantes del mismo, nos referimos a su calificación de riesgo crediticio y a la representación nacional de sus ingresos, aspectos que tienen relación directa con la investigación.

#### 4.7.1. CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO

Actualmente, de los 118 municipios que conforman el Estado de Chiapas, el Municipio de Tuxtla Gutiérrez es el único en contar con una calificación de riesgo crediticio, esta calificación fue otorgada por la compañía calificadora internacional Fitch Ratings en junio de 2001. Algunas de las principales razones que motivaron al Municipio a obtener una calificación fueron: la necesidad de conocer a través de una evaluación la fortaleza de sus finanzas públicas, el desempeño de sus políticas públicas, así como contar con mejores tasas de interés en la contratación de créditos. Inicialmente la calificación otorgada fue A+(mex) la cual se mantuvo hasta 2005 y a partir de 2006 fue modificada por BBB+(mex).

Según Fitch Ratings (2006), la calificación BBB+(mex) significa: adecuada calidad crediticia, agrupando a entidades, emisores o emisiones con una adecuada calidad crediticia respecto a otras 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.

La modificación de la calificación obedece al debilitamiento en las finanzas públicas, motivado principalmente por un importante incremento del gasto operativo y a un elevado nivel de endeudamiento, considerando su situación financiera actual. Adicionalmente, la calificación del municipio continúa limitada por:

1. Deterioro en la generación de ahorro interno (flujo libre para servir deuda y/o realizar inversión), derivado del acelerado crecimiento del gasto operativo que superó al de los ingresos disponibles.
2. Elevada dependencia de los ingresos federales, característica común dentro de los 70 municipios calificados por Fitch Ratings (GMF).
3. Contingencias en el mediano plazo que pudieran presentarse en materia de pensiones

Por otra parte, la entidad mantiene las siguientes fortalezas crediticias:

1. Alto potencial para incrementar la recaudación local.
2. Ubicación estratégica, con una perspectiva favorable de desarrollo.
3. Niveles de bienestar social destacables a nivel nacional.

#### 4.7.2. REPRESENTATIVIDAD NACIONAL POR INGRESOS

Según el (Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática [INEGI], 2006), 17 municipios del Estado de Chiapas dentro de los que destaca Tuxtla Gutiérrez, forman parte de los 300 municipios más representativos a nivel nacional, en los cuales se concentra aproximadamente entre el 75 y 80 por ciento de los ingresos. (Cuadro 4.1.).

#### INGRESOS BRUTOS DE LOS MUNICIPIOS POR MUNICIPIOS SELECCIONADOS SEGÚN CAPÍTULO a/ 2004 (Pesos)

Cuadro 22.3 (1a. Parte)

MUNICIPIO	TOTAL	INGRESOS CAPTADOS NETOS				CONTRIBU- CIONES DE MEJORAS
		IMPUESTOS	DERECHOS	PRODUCTOS	APROVECHA- MIENTOS	
<b>ESTADO</b>	<b>6,046,381,394</b>	<b>136,712,344</b>	<b>85,883,841</b>	<b>30,650,788</b>	<b>39,532,745</b>	<b>5,589,173</b>
CINTALAPA	89,416,313	2,413,962	2,741,971	27,178	3,306	208,096
COMITÁN DE DOMÍNGUEZ	165,926,516	7,418,940	6,131,637	425,203	1,052,226	246,115
CHILÓN	187,909,426	634,435	119,066	212,340	54,623	2,357,850
MOTOZINTLA	90,625,965	545,317	113,039	175,194	35,569	0
OCOSINGO	256,426,054	1,801,167	672,673	232,340	403,686	0
OCOZOCOAUTLA DE ESPINOSA	112,103,135	1,590,380	1,438,739	116,803	135,808	0
PALENQUE	132,675,246	2,635,003	1,285,758	0	0	0
PIJIJAPAN	85,569,464	1,032,976	822,658	179,106	7,375	10,000
SALTO DE AGUA SAN CRISTÓBAL DE LAS CASAS	90,790,600	515,661	733,729	178,065	645,526	115,665
182,291,914	10,567,768	6,406,036	2,329,457	3,154,917	137,279	
TAPACHULA	367,897,053	21,994,089	14,252,362	1,349,565	6,267,184	853,791
TILA	115,556,646	171,184	69,949	165,784	38,207	0
TONALÁ	123,623,956	3,116,536	1,521,343	305,397	565,647	55,273
LA TRINITARIA	106,524,573	590,415	90,455	194,731	27,307	0
<b>TÚXTLA GUTIÉRREZ</b>	<b>742,258,727</b>	<b>53,995,884</b>	<b>32,458,168</b>	<b>18,356,953</b>	<b>21,369,655</b>	<b>0</b>
VILLA CORZO	98,447,966	894,056	343,492	4,833	42,831	0
VILLAFLORES	108,529,041	1,566,867	456,323	701,578	206,364	82,892
RESTO DE LOS MUNICIPIOS	2,989,808,799	25,227,704	16,226,443	5,696,261	5,522,514	1,522,212

Cuadro 4.1. Ingresos Brutos de los Municipios (1ª. parte). Fuente: [INEGI, 2006, p. 790]

**INGRESOS BRUTOS DE LOS MUNICIPIOS  
POR MUNICIPIOS SELECCIONADOS SEGÚN CAPÍTULO a/  
2004 (Pesos)**

Cuadro 22.3 (2a. Parte y última)

MUNICIPIO	INGRESOS CAPTADOS NETOS					
	PARTICIPACIONES A MUNICIPIOS	APORTACIONES FED. Y EST.	OTROS INGRESOS	POR CUENTA DE TERCEROS	FINANCIAMIENTO	DISPONIBILIDAD INICIAL
<b>ESTADO</b>	<b>1,872,762,093</b>	<b>3,000,822,118</b>	<b>83,504,256</b>	<b>17,684</b>	<b>194,687,538</b>	<b>596,218,814</b>
CINTALAPA	28,436,971	49,480,852	111,170	0	0	5,992,807
COMITÁN DE DOMÍNGUEZ	49,691,238	67,657,319	9,645,592	0	0	23,658,246
CHILÓN	23,155,678	114,415,024	9,672	0	34,700,706	12,250,032
MOTOZINTLA	22,421,341	61,769,178	198,303	0	0	5,368,024
OCOSINGO	36,699,494	167,220,068	2,387,973	0	0	47,008,653
OCOZOCOAUTLA DE ESPINOSA	22,969,871	57,068,400	8,866	0	7,968,216	20,806,052
PALENQUE	43,568,665	85,185,820	0	0	0	0
PIJIJAPAN	22,946,078	40,074,375	9,672	0	9,675,281	10,811,943
SALTO DE AGUA	22,223,319	61,697,008	8,866	0	0	4,672,761
SAN CRISTÓBAL DE LAS CASAS	57,833,736	76,763,468	4,999,500	0	14,900,000	5,199,753
TAPACHULA	168,229,641	130,031,477	0	0	0	24,918,944
TILA	18,601,356	71,616,426	0	0	0	24,893,740
TONALÁ	39,540,896	47,324,366	0	0	0	31,194,498
LA TRINITARIA	24,855,617	63,132,918	0	0	5,496,736	12,136,394
<b>TUXTLA GUTIÉRREZ</b>	<b>289,190,880</b>	<b>171,355,399</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>102,300,000</b>	<b>53,231,788</b>
VILLA CORZO	25,399,611	61,034,378	17,732	0	0	10,711,033
VILLAFLORES	36,267,972	66,405,938	0	0	0	2,841,107
RESTO DE LOS MUNICIPIOS	940,729,729	1,608,589,704	66,106,910	17,684	19,646,599	300,523,039

**Cuadro 4.1.** Ingresos Brutos de los Municipios (2ª. parte). Fuente: [INEGI, 2006, p. 791]

#### 4.8. LIMITACIONES

Desafortunadamente, en el Municipio de Tuxtla Gutiérrez no existen Casas de Bolsa con experiencia en la colocación de instrumentos de deuda en el Mercado Financiero, tampoco se cuenta con una representación de la Bolsa Mexicana de Valores, situación que impidió contar con la información de forma inmediata. No obstante, la información conseguida se obtuvo a través de conversaciones telefónicas y vía correo electrónico.

**CAPÍTULO V**  
**INVESTIGACIÓN DE CAMPO**

***“El riesgo financiero siempre va a estar presente, nunca lo vamos a poder eliminar, simplemente hay que saber administrarlo, y éste; es el principal reto de los corporativos, gobiernos e inversionistas.”***

***E.J. Néiman***

## **5.1. INTRODUCCIÓN**

En la presente investigación se plantearon tres variables por investigar: 1) Calificación de riesgo crediticio, 2) Prospecto de colocación y 3) Colocación de instrumentos de deuda; mismas que se definieron en el apartado Factores por Investigar, del Capítulo I.

En la investigación de campo, para medir la variable Calificación de riesgo crediticio, se contactó vía telefónica y por correo electrónico al encargado del área de análisis financiero de la Dirección de Finanzas Públicas de la compañía calificadora internacional Fitch Ratings, con sede en la Ciudad de México; a quien se le aplicó una entrevista semiestructurada (Véase apéndice A), al mismo tiempo; se analizó el documento denominado: Análisis de crédito del Municipio de Tuxtla Gutiérrez, elaborado por la misma compañía (Véase apéndice D). Esto, con el objetivo de conocer la calificación de riesgo crediticio del municipio antes citado.

Posteriormente, se midieron las variables Prospecto de colocación y Colocación de instrumentos de deuda; para lo cual, también se contactó vía telefónica y por correo electrónico al titular de la Casa de Bolsa Interacciones, filial del Grupo Financiero Interacciones con sede en la Ciudad de México, a quien se aplicó una entrevista semiestructurada (Véase apéndice B), en donde se tuvo como objetivo medir la variable: Prospecto de colocación. Finalmente, se contactó a la Bolsa Mexicana de Valores a través de la Subdirección de Promoción de Emisoras o de Inscripción de Valores, en donde se nos asignó a una persona para esta investigación y a quien se le aplicó también una entrevista semiestructurada (Véase apéndice C), misma que tuvo como objetivo medir la variable: Colocación de instrumentos de deuda.

A continuación se presentan los resultados obtenidos de la investigación, después de analizar los datos recopilados.

## **5.2. FORMA EN QUE SE ANALIZARON LOS DATOS**

Para reforzar la investigación de campo se aplicaron entrevistas semiestructuradas, mismas que se encuentran localizadas en las cédulas A, B y C, estas; incluyen preguntas abiertas y fueron aplicadas a las empresas mencionadas en la Introducción de este capítulo. También se realizó un análisis documental, el cual se encuentra localizado en la cédula D.

### 5.3. RESULTADOS ENCONTRADOS

A continuación se presentan los resultados obtenidos de las entrevistas y del análisis documental:

<b>Cédula A:</b>	Entrevista	
<b>Empresa:</b>	Compañía Calificadora Internacional Fitch Ratings, Departamento de Finanzas Públicas.	
<b>Variable:</b>	Calificación de riesgo crediticio	
<b>Categoría</b>	<b>No.</b>	<b>Pregunta o cuestionamiento</b>
<b>Proceso de Calificación</b>	001	<b>¿Cuál es el proceso para la asignación de una calificación de riesgo crediticio?</b>
	002	
	003	Después de que la entidad o municipio ha decidido contar con una calificación de riesgo crediticio, se llena el contrato de prestación de servicios, se designan dos o tres analistas para llevar a cabo el análisis. Se solicita la información estadística oficial sobre las finanzas públicas, y las características de la deuda directa e indirecta. Asimismo, se requiere información sobre la estructura económica de la entidad y la evolución de la base fiscal. El siguiente paso es fijar una agenda para la visita inicial y establecer una relación de información adicional que se puede requerir con algunos funcionarios. Después de la visita se realiza el análisis definitivo y se presenta ante un comité colegiado la asignación de la calificación. Posteriormente, se elabora un comunicado de prensa que dará difusión a la calificación ante la comunidad financiera, a través de los medios electrónicos. Asimismo, se extienden las cartas oficiales de calificación y se elabora un reporte de análisis que presenta la evolución de las finanzas y la deuda pública de la entidad, así como los fundamentales de la calificación.
	004	
	005	
	006	
	007	
	008	
	009	
	010	
011		
<b>Análisis</b>	021	<b>¿Qué tipo de análisis se emplea para asignar una calificación de riesgo crediticio? y ¿Cuál es el objetivo?</b>
	022	
	023	Al contar con la documentación e información solicitada, el proceso

<b>Cédula A:</b>	Entrevista	
<b>Empresa:</b>	Compañía Calificadora Internacional Fitch Ratings, Departamento de Finanzas Públicas.	
<b>Variable:</b>	Calificación de riesgo crediticio	
<b>Categoría</b>	<b>No.</b>	<b>Pregunta o cuestionamiento</b>
	024 025 026 027 028 029	para asignar la calificación consiste en un análisis cuantitativo y cualitativo, con el objeto de emitir una opinión sobre su capacidad y voluntad para hacer frente a sus compromisos financieros en pesos a una determinada fecha, dando a conocer su calidad crediticia como emisor de deuda, sin referirse a una obligación o emisión específica.
<b>Tiempo y Vigencia</b>	030 031 032 033 034 035	<p>¿Cuánto tiempo dura el proceso de calificación? y ¿Cuál es la vigencia de la calificación?</p> <p>Al contar con la documentación e información correspondiente, se estima un lapso entre 3 y 5 semanas para la obtención y difusión de la calificación. Una vez emitida la calificación ésta tiene una duración de un año.</p>
<b>Beneficios</b>	036 037 038 039 040 041 042 043 044 045 046 047 048 049 050 051	<p>¿Qué beneficios obtiene un gobierno municipal al contar con una calificación de riesgo crediticio?</p> <p>Cuando la calificación se mantiene como confidencial, los beneficios son: a) Conocer la opinión imparcial de un tercero independiente respecto al municipio y b) Facilitar el establecimiento de bases para emitir deuda y para contar con un punto de partida para en el futuro, llevar a cabo operaciones de bursatilización, mediante financiamientos estructurados.</p> <p>En contraste, cuando la calificación se hace pública, los beneficios adicionales son: a) Dar a conocer la solidez financiera de la entidad calificada, b) La negociación de fondeos y préstamos en mejores términos, c) Menores costos de capital, d) Evidencia de transparencia y de voluntad de apertura, e) Fortalece el reconocimiento financiero de la entidad entre los inversionistas y el mercado financiero en general, f) Contar con un elemento objetivo adicional, en los procesos de entrega recepción.</p>

<b>Cédula A:</b>	Entrevista	
<b>Empresa:</b>	Compañía Calificadora Internacional Fitch Ratings, Departamento de Finanzas Públicas.	
<b>Variable:</b>	Calificación de riesgo crediticio	
<b>Categoría</b>	<b>No.</b>	<b>Pregunta o cuestionamiento</b>
<b>Seguimiento</b>	052	<b>Al contar con la calificación de riesgo crediticio ¿Existe un seguimiento por parte de la compañía calificadora?</b>
	053	
	054	Cabe mencionar que el proceso de calificación es continuo, por lo que se da seguimiento a la evolución y perspectivas de la información relevante, a fin de mantener actualizada la calificación, la cual podrá mantenerse, mejorar o disminuir a través del tiempo.
	055	
	056	
057		

<b>Cédula B:</b>	Entrevista	
<b>Empresa:</b>	Casa de Bolsa Interacciones (Intermediario Bursátil)	
<b>Variable:</b>	Prospecto de colocación	
<b>Categoría</b>	<b>No.</b>	<b>Pregunta o cuestionamiento</b>
<b>Calificación de Riesgo Crediticio</b>	001	<b>¿Existe algún requisito fundamental que deba cumplir un gobierno municipal si desea ingresar al Mercado de Valores?</b> Sí, el primer requisito fundamental que un gobierno municipal debe cumplir si desea incursionar en el Mercado de Valores es contar con dos calificaciones de riesgo crediticio emitidas por compañías calificadoras internacionales reconocidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).
	002	
	003	
	004	
	005	
	006	
	007	
<b>Integración de Equipo</b>	008	<b>¿A quiénes debe contactar un gobierno municipal si se encuentra interesado en incursionar en el Mercado de Valores para obtener financiamiento bursátil?</b> Primeramente, deberá asesorarse, para ello debe contactar a una casa de bolsa, que es el intermediario bursátil especializado para llevar a cabo la operación. Posteriormente, para emprender un proyecto de esta naturaleza es muy importante la integración de un equipo de trabajo, conformado por: 1) Intermediario Colocador. 2) Representante Común (casa de bolsa o fideicomiso bancario); 3) Asesoría Legal Independiente; 4) Auditores externos; 5) Funcionarios del Ayuntamiento y 6) Compañías Calificadoras.
	009	
	010	
	011	
	012	
	013	
	014	
	015	
	016	
	017	
	018	
	019	
<b>Trámites</b>	020	<b>¿Cuál es el siguiente paso una vez que se ha contactado al intermediario bursátil?</b> Una vez que se ha contactado a la casa de bolsa se efectuará todo un proceso para obtener las autorizaciones de la BMV y de la CNBV: por lo tanto, se presentará una solicitud a la BMV y a la CNBV de manera simultánea a través de la casa de bolsa, anexando la información financiera, económica y legal correspondiente. La presentación de la solicitud e información es el paso más crucial en el caso de los municipios, ya que a partir de
	021	
	022	
	023	
	024	
	025	
	026	
	027	
	028	

<b>Cédula B:</b>	Entrevista	
<b>Empresa:</b>	Casa de Bolsa Interacciones (Intermediario Bursátil)	
<b>Variable:</b>	Prospecto de colocación	
<b>Categoría</b>	<b>No.</b>	<b>Pregunta o cuestionamiento</b>
	029 030	ésta se elabora el prospecto de colocación, documento fuente de toda la información financiera y legal relevante.
<b>Requisitos Adicionales</b>	031 032 033 034 035 036	<b>Además de los documentos a integrar ¿Existen requisitos adicionales que tengan que cumplir los gobiernos municipales?</b> Sí, los municipios deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV), depositar los valores que amparan la emisión en S.D. Indeval.
<b>Elección del Instrumento de Deuda</b>	037 038 039 040 041 042 043 044	<b>¿Cuáles son los factores que se consideran para la elección del instrumento de deuda?</b> Todo depende del tipo de bursatilización ( <i>Securitization</i> ), la bursatilización se puede llevar a cabo mediante la emisión de Certificados Bursátiles, o bien Certificados de Participación, este último puede ordinario o inmobiliario, según los bienes fideicomitidos sean muebles o inmuebles; dependiendo del tipo de instrumento elegido, algunos requisitos varían.
<b>Garantía de la Deuda</b>	045 046 047 048 049 050 051	<b>¿Cómo garantizan o respaldan las emisiones de deuda los gobiernos municipales?</b> Los recursos que los gobiernos han destinado a estas estructuras han sido principalmente flujos futuros de Participaciones Federales; y en una operación, derechos de cobro de agua, aunque también existen las opciones a través de contribuciones de mejoras e ingresos propios.
<b>Medio de Pago</b>	052 053 054 055 056 057	<b>¿Cómo opera el pago del financiamiento de los gobiernos municipales a los inversionistas?</b> Al día de hoy, la totalidad de las emisiones realizadas tienen como fuente de pago un Fideicomiso. El pago de los intereses y la amortización del capital a los inversionistas se realizan a través del mismo.

<b>Cédula B:</b>	Entrevista	
<b>Empresa:</b>	Casa de Bolsa Interacciones (Intermediario Bursátil)	
<b>Variable:</b>	Prospecto de colocación	
<b>Categoría</b>	<b>No.</b>	<b>Pregunta o cuestionamiento</b>
<b>Precio y Tasa de Interés</b>	058	<b>¿Quiénes establecen el precio de los valores a colocar en la oferta pública? y ¿Qué factores determinan la tasa de interés del instrumento de deuda?</b>
	059	
	060	El emisor y la casa de bolsa colocadora determinan el precio al cual deberá hacerse la oferta pública de los instrumentos de deuda a colocar. Por otra parte, las condiciones prevalecientes en el mercado en el momento de la colocación son el factor trascendental que determina la tasa de interés en una emisión de deuda, además de la estructura de la deuda.
	061	
	062	
	063	
	064	
066		
<b>Características de la Emisión y Forma de Colocación</b>	067	<b>¿Quiénes definen las características de la emisión y la forma de colocación de los instrumentos de deuda?</b>
	068	
	069	Tratándose de Certificados Bursátiles, es el emisor (gobierno municipal) quien define las características de la emisión; por lo regular se ejecutan operaciones en directo en el mercado primario y la forma de colocación se realiza a través de la oferta pública.
	070	
	071	
072		
<b>Prospecto de Colocación</b>	073	<b>¿Quiénes intervienen en la elaboración del prospecto de colocación? y ¿Qué apartados debe contemplar?</b>
	074	
	075	La elaboración del prospecto de colocación se realiza de forma conjunta entre los funcionarios responsables de las áreas de finanzas de los gobiernos municipales y el intermediario colocador (casa de bolsa), los apartados que debe contemplar el prospecto de colocación son: 1) información general, 2) la oferta, 3) descripción del municipio, 4) información financiera, 5) administración, 6) personas responsables y 7) anexos. Es pertinente aclarar que el prospecto de colocación sólo puede elaborarse si ya se tienen definidas las características generales de la emisión, además de: (calificación, tipo y nombre del instrumento, fideicomiso, respaldo, garantía, precio, plazo, tasa, etc).
	076	
	077	
	078	
	079	
	080	
	081	
	082	
083		
084		
085		
086		

<b>Cédula C:</b>	Entrevista	
<b>Empresa:</b>	Bolsa Mexicana de Valores (BMV)	
<b>Variable:</b>	Colocación de instrumentos de deuda	
<b>Categoría</b>	<b>No.</b>	<b>Pregunta o cuestionamiento</b>
<b>Requisitos de Inscripción al Listado</b>	001	<b>¿Cuáles son los requisitos de inscripción al listado de la BMV que debe cumplir un emisor?</b> Además del oficio de solicitud señalado con anterioridad, el emisor (gobierno municipal), debe cumplir con los requisitos de inscripción al listado de la BMV, particularmente cumplir con la documentación que se detalla en el Anexo B (listado de documentación e información anexa a la solicitud) de la Circular Única de Emisoras.
	002	
	003	
	004	
	005	
	006	
	007	
<b>Requisitos de Mantenimiento de Listado</b>	008	<b>¿Cuáles son los requisitos de mantenimiento de listado que debe cumplir un emisor?</b> Los municipios con valores inscritos en el Registro, deberán cumplir con los requisitos de mantenimiento señalados en el artículo 36 de la Circular Única de Emisoras y por ende, proporcionar a la CNBV, a la bolsa y al público en general, la información financiera, económica, contable, administrativa y jurídica, en la forma y con la periodicidad señalada (anual, trimestral).
	009	
	010	
	011	
	012	
	013	
	014	
015		
<b>Divulgación del Prospecto de Colocación</b>	017	<b>¿Cuándo se empieza a divulgar el prospecto de colocación?</b> Tratándose de instrumentos de deuda emitidos por los gobiernos municipales, la divulgación del prospecto preliminar deberá hacerse con un mínimo de cinco días hábiles anteriores a la Oferta Pública. Las emisoras que coloquen instrumentos de deuda, con plazo igual o menor a un año, no están obligadas a presentar Prospecto de Colocación.
	018	
	019	
	020	
	021	
	022	
	023	
<b>Oferta Pública</b>	024	<b>¿Quiénes intervienen en la colocación de los instrumentos de deuda? y ¿Qué tipo de colocación es la que se realiza?</b> El emisor y la casa de bolsa son los únicos que intervienen en la colocación de los instrumentos de deuda, y la colocación se realiza mediante oferta pública en el Mercado de Valores.
	025	
	026	
	027	
	028	

<b>Cédula C:</b>	Entrevista	
<b>Empresa:</b>	Bolsa Mexicana de Valores (BMV)	
<b>Variable:</b>	Colocación de instrumentos de deuda	
<b>Categoría</b>	<b>No.</b>	<b>Pregunta o cuestionamiento</b>
<b>Sistema Electrónico</b>	029	<b>¿Quiénes deben estar acreditados para utilizar el sistema</b>
	030	<b>EMISNET?</b>
	031	Todos los emisores. En el caso de que el emisor sea de nuevo
	032	ingreso, deberán iniciar trámites de acreditación para efectos del
	033	sistema electrónico que permite la transmisión de información al
034	público inversionista de la BMV y a la CNBV, es recomendable	
035	estar acreditado inmediatamente después de la Oferta Pública.	
<b>Colocación del Instrumento de Deuda</b>	036	<b>¿En qué momento se realiza la colocación del instrumento de</b>
	037	<b>deuda o el cruce de valores en la BMV?</b>
	038	El proceso final determinado por la colocación de los instrumentos
	039	de deuda se realiza de forma general a partir de que el emisor
	040	cumpla totalmente con los requisitos que solicite la BMV y la CNBV
	041	y, además obtenga las autorizaciones de los mismos; así como
	042	cuando deposite y registre los valores en S.D. Indeval y en el RNV
043	respectivamente.	

<b>Cédula D:</b>	Análisis documental
<b>Empresa:</b>	Compañía Calificadora Internacional Fitch Ratings, Departamento de Finanzas Públicas.
<b>Variable:</b>	Calificación de riesgo crediticio.
<b>Tipo de documento:</b>	Análisis de crédito del Municipio de Tuxtla Gutiérrez.

## **SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN**

**BBB+(mex). Adecuada calidad crediticia.** Agrupa a entidades, emisores o emisiones con una adecuada calidad crediticia respecto a otras 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.

### **■ CONTEXTO ECONÓMICO-SOCIAL**

El municipio presenta un fuerte dinamismo demográfico; en 2005 se registró una población de 503.3 mil habitantes, presentando una tasa media anual de crecimiento en el periodo 2000-2005 ( $tmac_{00-05}$ ) de 3.0%, nivel muy superior al promedio estatal y nacional (1.8% y 1.2%, respectivamente). Tuxtla Gutiérrez es la ciudad más poblada del Estado, representando el 11.7% de la población.

Su actividad económica se concentra en el sector comercial y de servicios; adicionalmente, se realizan actividades relacionadas con el sector agropecuario e industrial en menor medida. El Producto Interno Bruto (PIB) de la entidad en términos per cápita se estima en \$8,116 dólares (2.46 veces el promedio estatal y 1.08 veces el promedio nacional). La actividad económica del municipio se concentra en el sector terciario, el cual ocupa al 75.1% de la Población Económicamente Activa (PEA), destacando el comercio (20.3%) y el gobierno (9.1%); en el sector secundario (19.1% / PEA), sobresalen las ramas de la construcción (10.3%) y manufacturera (8.0%), mientras que el sector primario ocupa tan solo al 2.0% de la PEA.

Por otra parte, el municipio es sede de las principales instituciones de educación superior en el Estado y cuenta con más de 80 unidades de capacitación para el trabajo. La

<b>Cédula D:</b>	Análisis documental
<b>Empresa:</b>	Compañía Calificadora Internacional Fitch Ratings, Departamento de Finanzas Públicas.
<b>Variable:</b>	Calificación de riesgo crediticio.
<b>Tipo de documento:</b>	Análisis de crédito del Municipio de Tuxtla Gutiérrez.

cobertura de servicios básicos en la entidad (agua potable, drenaje y electricidad) es superior a la media estatal y nacional; no obstante, continúa presentando altas necesidades de inversión en infraestructura hidráulica. Es el único municipio de Chiapas con "muy bajo" grado de marginación (CONAPO). En los últimos años, la ciudad se ha visto beneficiada con la construcción de infraestructura aeroportuaria y carretera que facilitan la comunicación a la entidad y permite prever un sólido desarrollo en la región.

### ■ FINANZAS PÚBLICAS

Los estados financieros utilizados en este análisis, correspondiente al período 2001-2005, han sido aprobados por el Cabildo y hasta 2003 se encuentran auditados por despacho de contadores externo. En la última página se presentan los principales renglones del Estado de Origen y Aplicación de Recursos.

En 2005, los ingresos totales (IT) del municipio ascendieron a \$709.8 millones de pesos (mdp) registrando un crecimiento de 17.0% respecto al año anterior, dicho incremento se fundamentó en el comportamiento de los ingresos federales, ya que en forma global los ingresos propios (IP) disminuyeron 2.8%. La siguiente tabla muestra la composición de los ingresos y su evolución en el período de análisis.

<b>Principales Componentes del Ingreso Total</b>		
<b>(Crecimiento real en el período 2001-2005)</b>		
<b>% Part. 2005</b>		<b>tmac (%)</b>
47.9	Impuestos	1.0
29.3	Derechos	0.3
22.8	Otros Propios	-6.2
17.9	<b>100.0 Ingresos Propios</b>	<b>-1.1</b>
47.1	Participaciones Federales	3.1
26.8	Aportaciones Federales (Ramo 33)	1.7
8.2	Otros Ingresos	n.a.
<b>100.0</b>	<b>Ingresos Totales</b>	<b>3.8</b>
<b>82.4</b>	<b>Ingresos Fiscales Ordinarios</b>	<b>2.4</b>

n.a. – No aplicable

<b>Cédula D:</b>	Análisis documental
<b>Empresa:</b>	Compañía Calificadora Internacional Fitch Ratings, Departamento de Finanzas Públicas.
<b>Variable:</b>	Calificación de riesgo crediticio.
<b>Tipo de documento:</b>	Análisis de crédito del Municipio de Tuxtla Gutiérrez.

La dinámica descrita generó un deterioro en la proporción IP / IT, la cual pasó de 21.5% en 2004 a 17.9% en 2005, comparando desfavorablemente con la mediana de los 70 Municipios calificados por Fitch Ratings (34.1%, GMF). De forma particular, la recaudación del impuesto predial se incrementó 7.7% respecto al año anterior, totalizando \$43.3 mdp. En este sentido, se han implementado programas dirigidos al fortalecimiento de la recaudación local, de los cuales se esperan resultados satisfactorios que permitan superar una de las principales limitantes de la calificación de Tuxtla Gutiérrez. Las expectativas de ingreso para 2006 son superiores a lo presupuestado; al 30 de septiembre se observan avances de 89.5% y 111.5% en ingresos propios e ingresos federales, respectivamente.

Por otra parte, los ingresos fiscales ordinarios (IFOs, ingresos disponibles) compuestos por los ingresos propios, las participaciones municipales (\$334.2 mdp) y los recursos del Fondo IV del Ramo 33 (\$124.0 mdp) totalizaron \$584.9 mdp y registran una  $tmac_{01-05}$  de 2.4%.

En materia de gasto, los egresos totales ascendieron a \$786.1 mdp, registrándose un déficit financiero de -10.7% en términos de los IT. Los principales componentes del gasto total y su comportamiento en el período se muestran en la siguiente tabla.

<b>Principales Componentes del Gasto Total</b>			
<b>(Crecimiento real en el período 2001-2005)</b>			
	<b>% Part. 2005</b>		<b><i>tmac</i> (%)</b>
	60.8	Servicios Personales	12.1
	39.2	Otros Operativos	11.5
<b>69.8</b>	<b>100.0</b>	<b>Gasto Operativo</b>	<b>11.9</b>
12.1		Transferencias Etiquetadas	5.3
9.0		Transferencias No Etiquetadas	9.3
7.3		Inversión Municipal	-21.3
0.2		ADEFAS	n.a.
1.6		Intereses de la Deuda	n.a.
<b>100.0</b>		<b>Gasto Total</b>	<b>5.6</b>
n.a. – No aplicable			

<b>Cédula D:</b>	Análisis documental
<b>Empresa:</b>	Compañía Calificadora Internacional Fitch Ratings, Departamento de Finanzas Públicas.
<b>Variable:</b>	Calificación de riesgo crediticio.
<b>Tipo de documento:</b>	Análisis de crédito del Municipio de Tuxtla Gutiérrez.

En 2005, el gasto operativo presentó un incremento global de 36.0%, derivado de una expansión generalizada en las actividades municipales, las cuales llevaron a la creación de nuevas dependencias (Secretaría de Planeación, Instituto del Deporte, Instituto del Medio Ambiente y Contraloría Social), así como a la contratación de personal tanto operativo como de seguridad pública. Derivado de dichas actividades y a una retabulación de sueldos, se presentó un incremento de 30.4% en el capítulo de *servicios personales*. A partir de octubre de 2006, se planteó un proyecto para desengrosar la plantilla laboral, considerando el término de los contratos del personal eventual que participó en programas específicos. De realizarse estas medidas, se espera que disminuyan las presiones sobre el gasto operativo y paulatinamente se logre llevar a niveles congruentes con los ingresos disponibles.

Al 30 de septiembre el avance presupuestal de servicios personales y en general del gasto operativo sobrepasan lo proyectado (avances de 85.3% y 78.8%, respectivamente). No obstante, aún así se estima que vs. 2005 presenten una reducción. Fitch Ratings considera importante mantener una congruencia entre el nivel de gasto operativo y los ingresos disponibles, dado que de continuar con la tendencia observada, la calificación podría verse modificada nuevamente.

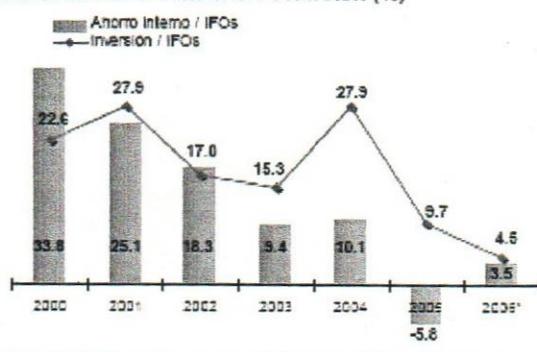
La generación de ahorro interno (AI, flujo libre para servir deuda y/o realizar inversión) continuó debilitándose en 2005, alcanzando un promedio para los últimos tres años de \$22.9 mdp, equivalentes a 4.6% de los IFOs (19.1% GMF). De esta forma, la inversión municipal (sin considerar los recursos del Fondo III del Ramo 33) totalizó \$57.0 mdp erogados; adicionalmente, se registraron \$283.9 mdp como *obras en proceso* al cierre de 2005, de las cuales al mes de septiembre de 2006 se estima un avance físico del 95%. Dentro de las obras realizadas, destacan la construcción de la clínica de la mujer, un rastro, una central camionera, dos museos, así como, importantes obras de pavimentación y mantenimiento a la infraestructura urbana.

En la gráfica 1 se observa la evolución del ahorro interno y de la inversión

Cédula D:	Análisis documental
Empresa:	Compañía Calificadora Internacional Fitch Ratings, Departamento de Finanzas Públicas.
Variable:	Calificación de riesgo crediticio.
Tipo de documento:	Análisis de crédito del Municipio de Tuxtla Gutiérrez.

realizada con recursos no etiquetados, en términos de los IFOs.

Gráfica 1  
Niveles de Ahorro Interno e Inversión (%)



\* Presupuesto.

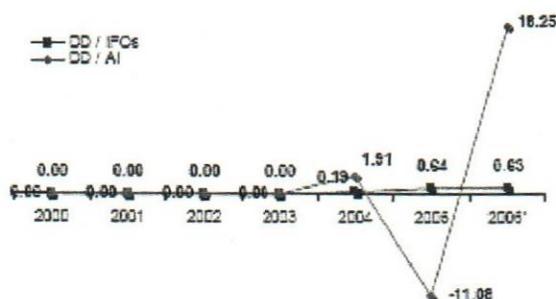
## ■ DEUDA PÚBLICA

Al 30 de septiembre de 2006 la deuda directa presentó un saldo de \$260.7 mdp, integrada por dos créditos de largo plazo, el primero se contrató en julio de 2004 por un importe total de \$102.3 mdp y el segundo en septiembre de 2005 por un importe total de \$160.0 mdp, del cual se comenzará a amortizar capital en septiembre de 2007. Este último crédito fue contratado para la realización de las obras anteriormente mencionadas. El servicio de la deuda durante 2005 fue de \$15.0 mdp anuales (2.6% / IFOs); estimándose que una vez que se empiece a amortizar el capital del segundo crédito, el servicio de la deuda ascenderá a \$47.1 mdp anuales (8.1% / IFOs). En este sentido, se espera que se concreten las expectativas de ingresos adicionales y se implemente un estricto control del gasto operativo en los próximos años, a fin de no limitar la flexibilidad financiera de la entidad. No se tienen planes de contratar financiamientos adicionales en los próximos años y no se registra deuda indirecta.

La gráfica 2 presenta los niveles de servicio de la deuda directa del municipio respecto a sus ingresos disponibles y ahorro interno.

<b>Cédula D:</b>	Análisis documental
<b>Empresa:</b>	Compañía Calificadora Internacional Fitch Ratings, Departamento de Finanzas Públicas.
<b>Variable:</b>	Calificación de riesgo crediticio.
<b>Tipo de documento:</b>	Análisis de crédito del Municipio de Tuxtla Gutiérrez.

Gráfica 2  
Niveles de Sostenibilidad de la Deuda (%)



\* Presupuesto.

## ■ CONTINGENCIAS

En materia de seguridad social, la entidad no cuenta con un sistema formal para hacer frente a sus obligaciones por pensiones, por lo que cubre estas erogaciones como parte de su gasto corriente. Si bien el monto correspondiente representa una baja proporción de sus IFOs (1.1%), ha observado una  $tmac_{01-05}$  de 20.7%, por lo que se considera que de no implementarse un sistema formal, pudiese representar una contingencia directa a las finanzas municipales en el mediano plazo.

En materia de agua y alcantarillado, el SMAPA (Sistema Municipal de Agua Potable y Alcantarillado de Tuxtla Gutiérrez) en 2005 presentó una débil situación financiera con ingresos y egresos totales de \$170.5 mdp y \$189.4 mdp, respectivamente. Adicionalmente, durante dicho ejercicio contrató un crédito a 15 años por \$400.0 mdp destinado a un programa de infraestructura hidráulica, actuando el Gobierno del Estado de Chiapas como deudor solidario. No obstante la debilidad financiera del organismo, el Municipio no le realiza transferencias, por lo que se considera que actualmente no representa una contingencia para las finanzas municipales.

## **5.4. INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS**

A continuación se interpretan los resultados, partiendo del análisis de cada una de las cédulas, la explicación se realiza de forma secuencial de acuerdo al orden de cada pregunta y categoría. Las variables analizadas, así como la interpretación son básicas para proponer el modelo o producto final.

### **5.4.1. CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO**

De acuerdo con la cédula A, de la entrevista realizada a la compañía calificadora Fitch Ratings, se obtuvieron las siguientes respuestas a los cuestionamientos planteados, los cuales se explican a detalle; en donde el objetivo principal fue medir la variable: Calificación de riesgo crediticio.

#### **5.4.1.1. CATEGORÍA: PROCESO DE CALIFICACIÓN**

Cuando el cuerpo colegiado del Municipio aprueba y decide contar con una calificación de riesgo crediticio, debe en primer lugar, contactar a una compañía calificadora, y los pasos a seguir son los siguientes: *(Cédula A, líneas 001-020)*.

##### **5.4.1.1.1. ADMINISTRATIVO**

La Calificadora envía un borrador de contrato de prestación de servicios de calificación al cliente para su revisión. Una vez teniendo los comentarios respecto a éste, se procede a recabar las firmas de las partes para su formalización. Posteriormente se envía la factura correspondiente a los servicios por prestar para su trámite de pago. Dadas las características del servicio de calificación la totalidad de los honorarios deberán ser cubiertos con anterioridad a la entrega de la calificación otorgada. Lo anterior, para evitar cualquier tipo de conflicto de interés que se pudiera interpretar en la asignación de la misma.

##### **5.4.1.1.2. INFORMACIÓN**

Paralelamente, el analista encargado les hace llegar un listado de requerimientos de información para que con tiempo puedan reunirla y enviarla para su estudio. Una vez revisada por el analista, es posible que pueda solicitar algún dato adicional y/o desglose o tenga todos los elementos para poder realizar la visita anual. Los principales requerimientos

de información por rubro son: a) economía y bienestar social, b) finanzas públicas, c) deuda pública e d) información adicional.

#### **A) ECONOMÍA Y BIENESTAR SOCIAL**

- Población: crecimiento, características.
- Indicadores de Bienestar Social.
- Empleo: Asegurados Permanentes en el IMSS, PEA, TGDA.
- Actividad Económica: Principales actividades desarrolladas en la entidad, principales empleadores, inversión, participación económica del municipio en el estado, estructura sectorial de la economía.
- Perfiles económicos de la entidad.

#### **B) FINANZAS PÚBLICAS**

- Estados Financieros de las Cuentas Públicas (últimos 5 años): Estado de Resultados, Estado de Origen y Aplicación de Recursos, Estado de Posición Financiera (Balance).
- Dictámenes de auditoría externa (en su caso).
- Información detallada sobre los principales rubros de los ingresos para los últimos 5 años.
- Información detallada sobre los principales rubros de los egresos para los últimos 5 años.
- Informe sobre la aplicación de los recursos del Ramo 33.
- Último presupuesto.

#### **C) DEUDA PÚBLICA**

- Informes detallados de la deuda pública al cierre de los ejercicios fiscales para los últimos 5 años.
- Estado de cambios en el saldo de la deuda pública para los últimos 5 años.
- Estructura, costo, y características del saldo actual de la deuda pública.
- Perfil de vencimientos.
- Deuda indirecta.
- Obligaciones contingentes (pensiones, situación financiera de organismos descentralizados).
- Adeudos con proveedores.

- Planes de financiamiento.

#### **D) INFORMACIÓN ADICIONAL**

- Marco jurídico relevante.
- Información sobre el personal que trabaja en el municipio (personal activo, jubilado; operativo y administrativo; seguridad pública y tránsito, limpia municipal, etc.).
- Aprobación de las cuentas públicas por el Congreso Estatal.

##### **5.4.1.1.3. VISITA**

Una vez que se cuenta con la información completa, el analista programa la visita de acuerdo a los calendarios de ambas partes para poder platicar con diversos funcionarios de la entidad sobre el análisis realizado, principales políticas y procesos administrativos y operativos, estrategias y planes de acción para el corto, mediano y largo plazo, así como para poder aclarar dudas previo al Comité.

##### **5.4.1.1.4. COMITÉ**

El analista entra con el Comité Calificador para que sea asignada la calificación, una vez que haya hecho la presentación de todo su análisis.

##### **5.4.1.1.5. PUBLICACIÓN**

En cuanto el analista tenga la calificación asignada, éste se comunica a la entidad para poder darles a conocer el resultado y pueda obtener la autorización para poder hacerla pública a través del Comunicado de Prensa que se hace llegar a todos los medios electrónicos y autoridades o poder mantenerla como calificación privada.

##### **5.4.1.1.6. REPORTE**

En caso de que se decida hacer pública la calificación, el analista elabora un Reporte de Calificación de Análisis de Crédito, el cual se publica en la página Web de la compañía calificadora. Asimismo se le hace llegar uno tanto de este reporte a la comuna para su uso.

#### **5.4.1.2. CATEGORÍA: ANÁLISIS**

El proceso para asignar la calificación de riesgo crediticio, consiste en analizar factores cuantitativos y cualitativos del municipio, con el fin de emitir una opinión sobre su capacidad y voluntad para hacer frente a sus compromisos financieros en pesos a una determinada fecha, dando a conocer su calidad crediticia como emisor de deuda. (*Cédula A, líneas 021-029*).

En los factores cuantitativos, se han identificado una serie de indicadores económicos y financieros que son esenciales para comprender la situación, proyección futura y calidad crediticia de una entidad o municipio. Consideramos que son indicadores objetivos ya que en principio son cuantificables, aunque la disponibilidad y confiabilidad de las estadísticas oficiales es variable. En general, los siguientes puntos son esenciales: a) el PIB o ingreso per cápita, b) el incremento del ingreso per cápita, c) el déficit presupuestario global, d) El saldo de ingresos y gastos corrientes, e) las características de la economía local, f) la deuda pública total en relación al PIB, entre otros.

Regularmente la sola evaluación estadística no refleja plenamente la circunstancia específica de los gobiernos municipales, por lo que el análisis cuantitativo debe de complementarse con aspectos cualitativos con objeto de asignar una correcta calificación.

Entre los aspectos cualitativos que se consideran se encuentran: la Estructura de la Población, el Factor Político, Recursos Humanos, Aspectos Fiscales, la Estabilidad y Diversificación de las Fuentes de Ingresos, y el Valor Comercial de los activos. Factores que sin lugar a duda pueden llegar a influir en la flexibilidad financiera y en consecuencia en la capacidad del cumplimiento oportuno de sus emisiones calificadas. Este último factor es considerado objeto de deliberación al asignar la calificación.

#### **5.4.1.3. CATEGORÍA: TIEMPO Y VIGENCIA**

En términos generales, una vez que los analistas financieros y economistas han recibido toda la información solicitada: Economía y Bienestar Social, Finanzas Públicas, Deuda Pública y la Adicional respectiva, se estima un lapso de entre 3 y 5 semanas para la obtención y difusión de la calificación. (Cuadro 5.1.). Sin embargo, la misma tiene una duración de un año. (*Cédula A, líneas 030-035*).

Semana Uno	Semanas Dos - Tres	Semanas Cuatro - Seis	Continuo
Programación de Audiencias	Reunión con la gerencia	Consejo de Calificación	Vigilancia
Estudios previos a la visita	Solicitud de información adicional por parte de los analistas	Se notifica la calificación al emisor	
	Se envía el borrador del informe de la calificación al emisor para que verifique los datos citados por Fitch	Se distribuye públicamente la calificación mediante un comunicado de prensa	

**Cuadro 5.1. Calendario Habitual de una Calificación. Fuente:** [Fitch Ratings, 2003, p. 13]

#### 5.4.1.4. CATEGORÍA: BENEFICIOS

Desde el momento en que se asigna la calificación, ésta puede hacerse pública o puede mantenerse confidencial, situación que depende de la decisión que se toma por parte de los representantes de cada entidad que solicita ser calificada. (Cédula A, líneas 036-051).

Los beneficios son:

BENEFICIOS QUE GENERA UNA CALIFICACION	
SI SE HACE PÚBLICA	SI SE MANTIENE CONFIDENCIAL
<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Se cumplen con los requerimientos de la SHCP.</li> <li>b) Se da a conocer la solidez financiera de la entidad calificada.</li> <li>c) Se obtienen fondeos y préstamos bancarios en mejores términos, con lo que pueden financiarse proyectos de inversión con alta rentabilidad socioeconómica.</li> <li>d) Menores costos de capital.</li> <li>e) Incrementa el nivel de transparencia del municipio.</li> <li>f) Se fortalece el reconocimiento financiero de la entidad entre los inversionistas y el mercado financiero en general.</li> <li>g) Se cuenta con un elemento objetivo adicional, en los procesos de entrega recepción.</li> <li>h) Se promueve la inversión en estados y municipios, tanto de inversionistas nacionales como extranjeros.</li> <li>i) Los municipios pueden tener una mejor posición para negociar líneas de liquidez.</li> <li>j) Se mejora la comunicación entre los distintos ámbitos de gobierno y con los líderes políticos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Se conoce la opinión imparcial de un tercero independiente respecto al municipio.</li> <li>b) Se facilita el establecimiento de bases para emitir deuda y para contar con un punto de partida para en el futuro, llevar a cabo operaciones de bursatilización, mediante financiamientos estructurados.</li> <li>c) Los municipios obtienen mayor independencia para definir una estrategia de financiamiento, puesto que termina su dependencia de los gobiernos estatales para obtener fondos de la banca para apoyar proyectos de inversión;</li> </ul>

#### **5.4.1.5. CATEGORÍA: SEGUIMIENTO**

Finalmente, como respuesta a este último elemento de la variable se obtuvo la siguiente respuesta: (*Cédula A, líneas 052-057*).

El proceso de calificación es continuo, por lo Fitch Ratings da seguimiento a la evolución y perspectivas de la información relevante, a fin de mantener actualizada la calificación, la cual podrá mantenerse, mejorar o disminuir a través del tiempo. Además, la calificación obtenida se compara con la calidad crediticia de otros estados y municipios del país y otras partes del mundo.

#### **5.4.2. PROSPECTO DE COLOCACIÓN**

De acuerdo con la cédula B, de la entrevista realizada a la Casa de Bolsa Interacciones, se obtuvieron las siguientes respuestas a los cuestionamientos planteados, los cuales se explican a continuación, en donde el objetivo principal fue medir la variable denominada: Prospecto de colocación.

##### **5.4.2.1. CATEGORÍA: CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO**

La casa de bolsa estipula que cualquier gobierno municipal que pretenda obtener financiamiento bursátil a través del Mercado de Valores, debe en primera instancia contar con al menos dos calificaciones de riesgo crediticio emitidas por cualquier compañía calificadora que opere en México, siempre y cuando cuente con autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. De esta forma se cumplen con los requerimientos que plantea la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (*Cédula B, líneas 001-007*).

##### **5.4.2.2. CATEGORÍA: INTEGRACIÓN DE EQUIPO**

Una vez que se cuenten con las calificaciones de riesgo crediticio, el siguiente paso es contactar a un intermediario bursátil (casa de bolsa), para asesorarse, ya que es el intermediario especializado para llevar a cabo emisiones de instrumentos de deuda. Además, es importante resaltar que para llevar a cabo este proyecto principalmente se debe conformar un equipo de trabajo, el cual deberá estar integrado por: funcionarios del gobierno municipal, un representante común (fideicomiso bancario), asesores legales, auditores

externos, compañía calificadora y por supuesto del intermediario bursátil. Esto obedece a que, por tratarse de un proyecto relevante debe reunir a las personas con los conocimientos, habilidades y experiencias en la materia. (Cédula B, líneas 008-019).

#### **5.4.2.3. CATEGORÍA: TRÁMITES**

Posteriormente, a través del contacto con la casa de bolsa se efectuará todo un proceso para obtener la autorización de la BMV y de la CNBV, por lo tanto, se presenta una solicitud que debe cumplir con los requisitos del anexo A de la circular única de emisoras, a la cual deberá anexarse la información y documentación financiera, económica y legal del municipio. (Cédula B, líneas 020-030).

Los requisitos que debe cumplir el oficio de solicitud para autorización de inscripción de valores y ofertas públicas de enajenación son: 1) denominación de la emisora, 2) nombre del representante legal, 3) domicilio para recibir notificaciones y números telefónicos, 4) nombres de las personas facultadas para recibir notificaciones y realizar los trámites inherentes a la solicitud, 5) especificación de los actos cuya autorización y aprobación se solicita, 6) número y características de los valores a inscribir (valor nominal, monto, plazo, tasa de interés, amortización, aval o garantía), 7) las características de la inscripción de la oferta pública, 8) firma del representante legal y 9) firma del representante legal del intermediario colocador.

#### **5.4.2.4. CATEGORÍA: REQUISITOS ADICIONALES**

Es importante señalar que, aún cuando toda la información contenida en la categoría anterior es fundamental, también existen requisitos adicionales que los gobiernos municipales deben cumplir para poder realizar la emisión, estos son: que los títulos a emitir deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores a cargo de la CNBV y, por ende, depositar los valores que amparan la emisión en S.D. Indeval "Sociedad de Depósito de Valores". En donde se obtendrá de ambas instituciones una constancia que deberá de incorporarse a toda la documentación. (Cédula B, líneas 031-036).

#### **5.4.2.5. CATEGORÍA: ELECCIÓN DEL INSTRUMENTO DE DEUDA**

Aquí se destaca un factor importante, la elección del título de deuda; la selección del instrumento se encuentra en función del tipo de bursatilización, se puede optar por: la obtención de financiamiento por contar con una magnífica calificación a través de Certificados Bursátiles ó, por la privatización de bienes públicos (muebles o inmuebles) a través de Certificados de Participación (ordinarios o inmobiliarios), siempre que se cuente con estos. Sin embargo, el Certificado Bursátil es el mejor instrumento para emitir deuda para los municipios que cuentan con una elevada calificación de su calidad crediticia; ya que son instrumentos de deuda de mediano y largo plazo, cuya emisión posee un plazo mínimo de un año. Su emisión puede ser en pesos o en unidades de inversión y su rendimiento puede ser a tasa revisable de acuerdo a condiciones de mercado o fijo, mientras que el pago de intereses puede ser mensual, trimestral, semestral o anual. (*Cédula B, líneas 037-044*).

#### **5.4.2.6. CATEGORÍA: GARANTÍA DE LA DEUDA**

Otro factor trascendental que va ligado con la categoría anterior es: la garantía de la deuda, a la fecha, las emisiones que han realizado los gobiernos municipales en su mayoría han sido garantizados con los flujos futuros de participaciones fiscales federales (Ramo 28), y sólo una operación ha sido respaldada con los derechos por el cobro agua. Sin embargo, también se puede optar por garantizar el endeudamiento con las contribuciones de mejoras e ingresos propios, para el caso de este último, específicamente con los cobros del impuesto predial. (*Cédula B, líneas 045-051*).

#### **5.4.2.7. CATEGORÍA: MEDIO DE PAGO**

Esta categoría es primordial en el proceso de emisión, el medio de pago; actualmente, la totalidad de las emisiones realizadas tiene como fuente de pago un Fideicomiso; por lo que se cuenta con un mecanismo jurídico que permite a un tercero (Fiduciario) administre los recursos que servirán para el pago de la deuda contraída. Como se dijo anteriormente, los recursos que los gobiernos municipales han destinado a estas estructuras han sido principalmente participaciones federales, contribuciones de mejoras y el cobro del impuesto predial. (*Cédula B, líneas 052-057*).

Al afectar estos recursos significa que conforme se reciben, éstos se depositan directamente al Fideicomiso en base a un porcentaje determinado al inicio de la operación.

Es decir, en el caso de Participaciones Federales, si un municipio es el emisor, el depósito al Fideicomiso es realizado directamente por la Tesorería del Estado, por instrucción irrevocable del municipio. Para el caso del cobro del impuesto predial se establece el mecanismo denominado: financiamiento estructurado sobre ingresos propios, en el cual los bancos (recaudadores de la mayor parte de dicho impuesto) y las oficinas del municipio depositan al Fideicomiso lo recaudado diariamente. Una vez que se ingresan los recursos a la cuenta del Fideicomiso, el Fiduciario es quien se encarga de administrar, realizar los pagos a los tenedores de papel, establecer fondos de reserva, y en caso de existir sobrantes, devolverlos al municipio.

En términos generales, este tipo de estructuras jurídico financieras aíslan el manejo de los recursos para servir una emisión, de la intervención de la administración gubernamental. Asimismo, en base a un porcentaje específico de dichos recursos asignado al pago de una emisión, se logran altos márgenes de seguridad para cubrir el servicio de la deuda. Ambas consideraciones, permiten mejorar la calificación específica de una emisión respecto a la calificación crediticia del emisor.

#### **5.4.2.8. CATEGORÍA: PRECIO Y TASA DE INTERES**

Los únicos que determinan el precio al cual deberá hacerse la oferta pública son el intermediario bursátil y el emisor (gobierno municipal). No obstante, el principal objetivo de calificar una emisión en forma específica es obtener un mejor nivel de calificación, y consecuentemente, obtener mejores términos y condiciones de financiamiento. A diciembre de 2004, de las 8 emisiones realizadas por los gobiernos municipales, 5 han sido colocadas a tasa variable, principalmente en base a CETES más un determinado diferencial (*spread*); 2 a tasa fija en pesos, y 1 a tasa fija en UDIs. El lograr una mejor tasa de interés en una emisión de deuda está relacionado, entre otros factores, con las condiciones prevalecientes en el mercado al momento de su colocación. Adicionalmente, otro de los factores que determina la tasa de interés, es la propia estructura de la deuda: porcentaje afectado de los flujos futuros de participaciones o ingresos propios, plazo, gracia, periodicidad de pagos de cupón, reservas, etc. (*Cédula B, líneas 058-066*).

#### **5.4.2.9. CATEGORÍA: CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN Y FORMA DE COLOCACIÓN**

La principal característica de los Certificados Bursátiles es su flexibilidad operativa de estructuras a partir de un programa de colocación que puede ejercerse en una o varias emisiones. Por lo mismo, el emisor (gobierno municipal) tiene la posibilidad de definir el monto y momento más adecuado para colocar, así como las características de cada emisión. Normalmente se ejecutan operaciones en directo a través del mercado primario y generalmente la forma de colocación se realiza mediante oferta pública. (*Cédula B, líneas 067-072*).

#### **5.4.3.0. CATEGORÍA: PROSPECTO DE COLOCACIÓN**

La elaboración del prospecto de colocación corre a cargo del intermediario bursátil (casa de bolsa) en coordinación con el emisor (gobierno municipal), apegados en todo momento a los requisitos que plantea la circular única de emisoras de la CNBV, específicamente los correspondientes a los anexos H y L. Por lo tanto, los principales apartados que debe contemplar el prospecto de colocación de acuerdo con los dos anexos antes citados son los siguientes: (*Cédula B, líneas 073-086*).

##### **1) INFORMACIÓN GENERAL**

- A. Glosario de términos y definiciones
- B. Resumen ejecutivo
- C. Factores de riesgo
- D. Otros valores
- E. Documentos de carácter público

##### **2) LA OFERTA**

- A. Características de los valores
- B. Destino de los fondos
- C. Plan de distribución
- D. Gastos relacionados con la oferta
- E. Estructura de capital después de la oferta
- F. Funciones del representante común
- G. Nombres de las personas con participación relevante en la oferta

### **3) DESCRIPCIÓN DEL MUNICIPIO**

- A. Descripción y desarrollo del municipio
  - a) Denominación del municipio
  - b) Ubicación y dirección de la oficina del ejecutivo municipal
  - c) Actividad económica y desarrollo
  - d) Servicios públicos
  - e) Contratos relevantes
  - f) Procesos administrativos relevantes
  - g) Descripción de las principales partidas de ingresos y egresos
- B. Legislación aplicable y situación tributaria
- C. Recursos humanos
- D. Información comparativa
- E. Descripción de los principales activos
- F. Inversiones
- G. Procesos judiciales, administrativos o arbitrales

### **4) INFORMACIÓN FINANCIERA**

- A. Información financiera consolidada
- B. Deuda pública
- C. Comentarios y análisis del municipio respecto de sus ingresos y egresos y de su estado de posición financiera
- D. Estimaciones, provisiones o reservas contables críticas

### **5) ADMINISTRACIÓN DEL MUNICIPIO**

- A. Auditores externos
- B. Principales funcionarios

### **6) PERSONAS RESPONSABLES**

### **7) ANEXOS**

- A. Información financiera
- B. Opinión legal
- C. Título que ampara la emisión
- D. Calificación sobre el riesgo crediticio de la emisión

El prospecto de colocación sólo puede elaborarse si ya se tienen definidas las características generales de la emisión, tales como: calificación, tipo y nombre del instrumento, fideicomiso, respaldo, garantía, precio, plazo, tasa; además de haber presentado la solicitud e información financiera, legal y económica.

En síntesis, el prospecto de colocación es el documento fuente de toda la información corporativa, legal y financiera, relacionada con la emisora y los valores a inscribir, que requiere ser revelada con anticipación a la oferta pública, es decir; es el documento con el que contará el público inversionista para tomar una decisión y adquirir los valores objeto de la oferta pública.

### **5.4.3. COLOCACIÓN DEL INSTRUMENTO DE DEUDA**

De acuerdo con la cédula C, de la entrevista realizada a la BMV a través de la Subdirección de Promoción de Emisoras o de Inscripción de Valores, se obtuvieron las siguientes respuestas a los cuestionamientos planteados, los cuales se explican a continuación, en donde el objetivo principal fue medir la variable denominada: Colocación del instrumento de deuda.

#### **5.4.3.1. CATEGORÍA: REQUISITOS DE INSCRIPCIÓN AL LISTADO**

La BMV establece que además del oficio de solicitud, el emisor (gobierno municipal), debe cumplir con los requisitos de inscripción al listado de la BMV que detalla el anexo B (listado de documentación e información anexa a la solicitud) de la circular única de emisoras; en otras palabras, se trata de documentación e información financiera, económica y legal, destacando los siguientes: (*Cédula C, líneas 001-007*).

- a) Solicitud de inscripción y aprobación de oferta pública.
- b) Cuadro de resumen de documentación e información.
- c) Copia del nombramiento de la persona que, de conformidad con la legislación local aplicable se encuentra facultada para realizar la gestión de la inscripción de valores;
- d) Copia de la Ley de ingresos, de la Ley de deuda y del Presupuesto de egresos, correspondientes al ejercicio fiscal en que se pretendan emitir valores;

- e) Autorización de la Legislatura Local o acuerdo de Cabildo, para la emisión de valores a inscribir en el registro;
- f) Estado de ingresos y egresos de los últimos 3 ejercicios fiscales del municipio, elaborados conforme a los principios de contabilidad aplicables, dictaminados por auditor externo;
- g) Copia de la cuenta pública del ejercicio fiscal inmediato anterior;
- h) Proyecto del título de los valores a ser inscritos;
- i) Constancia relativa a la inscripción en el registro de obligaciones y empréstitos de entidades federativas y municipios a cargo de la SHCP, o bien, constancia relativa a la inscripción en el registro estatal de deuda pública cuando en términos de la legislación aplicable así proceda;
- j) Documentos a que hace referencia el Artículo 84 y 87 de la circular única de emisoras, suscrito por el auditor externo y por el licenciado en derecho respectivamente;
- k) Opinión legal expedida por el licenciado en derecho que reúna los requisitos de independencia a que se refiere el Artículo 87 de dicha circular;
- l) Proyecto del contrato de colocación a suscribir con el intermediario colocador;
- m) Proyecto de aviso de oferta pública;
- n) Proyecto del prospecto de colocación o suplemento informativo tratándose al amparo de programas de colocación de valores;
- o) Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión expedida por una institución calificadora de valores, con fecha de expedición no mayor de 90 días hábiles a la fecha de colocación;
- p) En el caso de certificados bursátiles emitidos a través de fideicomisos, anexar: instrumento público que contenga el poder o copia certificada ante fedatario público del poder general de la institución fiduciaria, el balance del patrimonio afecto en fideicomiso, proyecto del acuerdo del comité técnico del fideicomiso, opinión legal, proyecto de contrato de fideicomiso base de la emisión, en su caso oficio del Banco de México y flujos del fideicomiso para el pago de capital e intereses;

q) Constancia del depósito de los títulos en INDEVAL.

r) Información relativa al sistema de captura electrónica para el registro y oferta pública de valores.

#### **5.4.3.2. CATEGORÍA: REQUISITOS DE MANTENIMIENTO DE LISTADO**

La BMV establece que, cuando el emisor (gobierno municipal) ha colocado con éxito los instrumentos de deuda, a partir de entonces, debe cumplir con una serie de requisitos de mantenimiento de listado; principalmente, deberá proporcionar a la CNBV, a la BMV y al público inversionista lo siguiente: a) información anual, b) reportes anuales, c) informes trimestrales e d) información jurídica. (*Cédula C, líneas 008-016*).

#### **A) INFORMACIÓN ANUAL**

1) Informe presentado a la Legislatura Local o Cabildo, relativo a la situación que guarda la cuenta pública; y 2) Estado de ingresos y egresos del municipio, dictaminados por auditor externo.

#### **B) REPORTE ANUAL**

Reporte anual correspondiente al ejercicio fiscal inmediato anterior, suscrito y rubricado en todas las hojas por el responsable de las finanzas del municipio y por el auditor externo, elaborado conforme a los siguientes requisitos del anexo O de la circular única de emisoras:

#### **1) INFORMACIÓN GENERAL**

- A. Glosario de términos y definiciones
- B. Resumen ejecutivo
- C. Factores de riesgo
- D. Otros valores
- E. Cambios significativos a los derechos de valores inscritos en el Registro
- F. Destino de los fondos
- G. Documentos de carácter público

## 2) DESCRIPCIÓN DEL MUNICIPIO

### A. Descripción y desarrollo del municipio

- a) Denominación del municipio
- b) Ubicación y dirección de la oficina del ejecutivo municipal
- c) Actividad económica y desarrollo
- d) Cifras macroeconómicas relevantes
- e) Servicios públicos
- f) Contratos relevantes
- g) Procesos administrativos relevantes
- h) Descripción de las principales partidas de ingresos y egresos

### B. Legislación aplicable y situación tributaria

### C. Recursos humanos

### D. Información comparativa

### E. Descripción de los principales activos

### F. Inversiones

### G. Procesos judiciales, administrativos o arbitrales

## 3) INFORMACIÓN FINANCIERA

### A. Información financiera consolidada

### B. Deuda pública

### C. Comentarios y análisis del municipio respecto de sus ingresos y egresos y de su estado de posición financiera

### D. Estimaciones, provisiones o reservas contables críticas

## 4) ADMINISTRACIÓN DEL MUNICIPIO

### A. Auditores externos

### B. Principales funcionarios

## C) INFORMACIÓN TRIMESTRAL

1) 1er., 2do. y 3er. Trimestre de los estados de ingresos, egresos, información económica contable y administrativa que se precise en los formatos electrónicos correspondientes.

(Presentando a la CNBV una constancia suscrita por el responsable de las finanzas del municipio).

2) 4to. Trimestre de los estados de ingresos, egresos, información económica contable y administrativa que se precise en los formatos electrónicos correspondientes y dictaminados. (Presentando a la CNBV una constancia suscrita por el responsable de las finanzas del municipio).

3) Ejemplar de la publicación en el Órgano Oficial que contenga el monto de las obligaciones y empréstitos del municipio.

#### **D) INFORMACIÓN JURÍDICA**

1) Fecha de convocatoria de asamblea de tenedores de valores, 2) Copia autenticada por el Presidente de la asamblea de actas, 3) Lista de asistencia, 4) Resumen de acuerdos de la asamblea de tenedores, 5) Aviso de entrega o canje de valores, 6) Cualquier otro aviso dirigido a titulares e 7) Información en caso de actualización de la inscripción.

#### **5.4.3.3. CATEGORÍA: DIVULGACIÓN DEL PROSPECTO DE COLOCACIÓN**

Considerando que este documento es indispensable para la inscripción de la deuda y que además le sirve al inversionista para tomar decisiones y por ende adquirir valores; la divulgación del prospecto de colocación preliminar debe hacerse con un mínimo de cinco días hábiles anteriores a la oferta pública para el caso de instrumentos de deuda. No obstante, los emisores (gobiernos municipales) que coloquen instrumentos de deuda con un plazo igual o menor a un año, no están obligados a presentar prospecto de colocación. (Cédula C, líneas 017-023).

#### **5.4.3.4. CATEGORÍA: OFERTA PÚBLICA**

Para poder llevar a cabo la realización de la oferta pública, se debe tener elaborado el prospecto de colocación preliminar, siendo el intermediario bursátil (casa de bolsa) y el emisor (gobierno municipal) los actores principales que intervienen en la colocación de los instrumentos de deuda. Generalmente, la colocación se realiza mediante oferta pública a través del mercado de valores. (Cédula C, líneas 024-028).

#### **5.4.3.5. CATEGORÍA: SISTEMA ELECTRÓNICO**

Tan pronto se lleve a cabo la realización de la oferta pública, el emisor (gobierno municipal) debe iniciar los trámites respectivos ante la BMV a efecto de obtener la acreditación para poder operar el sistema electrónico denominado Emisnet. La acreditación es importante ya que permite al emisor cumplir con los requisitos de mantenimiento de listado, al capturar y enviar a través del portal de Internet la información anual, reportes anuales, información trimestral e información jurídica fundamental para la CNBV, la BMV y el público inversionista. (*Cédula C, líneas 029-035*).

#### **5.4.3.6. CATEGORÍA: COLOCACIÓN DEL INSTRUMENTO DE DEUDA**

Finalmente, la colocación de los instrumentos de deuda o el cruce de títulos por parte de los gobiernos municipales en el Mercado de Valores, se lleva a cabo cuando: a) se cuenta con el oficio de autorización de la CNBV, b) se cuenta con la opinión favorable de la BMV, c) se ha cumplido con los requisitos de inscripción al listado de la BMV, d) se ha elaborado el prospecto de colocación definitivo, e) se cuenta con el aviso de oferta pública, f) se han depositado los valores en S.D. Indeval, y finalmente cuando g) se han inscrito los valores en el RNV. En otras palabras, una vez que se cuentan con todas las autorizaciones respectivas. (*Cédula C, líneas 036-043*).

Con fundamento en los resultados obtenidos, cualquier gobierno municipal puede obtener financiamiento bursátil a través del Mercado de Valores, simplemente, es necesario cumplir con los requerimientos básicos de información y documentación, siempre que se cuente con una calificación de riesgo crediticio favorable.

#### **5.4.4. ANÁLISIS DE CRÉDITO**

De acuerdo con la cédula D, del análisis documental realizado al estudio de crédito del Municipio de Tuxtla Gutiérrez, emitido por la Dirección de Finanzas Públicas de la compañía calificadora Fitch Ratings, se destacan los siguientes aspectos en los rubros de: a) Contexto económico social, b) Finanzas públicas, c) Deuda pública y d) Contingencias, en donde el objetivo principal fue medir la variable: Calificación de riesgo crediticio.

## **A) CONTEXTO ECONÓMICO - SOCIAL**

El municipio presenta una tasa media anual de crecimiento (tmac) de 3.0%, superior al promedio estatal y nacional, además, es la ciudad más poblada del estado. Su actividad económica se concentra en el sector comercial y de servicios. El Producto Interno Bruto (PIB) de la entidad en términos per cápita se estima en \$8,116 dólares (2.46 veces el promedio estatal y 1.08 veces el promedio nacional). La actividad económica del municipio se concentra en el sector terciario, el cual ocupa al 75.1% de la PEA, destacando el comercio (20.3%) y el gobierno (9.1%); en el sector secundario (19.1% / PEA), sobresalen las ramas de la construcción (10.3%) y manufacturera (8.0%), mientras que el sector primario ocupa tan solo al 2.0% de la PEA. La cobertura de servicios básicos en la entidad (agua potable, drenaje y electricidad) es superior a la media estatal y nacional; no obstante, continúa presentando altas necesidades de inversión en infraestructura hidráulica. Es el único municipio de Chiapas con "muy bajo" grado de marginación.

## **B) FINANZAS PÚBLICAS**

El municipio presenta una baja recaudación en cuanto a ingresos propios se refiere, lo cual repercute en el rubro de Ingresos Fiscales Ordinarios (IFOs)<sup>15</sup>, al mismo tiempo, existe un incremento en el gasto operativo por la creación de nuevos departamentos y la contratación de personal, es decir, no existe congruencia entre el nivel de gasto operativo y los ingresos disponibles. En otras palabras, existe debilitamiento de los IFOs y el Ahorro Interno (AI)<sup>16</sup>. Situación que ha propiciado la baja en la calificación de riesgo.

## **C) DEUDA PÚBLICA**

El municipio presenta una deuda directa al 30 de septiembre de 2006 de \$ 260.7 mdp, derivado de la contratación de dos créditos (julio de 2004 \$ 102.3 mdp, y septiembre de 2005 \$ 160.0 mdp), de los cuales, el segundo crédito se comenzará a amortizar en septiembre de 2007. Sin embargo, aún cuando existe un incremento en el servicio de la deuda, es pertinente que exista un estricto control del gasto operativo para no limitar la flexibilidad financiera del municipio.

<sup>15</sup> Ingresos Fiscales Ordinarios [IFO's] = Ingresos Propios + Participaciones Federales del Municipio + Fondo IV (Ramo 33).

<sup>16</sup> Ahorro Interno [AI] = Ingresos Fiscales Ordinarios – Gasto Operativo – Transferencias No Etiquetadas y Otros.

## **D) CONTINGENCIAS**

Desafortunadamente, en materia de seguridad social, el municipio no cuenta con un sistema formal para hacer frente a sus obligaciones de pensiones, las erogaciones se cubren con los recursos del gasto corriente (Ramo 28), situación que representa una amenaza en el mediano plazo.

**CAPÍTULO VI**  
**PRODUCTO FINAL**

***“La emisión de títulos de deuda, a través de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), para su colocación entre inversionistas nacionales y extranjeros es una realidad para las empresas y gobiernos mexicanos con visión de trascender.”***

***Bolsa Mexicana de Valores***

## 6.1. INTRODUCCIÓN

Después de realizar la investigación de campo, se contó con la información necesaria para poder desarrollar un modelo basado en la colocación de instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores; el cual se describe en el siguiente apartado, en donde se da conocer su metodología de aplicación.

## 6.2. PROPUESTA DE UN MODELO BASADO EN LA COLOCACIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES (BMV), UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO BURSÁTIL PARA LOS GOBIERNOS MUNICIPALES DEL ESTADO DE CHIAPAS.

Con base en los datos obtenidos a través de la investigación de campo, se diseñó el modelo denominado: "Propuesta de un modelo basado en la colocación de instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana De Valores (BMV), una alternativa de financiamiento bursátil para los gobiernos municipales del estado de Chiapas". (Véase figura 6.1.). Este modelo, contempla de forma específica los requisitos básicos de información y documentación que solicitan: las compañías calificadoras internacionales, las casas de bolsa (intermediarios bursátiles) y la Bolsa Mexicana de Valores. El objetivo fundamental consiste en concretar la colocación de los instrumentos de deuda.

Etapa y/o Concepto	Institución a Contactar	Objetivo	Requerimiento de Información
1 Calificación	Compañía calificadora de valores	Obtener una calificación de riesgo crediticio	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Finanzas públicas</li> <li>▪ Deuda pública</li> <li>▪ Situación Económica y Social</li> <li>▪ Administración pública y situación política</li> </ul>
2 Contacto Bursátil	Casa de Bolsa	Definir la estructura de la deuda y realizar tramites y registros	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Elaborar solicitud de autorización a la CNBV y a la BMV para la emisión de deuda</li> <li>▪ Cumplir con los requisitos de inscripción al listado (información financiera, económica y legal)</li> </ul>
3 Colocación del Instrumento de Deuda	BMV	Lograr la colocación de instrumentos de deuda	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cumplimiento de Requisitos</li> <li>▪ Acreditación Emisnet</li> <li>▪ Mantenimiento de Listado (información anual, reporte anual, información trimestral e información jurídica)</li> </ul>

**Figura 6.1.** Propuesta de Modelo basado en la colocación de instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), una alternativa de financiamiento bursátil para los Gobiernos Municipales del Estado de Chiapas. **Fuente:** [Autor, 2007]

El modelo esta conformado por tres etapas relevantes, etapas que permiten ser empleadas por cualquier gobierno municipal que tenga la intención de obtener financiamiento bursátil a través del Mercado de Valores, por lo tanto, la integración de la figura es simple, de tal forma que la metodología de aplicación se pueda llevar a cabo sin ningún inconveniente.

### **6.3. METODOLOGÍA DEL MODELO**

A continuación se dan a conocer las tres etapas relevantes que conforman el modelo, los cuales facilitan el procedimiento para que un gobierno municipal pueda colocar instrumentos de deuda en el Mercado de Valores, estos son:

1. Calificación de riesgo crediticio
2. Contacto bursátil
3. Colocación del instrumentos de deuda

Cada etapa proporciona una serie de requisitos o requerimientos de información y documentación que los gobiernos municipales deben cumplir para lograr una favorable colocación de instrumentos de deuda. Es importante puntualizar que la implantación de este modelo no toma poco tiempo, que inicialmente se requiere fijar el objetivo o sentar precedentes, a la vez, realizar grandes esfuerzos por corregir deficiencias y generar información oportuna respecto a sus finanzas públicas; así como propiciar la transparencia y la rendición de cuentas públicas.

#### **6.3.1. CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO**

En esta primera etapa denominada: calificación de riesgo crediticio, se dan a conocer a los gobiernos municipales los requerimientos básicos de información que una compañía calificadora internacional solicita para efectos de que pueda emitir una calificación de riesgo crediticio.

Como se dijo en el apartado 3.8. Las principales cuatro áreas de desempeño que analiza una compañía calificadora para otorgar una calificación son: a) finanzas públicas; b) deuda pública; c) situación económica y social; y d) administración pública y situación

política. (Figura 6.2.) Sin embargo, cada área de desempeño puede tener un nombre diferente según la compañía calificadoras que se contrate, pero; de forma general, para fines del proceso de calificación, un gobierno municipal debe proporcionar la siguiente información histórica de los últimos 5 años:

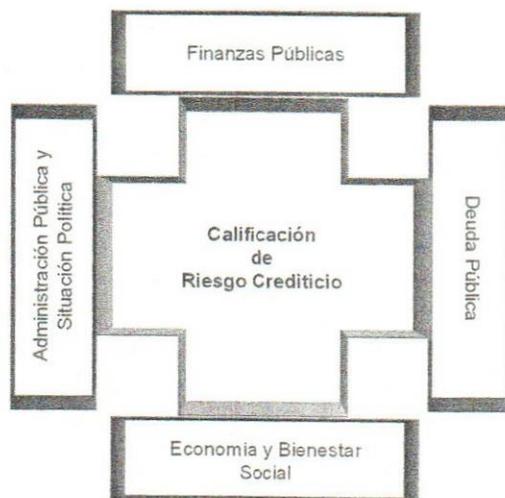


Figura 6.2. Áreas evaluadas por las agencias calificadoras. Fuente: [Aregional, 2004, p. 16]

## A) FINANZAS PÚBLICAS

1. Ley de Ingresos y Presupuesto de Egresos del año en curso (tanto de Operaciones como de Capital), del gobierno del municipio, así como el de sus empresas públicas.
2. Estado de ingresos y egresos (origen y aplicación de recursos), Análisis de ingresos y Estado presupuestal de egresos por programa. Los mismos deben ser anuales, tanto del gobierno municipal y sus organismos públicos.
3. Estados financieros consolidados (Estado de posición financiera, Estado de resultados, Estado de resultados de ejercicios anteriores y Estado de Modificaciones en la Hacienda Pública (estos reportes deben incluir pagos de intereses y amortización de deuda).
4. Informe sobre la aplicación de los recursos del Ramo 33 (FISM y FAFM).
5. Programa de gastos de capital a futuro, incluyendo su plan de financiamiento.
6. Informes de cuentas públicas anuales (gobierno municipal y organismos descentralizados).
7. Dictámenes de auditoría externa (gobierno municipal y organismos descentralizados).

8. Descripción e indicadores de eficiencia del sistema de recaudación de impuestos (razones financieras).
9. Descripción de cada impuesto, principales contribuyentes.
10. Política fiscal, incluyendo detalles de deducciones fiscales.
11. Niveles de morosidad fiscal.
12. Sistemas de transferencias del gobierno central de la entidad.
13. Descripción de las principales tendencias de ingresos y gastos.
14. Programa de venta de activos.
15. Valor de los activos que podrían venderse en caso de crisis financiera.

## **B) DEUDA PÚBLICA**

1. Informe detallado de la deuda pública al cierre de los ejercicios fiscales.
2. Estado de cambios en el saldo de la deuda pública.
3. Estructura, costo y características del saldo actual de la deuda pública.
4. Perfil de vencimiento.
5. Estados de deuda pública que incluyan saldo de la deuda directa, indirecta y contingente de empresas y organismos descentralizados, con un desglose del servicio de la deuda en intereses, amortización y ADEFAS en su caso.
6. Adeudos con proveedores.
7. Planes futuros de financiamiento y proceso de autorización.
8. Niveles de morosidad en pagos (incluyendo salarios) y cumplimiento de programa de amortización de la deuda.
9. Informe sobre otros pasivos: laborales o con la federación.

## **C) SITUACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL**

1. Producto Interno Bruto (PIB):
  - a) Producto Interno Bruto del estado y municipio.
  - b) Composición del PIB: Agricultura, Minería, Transporte, Manufacturas, Servicios Financieros, etc.
  - c) Tasa de Crecimiento del Producto Interno Bruto Real.
2. Estadística de la Fuerza Laboral:
  - a) Tasa de desempleo en el municipio.

- b) Número de personas empleadas en el municipio.
  - c) Número de personas empleadas por sector.
  - d) Número de personas desempleadas y tasa de desempleo.
  - e) Tasa de Participación de la fuerza laboral.
  - f) Compañías empleadoras más importantes (incluyendo empresas u organismos públicos).
3. Estadísticas Demográficas:
- a) Número de habitantes o población total.
  - b) Tasa de crecimiento de población.
  - c) Distribución de la población por edad.
  - d) Movimientos migratorios.
  - e) Nivel de nacimientos y defunciones.
  - f) Detalles sobre las minorías étnicas, religiosas o lingüísticas significativas.

#### **D) ADMINISTRACIÓN PÚBLICA Y SITUACIÓN POLÍTICA**

1. Estructura del gobierno, responsabilidad del municipio en la prestación de servicios y la capacidad de éste para crear o modificar impuestos.
2. Leyes nacionales que regulen las relaciones entre el gobierno federal, estatal, y municipal, incluyendo las transferencias fiscales.
3. Aprobación de las cuentas públicas por el Congreso Estatal.
4. Información sobre el personal que trabaja en el ayuntamiento (personal activo, jubilado, operativo y administrativo), así como tasa de rotación, acuerdos salariales e historia de disputas laborales.
5. Limitaciones legales.
6. Informe actuarial más reciente, del sistema de pensiones municipal y Ley sobre la misma.
7. Relación de juicios y demandas de carácter mercantil.
8. Reporte del Buró de Crédito con una antigüedad no mayor a 45 días.
9. Perfil de los principales dirigentes de la administración.
10. Principales Leyes y lineamientos.

### 6.3.2. CONTACTO BURSÁTIL

En esta segunda etapa denominada: contacto bursátil, se especifican las características que se deben contemplar en la definición de la estructura de la deuda, además se dan a conocer los requisitos que deben presentar los gobiernos municipales a las Casas de bolsa para poder elaborar el prospecto de colocación. (Figura 6.3.).

Por lo tanto, para poder elaborar el prospecto de colocación, los aspectos que deben considerarse son: a) definir la estructura de la deuda y b) realizar una serie de trámites y registros.



Figura 6.3. Aspectos a considerar por los gobiernos municipales para elaborar el Prospecto de colocación. Fuente: [Autor, 2007]

#### A) DEFINICION DE LA ESTRUCTURA DE LA DEUDA

Definir junto con el intermediario bursátil (casa de bolsa) la estructura de la deuda; esta debe contemplar entre otros aspectos los siguientes:

- a) La elección del instrumento de deuda, que depende del proceso de bursatilización que se pretenda efectuar (financiamiento por adecuada calificación crediticia a través de Certificados Bursátiles o privatización de bienes públicos mediante la emisión de Certificados de Participación).
- b) La garantía de la deuda, la cual puede ser a través de: flujos futuros de participaciones federales (Ramo 28), cobro de los derechos de consumo de agua, contribuciones de mejoras, así como ingresos propios (específicamente impuesto predial).

- c) La forma o medio de pago, si la garantía de la deuda son los flujos futuros de participaciones federales entonces opera el Fideicomiso Maestro, pero, si la garantía de la deuda son los ingresos propios, entonces opera el Fideicomiso estructurado sobre ingresos propios.
- d) La fijación del precio del instrumento de deuda.
- e) La determinación de la tasa de interés, la mejor tasa de interés en una emisión de deuda está relacionado, entre otros factores, con las condiciones prevalecientes en el mercado al momento de su colocación. Esto puede ser a tasa variable, principalmente en base a CETES más un determinado diferencial, a tasa fija (pesos, UDIs).
- f) Las características de la emisión y forma de colocación, normalmente se ejecutan operaciones en directo a través del mercado primario y generalmente la forma de colocación se realiza mediante oferta pública.
- g) El plazo.
- h) El monto.
- i) La fecha de amortización de capital.
- j) La periodicidad de pago de intereses (mensual, semestral o anual).
- k) El período de gracia<sup>17</sup> (si existe).

## **B) TRÁMITES Y REGISTROS**

Una vez que se ha definido la estructura de la deuda, se comienzan a realizar los siguientes trámites y registros:

1. Presentar una solicitud a la BMV y a la CNBV de manera simultanea, para obtener las autorizaciones respectivas para la emisión de deuda. Los requisitos que debe contemplar el oficio de solicitud son los siguientes:

- a) Denominación de la emisora.
- b) Nombre del representante legal.
- c) Domicilio para recibir notificaciones y números telefónicos.
- d) Nombres de las personas facultadas para recibir notificaciones y realizar los trámites inherentes a la solicitud.

<sup>17</sup> Es aquel tiempo en años o meses que se establece en un crédito de desarrollo en el cual únicamente se pagan los intereses.

- e) Especificación de los actos cuya autorización y aprobación se solicita.
- f) Número y características de los valores a inscribir (valor nominal, monto, plazo, tasa de interés, amortización, aval o garantía).
- g) Las características de la inscripción de la oferta pública.
- h) Firma del representante legal y
- i) Firma del representante legal del intermediario colocador.

2. Adicionalmente a la solicitud, se deberán anexar la siguiente información financiera, legal y económica:

- a) Solicitud de inscripción y aprobación de oferta pública.
- b) Cuadro de resumen de documentación e información.
- c) Copia del nombramiento de la persona que, de conformidad con la legislación local aplicable se encuentra facultada para realizar la gestión de la inscripción de valores.
- d) Copia de la Ley de ingresos, de la Ley de deuda y del Presupuesto de egresos, correspondientes al ejercicio fiscal en que se pretendan emitir valores.
- e) Autorización de la Legislatura Local o acuerdo de Cabildo, para la emisión de valores a inscribir en el registro.
- f) Estado de ingresos y egresos de los últimos 3 ejercicios fiscales del municipio, elaborados conforme a los principios de contabilidad aplicables, dictaminados por auditor externo.
- g) Copia de la cuenta pública del ejercicio fiscal inmediato anterior.
- h) Proyecto del título de los valores a ser inscritos.
- i) Constancia relativa a la inscripción en el registro de obligaciones y empréstitos de entidades federativas y municipios a cargo de la SHCP, o bien, constancia relativa a la inscripción en el registro estatal de deuda pública cuando en términos de la legislación aplicable así proceda.
- j) Documentos a que hace referencia el Artículo 84 y 87 de la circular única de emisoras, suscrito por el auditor externo y por el licenciado en derecho respectivamente.

k) Opinión legal expedida por el licenciado en derecho que reúna los requisitos de independencia a que se refiere el Artículo 87 de dicha circular.

l) Proyecto del contrato de colocación a suscribir con el intermediario colocador.

m) Proyecto de aviso de oferta pública.

n) Proyecto del prospecto de colocación o suplemento informativo tratándose al amparo de programas de colocación de valores.

o) Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión expedida por una institución calificadora de valores, con fecha de expedición no mayor de 90 días hábiles a la fecha de colocación.

p) En el caso de certificados bursátiles o certificados de participación emitidos a través de fideicomisos, anexar: instrumento público que contenga el poder o copia certificada ante fedatario público del poder general de la institución fiduciaria, el balance del patrimonio afecto en fideicomiso, proyecto del acuerdo del comité técnico del fideicomiso, opinión legal, proyecto de contrato de fideicomiso base de la emisión, en su caso oficio del Banco de México y flujos del fideicomiso para el pago de capital e intereses.

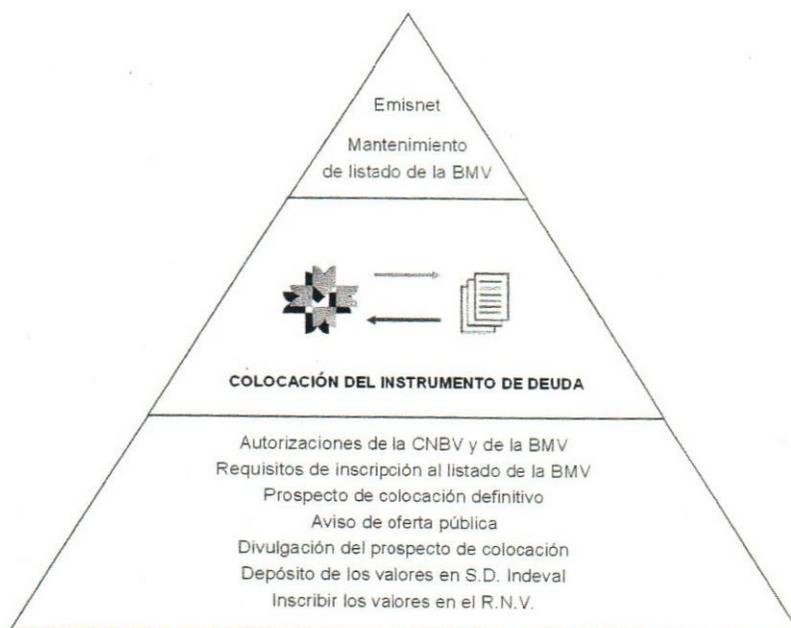
q) Constancia del depósito de los títulos en INDEVAL.

r) Información relativa al sistema de captura electrónica para el registro y oferta pública de valores.

3. El municipio debe realizar la inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores que lleva la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y, depositar los instrumentos de deuda objeto de la emisión en S.D. Indeval.

### **6.3.3. COLOCACIÓN DEL INSTRUMENTO DE DEUDA**

En esta tercera etapa denominada: colocación del instrumento de deuda, principalmente se da a conocer: a) el procedimiento que deben seguir los gobiernos municipales para realizar la colocación de los instrumentos de deuda, y b) la información que deben presentar a la Bolsa Mexicana de Valores después de la colocación. (Figura 6.4.).



**Figura 6.4.** Procedimientos a seguir e información a proporcionar a la BMV por la colocación de instrumentos de deuda. Fuente: [Autor, 2007]

El procedimiento a seguir y la información a proporcionar, se detallan a continuación:

## **A) PROCEDIMIENTO PARA COLOCAR INSTRUMENTOS DE DEUDA**

Para poder llevar a cabo la colocación de los instrumentos de deuda, se debe cumplir con el siguiente procedimiento:

- a) Contar con el oficio de autorización de la CNBV, y tener la opinión favorable de la BMV.
- b) Haber cumplido con los requisitos de inscripción al listado de la BMV.
- c) Contar con la constancia por el depósito de los valores en S.D. Indeval.
- d) Haber inscrito los valores en el RNV a cargo de la CNBV.
- e) Contar con el prospecto de colocación definitivo.
- f) Divulgar el prospecto de colocación 5 días hábiles anteriores a la oferta pública
- g) Contar con el aviso de oferta pública.
- h) Elegir el momento adecuado para la colocación, considerando la situación económica del país.

## B) INFORMACIÓN QUE SE DEBE PRESENTAR A LA BMV

Después de haber llevado a cabo la colocación de los instrumentos de deuda, los gobiernos municipales deben cumplir con los siguientes requerimientos de información:

a) Con posterioridad a la oferta pública, realizar los trámites de acreditación para efectos de operar el sistema electrónico que permite la transmisión de información a la CNBV, a la BMV y al público inversionista.

b). Cumplir con los requisitos de mantenimiento de inscripción al listado de la BMV (proporcionar información anual, reportes anuales, informes trimestrales e información jurídica), los cuales se detallan a continuación:

Requisitos de Mantenimiento de Listado	Contenido
<b>Información Anual</b>	1) Informe presentado a la Legislatura Local o Cabildo, relativo a la situación que guarda la cuenta pública. 2) Estado de ingresos y egresos del municipio, dictaminados por auditor externo.
<b>Reporte Anual</b>	1) Reporte anual correspondiente al ejercicio fiscal inmediato anterior, suscrito y rubricado en todas las hojas por el responsable de las finanzas del municipio y por el auditor externo, elaborado bajo el siguiente contenido: a) Información general, b) Descripción del municipio, c) Información financiera y d) Administración del municipio.
<b>Información Trimestral</b>	a) 1er., 2do. y 3er. Trimestre de los estados de ingresos, egresos, información económica contable y administrativa. b) 4to. Trimestre de los estados de ingresos, egresos, información económica contable y administrativa. (Dictaminados y presentando a la CNBV una constancia suscrita por el responsable de las finanzas del municipio). c) Ejemplar de la publicación en el Órgano Oficial que contenga el monto de las obligaciones y empréstitos del municipio.
<b>Información Jurídica</b>	a) Fecha de convocatoria de asamblea de tenedores de valores. b) Copia autenticada por el Presidente de la asamblea de actas. c) Lista de asistencia. d) Resumen de acuerdos de la asamblea de tenedores. e) Aviso de entrega o canje de valores. f) Cualquier otro aviso dirigido a titulares. g) Información en caso de actualización de la inscripción.

### 6.4. CONCLUSIÓN

El presente modelo tiene como propósito servir de guía para que los gobiernos municipales del estado de Chiapas puedan colocar exitosamente instrumentos de deuda en la BMV. En primer lugar, el paso básico y trascendental consiste en obtener una calificación de riesgo crediticio, posteriormente contactar a una Casa de bolsa para realizar una serie de trámites, y finalmente colocar y efectuar el cruce de títulos en el Mercado de Valores.

**CAPÍTULO VII**  
**CONCLUSIONES Y TRABAJOS FUTUROS**

***“Cualquier persona que pueda resolver los problemas relacionados con los recursos hídricos será digno de dos premios Nobel, uno de la paz y otro de ciencias.”***

***John Fitzgerald Kennedy***

## 7.1. CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACIÓN

Como se ha expresado, la presente tesis fue desarrollada con el objetivo de apoyar a los gobiernos municipales del estado de Chiapas, para que puedan incursionar en el Mercado de Valores a través de la colocación de instrumentos de deuda. Razón por la cual se proporciona un marco de referencia para que, después de un análisis tomen la decisión que más les convenga. Si bien es cierto, para lograr la colocación exitosa de los instrumentos de deuda, se tienen que seguir una serie de procedimientos o etapas. Cada uno de estos procedimientos ha sido señalado en esta investigación, por lo tanto, se facilita aún más el trabajo.

Las etapas sobre las cuales se hace mención se encuentran plasmadas en el modelo que se ha diseñado y que surge con base en los resultados arrojados por la aplicación de los instrumentos de medición; el modelo se denomina: "Propuesta de un modelo basado en la colocación de instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), una alternativa de financiamiento bursátil para los gobiernos municipales del estado de Chiapas".

La primera etapa que contempla el modelo recibe el nombre de: calificación de riesgo crediticio, y tiene como finalidad proporcionar a los gobiernos municipales una guía que establezca los requerimientos básicos de información solicitados por las compañías calificadoras internacionales para obtener una Calificación de riesgo crediticio. Quizás, éste es el paso más trascendental para un gobierno municipal, porque tienen que reunir una serie de información relacionada con: finanzas públicas; deuda pública; situación económica y social; y administración pública y situación política.

La segunda etapa se denomina: contacto bursátil, el cual se realiza a través de una casa de bolsa y tiene como finalidad especificar las características que se deben contemplar en la definición de la estructura de la deuda (elección del instrumento de deuda, garantía, forma y medio de pago, precio del título, tasa de interés, características de la emisión y forma de colocación, plazo, monto, amortización de capital, pago de intereses, etc.), así como dar a conocer los requisitos que deben presentar los gobiernos municipales a las casas de bolsa para poder elaborar el Prospecto de colocación.

En la tercera y última etapa llamada: colocación del instrumento de deuda, se estipula el procedimiento que deben seguir los gobiernos municipales para realizar la colocación del

título, además se señala la información que debe presentar el emisor a la Bolsa Mexicana de Valores después de la colocación.

Como se puede apreciar, cada etapa es relevante para llevar a cabo la colocación de instrumentos de deuda. No obstante, el diseño del modelo obedece a la necesidad de los gobiernos municipales de contar con una nueva alternativa de financiamiento, en este caso, a través de la colocación de títulos de deuda en el Mercado de Valores.

Las condiciones están planteadas y por lo tanto, depende de cada gobierno sacar el máximo provecho del modelo para convertirse en una empresa pública institucional, tal y como lo han hecho otros municipios en el país quienes actualmente obtienen beneficios del Mercado de Valores.

## **7.2. FUTURAS INVESTIGACIONES**

Las futuras investigaciones que se pueden desarrollar y que tienen relación con el modelo propuesto o lo complementan son:

- Proponer una serie de recomendaciones para incrementar la calificación crediticia de los gobiernos municipales.
- Diseñar un simulador de cálculo matemático que permita determinar el costo de la deuda del gobierno municipal.
- Aplicar el modelo propuesto a una muestra representativa de gobiernos municipales para corroborar la efectividad del mismo.
- Perfeccionar el modelo de ser necesario, después de aplicar los puntos anteriores.

Es pertinente destacar que con el modelo propuesto los gobiernos municipales obtendrán una gran ayuda, sin embargo, si se complementa y mejora se llega al perfeccionamiento, y esto traería como consecuencia grandes ventajas en el proceso de colocación de los instrumentos de deuda en el Mercado de Valores.

## BIBLIOGRAFÍA

- Actinver. (2005). Acostúmbrate a Ganar Más. México: Actinver.
- Aguilar, María Luisa. (Noviembre, 2005). Mercados: De lo mejor para invertir. México: Mundo Ejecutivo, Edición Especial 2005-2006.
- Araujo Aguilar, José. (1998). Sección Financiera "Una guía práctica". México: Trillas.
- Aregional. (Diciembre, 2004). El ABC de las Calificaciones Crediticias. México: Revista de Cabecera Municipal.
- Aregional. (Mayo, 2006). Deuda Pública y Calificaciones al Riesgo Crediticio de los Municipios Mexicanos. México: Aregional.
- Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, BANOBRAS. (Diciembre, 2005). Servicio Integral de Banobras. México: BANOBRAS.
- Barandiaran, Rafael. (2000). Diccionario de Términos Financieros. México: Trillas.
- Bojórquez León, César. (Junio, 2003). Nuevas Fuentes Crediticias para Estados y Municipios: Principales Planteamientos. México: Instituto para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas INDETEC.
- Bolsa Mexicana de Valores, BMV. (2000a). Alternativas de Inversión. México: BMV.
- Bolsa Mexicana de Valores, BMV. (2000b). BMV-SENTRA Capitales. México: BMV.
- Bolsa Mexicana de Valores, BMV. (2000c). Cotizar en Bolsa. México: BMV.
- Bolsa Mexicana de Valores, BMV. (2000d). Un día en la Bolsa. México: BMV.
- Brigham, Eugene F. y Houston, Joel F. (2001). Fundamentos de Administración Financiera. México: Cecsá.
- Cabrero Mendoza, Enrique. (Abril, 2004). Políticas públicas municipales. Una agenda en construcción. México: Política Digital.
- Castro Vázquez, Raúl. (2002). Contabilidad Gubernamental (Federal, Estatal, Municipal para la Fiscalización Superior en la Globalización de la OCDE). México: Instituto Mexicano de Contadores Públicos IMCP.
- Centro Nacional de Desarrollo Municipal, CEDEMUN. (1993). Gobierno y Administración Municipal en México. México: Secretaría de Gobernación.
- Cervantes Soberanes, Irvin Edgar. (2002). Políticas Públicas en México. México: Universidad Nacional Autónoma de México UNAM.
- Código de la Hacienda Pública para el Estado de Chiapas, CHPECH. (2005). México: Secretaría de Planeación y Finanzas.

- Consejo Coordinador Empresarial, CCE. (2006). Código de Mejores Prácticas Corporativas. México: CCE.
- Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, CPEUM. (2002). México: Editorial Porrúa.
- Cortina Ortega, Gonzalo. (1999). Prontuario Bursátil y Financiero. México: Trillas.
- Cuenca Dardón, Rafael A. (2002). Administración Municipal. Una Experiencia Práctica. México: Editorial Panorama.
- D'Auray, Michelle. (Noviembre, 2003). Gobierno digital. La transformación de los servicios centrados en la ciudadanía. México: Política Digital.
- De la Fuente, Lourdes. (Diciembre, 2004). Administración de Riesgos en la Toma de Decisiones de Financiamiento. México: BANOBRAS.
- Del Castillo, Arturo. (2003). Medición de la Corrupción: Un Indicador de la Rendición de Cuentas. México: Auditoría Superior de la Federación ASF.
- Dieck Assad, Flory Anette. (2004). Instituciones Financieras. México: McGraw-Hill.
- Diario Oficial de la Federación, DOF. (Junio 1, 2001). México: Secretaría de Gobernación.
- Dolores de la Merced, Manuel. (Mayo, 2004). Recursos del BID para Estados y Municipios. México: BANOBRAS.
- Fitch Ratings (2002). Entidades Territoriales. "Financiamiento a Estados, Municipios y Organismos Mexicanos: Alternativas y Estrategias". México: Fitch Ratings.
- Fitch Ratings (2003). Internacional Public Finance. "Metodología Internacional para la Calificación Financiera de los Entes Territoriales y Municipales". México: Fitch Ratings.
- Fitch Ratings (2004). Finanzas Públicas. "Mercado de Deuda Bursátil, Opción de Financiamiento para Estados y Municipios". México: Fitch Ratings.
- Fitch Ratings (2005). Finanzas Públicas. "65 Municipios Mexicanos cuentan con 2 Calificaciones de Riesgo Crediticio". México: Fitch Ratings.
- Fitch Ratings (2006). Finanzas Públicas. "Análisis de Crédito de Tuxtla Gutiérrez, Municipio del Estado de Chiapas". México: Fitch Ratings.
- Fitch Ratings (2006). Finanzas Públicas. "Financiamiento Subnacional: Cambios Regulatorios y Beneficios para el Mercado". México: Fitch Ratings.
- García Hinojosa, Javier., y Aguiñaga Gallegos, Daniel. (Marzo, 2007). Retos para la Consolidación de la Cultura Empresarial en México, Entrevista con el Lic.

- Guillermo Prieto Treviño, Presidente de la BMV. México: Instituto Mexicano de Contadores Públicos.
- García Palacios, Omar A. (2000). Las Políticas Públicas: Producto del Sistema Político. México: Universidad Nacional Autónoma de México UNAM.
- Gil Díaz, Francisco. (Noviembre, 2005). Estabilidad para el crecimiento y el bienestar. México: Mundo Ejecutivo, Edición Especial 2005-2006.
- Gitman, Lawrence J. (2003). Principios de Administración Financiera. México: Pearson Educación.
- Gobierno Constitucional del Estado Libre y Soberano de Chiapas, GCE. (2001). Plan de Desarrollo Chiapas 2001-2006. México: Secretaría de Planeación.
- Gobierno del Estado de México, GEM. (2004). Nuevos Esquemas de Financiamiento para Estados y Municipios: Experiencias y Propuestas del Gobierno del Estado de México. México: GEM.
- Gómez Morfín, Joaquín. (1998). Introducción a la Auditoría de Estados Financieros. México: McGraw-Hill.
- Hernández Sampieri, Roberto., Fernández Collado, Carlos., y Baptista Lucio, Pilar. (2006). Metodología de la Investigación. México: McGraw-Hill.
- Herrera Avendaño, Carlos Eduardo. (2003). Bolsa de Valores y Mercados Financieros. México: Gasca Sicco.
- HULL, John C. (2002). Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. Madrid: Prentice-Hall.
- Heyman, Timothy. (1998). Inversión en la Globalización (Análisis y Administración de las Nuevas Inversiones Mexicanas). México: Editorial Milenio.
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, INEGI. (2006). Anuario Estadístico Chiapas, Edición 2006. México: INEGI.
- Instituto de Administración Pública del Estado de Chiapas, IAP. (2002). Manual de Administración Financiera Municipal. México: IAP.
- Instituto de Administración Pública del Estado de Chiapas, IAP. (2004). Manual de Entrega Recepción Municipal. México: IAP.
- Instituto de Administración Pública del Estado de Chiapas, IAP. (2005). Manual de Administración de los Ingresos Municipales. México: IAP.
- Instituto Nacional para el Federalismo y el Desarrollo Municipal, INAFED. (2003). Manual de Información Básica sobre Administración y Gobierno Municipal. México: Secretaría de Gobernación.

- Karin Lundin, Anna. (Noviembre, 2003). Gobierno honesto y transparente. Suecia: Apertura, transparencia y libertad. México: Política Digital.
- Kolb, Robert W. (2002). Inversiones. México: Limusa Noriega Editores.
- Larios Contreras, Cesáreo. (Marzo, 2004a). Diagnóstico General en Materia de Transparencia, Fiscalización y Rendición de Cuentas en México; Resumen Ejecutivo. México: Instituto para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas INDETEC.
- Larios Contreras, Cesáreo. (Junio, 2004b). Control Interno y Fiscalización Superior. México: Instituto para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas INDETEC.
- Ley de Coordinación Fiscal, LCF. (2006). México: IMESA.
- Ley de Hacienda Municipal, LHM. (2004). México: H. Congreso del Estado de Chiapas.
- Ley de Fiscalización Superior del Estado de Chiapas, LFS. (2001). México: H. Congreso del Estado de Chiapas.
- Ley del Mercado de Valores. Diario Oficial de la Federación (DOF). Secretaría de Gobernación.
- Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Municipal, LPCYGPM (2004). México: H. Congreso del Estado de Chiapas.
- Ley Orgánica Municipal del Estado de Chiapas, LOM. (2004). México: H. Congreso del Estado de Chiapas.
- Leyva Reus, Jeanette. (Enero 29, 2004). Más municipios buscarán ser calificados. El Financiero. P. 8 (Secc. Finanzas).
- Marcos, Ma. Del Socorro. (1997). Manual para la elaboración de tesis, TESIS I MATI-PGIT. México: Trillas.
- Matus, Laura. (Octubre 12, 2006). Aprueban iniciativa de Ley de Transparencia con "limitaciones". El Heraldo de Chiapas. P. 4 (Secc. Local).
- Mayoral Jiménez, Isabel. (Noviembre 28, 2003). Cerca de marcar récord, emisión de deuda de estados y municipios. El Financiero. P. 6 (Secc. Finanzas).
- Medina Arellano, Guillermo. (Octubre, 2006). La Bolsa, mejor que nunca. México: Mundo Ejecutivo.
- Menchaca Trejo, Mauricio. (1998). El Mercado de Dinero en México. México: Trillas.
- Mondragón, Ana Laura. (Octubre 12, 2006). Sin garantías, Ley de Transparencia. Cuarto Poder. P. B4 (Secc. Local).
- Moody's Investors Service. Global Credit Research. Moody's (2000). Introducción a las calificaciones de Moody's. EE.UU: Moody's.

- Moreno Lázaro, Ana Laura. (2005). Modelo de Integración de Tecnología de Información como Estrategia para Obtener Ventaja Competitiva en las Pequeñas Empresas. (Tesis de Maestría, Universidad Autónoma de Chiapas).
- Ochoa Setzer, Guadalupe. (2002). Administración Financiera. México: McGraw-Hill.
- Ortega Castro, Alfonso. (2002). Introducción a las Finanzas. México: McGraw-Hill.
- Perdomo Moreno, Abraham. (2000). Administración Financiera de Inversiones 1. México: Thomson.
- Perdomo Moreno, Abraham. (2002). Administración Financiera de Inversiones 3. México: Thomson.
- Ramírez, Arsenio A. (Noviembre, 2005). Cómputo: Futuro Móvil. México: Mundo Ejecutivo, Edición Especial 2005-2006.
- Rodríguez, Oscar. (Diciembre, 2002). El acceso a los Mercados de Capital y la Política de Desarrollo Local: El Intento de Mérida de Emitir Bonos Municipales. México: Instituto para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas INDETEC.
- Rosales Torres, Carlos. (Abril, 2003a). Examen de la Situación Económica de México. Estudios Económicos y Sociales. El Federalismo Mexicano y las Finanzas Municipales: Bases para su Interpretación. México: Banamex.
- Rosales Torres, Carlos. (Mayo, 2003b). Examen de la Situación Económica de México. Estudios Económicos y Sociales. Financiamiento Estatal y Municipal: El Futuro ya está aquí. México: Banamex.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey F. (2000). Finanzas Corporativas. México: McGraw-Hill.
- Secretaría de Hacienda del Estado de Chiapas, SHE. (1999). Panorama Hacendario. Número 2. México: SHE.
- Secretaría de Hacienda del Estado de Chiapas, SHE. (2001). Inducción al Puesto de Presidente Municipal. "La Hacienda Pública Municipal". México: SHE.
- Sotelo Nava, Abraham. (Noviembre, 2003). Gobierno digital. México: Posibilitar que, desde la comodidad de su casa u oficina, los ciudadanos obtengan información del gobierno y tengan acceso a los servicios que éste ofrece. México: Política Digital.
- Steinberg, Michael. (2001). Guía para Invertir en Bolsa (The New York Institute of Finance). España: Ediciones Deusto.
- Tamayo, Jorge L. (1980). Escritos Juaristas. Primera Parte. México: Centro de Investigación Científica.

- Ugalde, Luis Carlos. (2002). La Rendición de Cuentas en los Gobiernos Estatales y Municipales. México: Auditoría Superior de la Federación ASF.
- Vázquez Mota, Josefina. (Mayo, 2004). El Papel de los Municipios en el Desarrollo Social: Retos y Perspectivas. México: BANOBRAS.
- Villegas Hernández, Eduardo., y Ortega Ochoa, Rosa María. (2002). Sistema Financiero Mexicano. México: McGraw-Hill.
- Villegas Toledo, Manuel. (Abril, 2005). Identificación de Riesgos: Herramienta Esencial. México: BANOBRAS.
- Zorrilla Velasco, Pedro. (Marzo, 2007). Retos para la Consolidación de la Cultura Empresarial en México, Opciones de Inversión en la Bolsa e Importancia del Gobierno Corporativo de las Empresas. México: Instituto Mexicano de Contadores Públicos.

#### FUENTES DE INTERNET

Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles.  
<http://www.amib.com.mx>

Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V.  
<http://www.bmv.com.mx>

Comisión Nacional Bancaria y de Valores.  
<http://www.cnbv.gob.mx>

Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros.  
<http://www.condusef.gob.mx>

Banco Nacional de México S.A. de C.V.  
<http://www.banamex.com.mx>

Bancomer S.A. de C.V.  
<http://www.bancomer.com.mx>

Vector Casa de Bolsa S.A. de C.V.  
<http://www.vector.com.mx>

Banco de México.  
<http://www.banxico.org.mx>

Empresa de Consultoría Aregional.  
<http://www.aregional.com.mx>

Fitch Ratings (Compañía Calificadora)

<http://www.fitchratings.com>.

Standard & Poors (Compañía Calificadora)

<http://www.standardandpoors.com>

Moody's (Compañía Calificadora)

<http://www.moody's.com>

## APÉNDICE A

### Entrevista Semiestructurada (Compañía Calificadora Fitch Ratings)

1. ¿Cuál es el proceso para la asignación de una calificación de riesgo crediticio?
2. ¿Qué tipo de análisis se emplea para asignar una calificación de riesgo crediticio? y ¿Cuál es el objetivo?
3. ¿Cuánto tiempo dura el proceso de calificación? y ¿Cuál es la vigencia de la calificación?
4. ¿Qué beneficios obtiene un gobierno municipal al contar con una calificación de riesgo crediticio?
5. Al contar con una calificación de riesgo crediticio ¿Existe un seguimiento por parte de la compañía calificadora?

## APÉNDICE C

### Entrevista Semiestructurada (Bolsa Mexicana de Valores)

1. ¿Cuáles son los requisitos de inscripción al listado de la BMV que debe cumplir un emisor?
2. ¿Cuáles son los requisitos de mantenimiento de listado que debe cumplir un emisor?
3. ¿Cuándo se empieza a divulgar el prospecto de colocación?
4. ¿Quiénes intervienen en la colocación de los instrumentos de deuda? y ¿Qué tipo de colocación es la que se realiza?
5. ¿Quiénes deben estar acreditados para utilizar el sistema EMISNET?
6. ¿En qué momento se realiza la colocación del instrumento de deuda o el cruce de valores en la BMV?

## ABREVIATURAS

<b>AB's</b>	Aceptaciones Bancarias
<b>ADEFAS</b>	Adeudos de Ejercicios Fiscales Anteriores
<b>ADR's</b>	American Depositary Receipts
<b>ADS's</b>	American Depositary Shares
<b>AGD</b>	Almacén General de Depósito
<b>AI</b>	Ahorro Interno
<b>AMIB</b>	Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles
<b>BANOBRAS</b>	Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos
<b>BANXICO</b>	Banco de México
<b>BBI</b>	Bonos Bancarios de Infraestructura
<b>BID</b>	Banco Interamericano de Desarrollo
<b>BMV</b>	Bolsa Mexicana de Valores
<b>BODES</b>	Bonos Bancarios de Desarrollo
<b>BONDES</b>	Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal
<b>BONDIS</b>	Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial
<b>BONOS UMS</b>	Bonos United Mexican States, Bonos emitidos en el extranjero a cargo del Gobierno Federal
<b>BOVIS</b>	Bonos Bancarios para la Vivienda
<b>BPA's</b>	Bonos de Protección al Ahorro
<b>BREM's</b>	Bonos de Regulación Monetaria
<b>CCE</b>	Consejo Coordinador Empresarial
<b>CEBUR's</b>	Certificados Bursátiles
<b>CEDEMUN</b>	Centro Nacional de Desarrollo Municipal
<b>CEDES</b>	Certificado de Depósito Bancario
<b>CETES</b>	Certificados de la Tesorería de la Federación
<b>CHPECH</b>	Código de la Hacienda Pública del Estado de Chiapas
<b>CNBV</b>	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
<b>CNEM</b>	Centro Nacional de Estudios Municipales
<b>CNSF</b>	Comisión Nacional de Seguros y Fianzas
<b>CONAPO</b>	Consejo Nacional de Población
<b>CONDUSEF</b>	Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros
<b>CONSAR</b>	Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro
<b>CPEUM</b>	Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos
<b>CPI's</b>	Certificados de Participación Inmobiliarios
<b>CPO's</b>	Certificados de Participación Ordinarios
<b>CPP</b>	Costo Porcentual Promedio
<b>DOF</b>	Diario Oficial de la Federación
<b>FAEB</b>	Fondo de Aportaciones para la Educación Básica y Normal
<b>FAETA</b>	Fondo de Aportaciones para la Educación Tecnológica y de Adultos
<b>FAIS</b>	Fondo de Aportaciones para la Infraestructura Social
<b>FAM</b>	Fondo de Aportaciones Múltiples
<b>FASP</b>	Fondo de Aportaciones para la Seguridad Pública de los Estados y del Distrito Federal
<b>FASSA</b>	Fondo de Aportaciones para los Servicios de Salud
<b>FFM</b>	Fondo de Fomento Municipal
<b>FGP</b>	Fondo General de Participaciones

<b>FIABV</b>	Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores
<b>FIBV</b>	Federación Internacional de Bolsas de Valores
<b>FISE</b>	Fondo de Infraestructura Social Estatal
<b>FISM</b>	Fondo de Infraestructura Social Municipal
<b>FORTAMUN-DF</b>	Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de los Municipios y de demarcaciones territoriales del Distrito Federal
<b>FVM's</b>	Fondos de Valores Municipales
<b>GCE</b>	Gobierno Constitucional del Estado Libre y Soberano de Chiapas
<b>GDR's</b>	Global Depository Receipts
<b>GEM</b>	Gobierno del Estado de México
<b>GF</b>	Gobierno Federal
<b>IAP</b>	Instituto de Administración Pública
<b>IDS's</b>	International Depository Shares
<b>IEPS</b>	Impuesto Especial Sobre Producción y Servicios
<b>IFOs</b>	Ingresos Fiscales Ordinarios
<b>IMCP</b>	Instituto Mexicano de Contadores Públicos
<b>INAFED</b>	Instituto Nacional para el Federalismo y el Desarrollo Municipal
<b>INDETEC</b>	Instituto para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas
<b>INDEVAL</b>	Instituto para el Depósito de Valores
<b>INEGI</b>	Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática
<b>INMEX</b>	Índice México
<b>INPC</b>	Índice Nacional de Precios al Consumidor
<b>IP</b>	Ingresos Propios
<b>IPAB</b>	Instituto para la Protección del Ahorro Bancario
<b>IPC</b>	Índice de Precios y Cotizaciones
<b>IP-MMEX</b>	Índice para la Mediana Empresa Mexicana
<b>ISAN</b>	Impuesto Sobre Automóviles Nuevos
<b>ISTUV</b>	Impuesto Sobre Tenencia o Uso de Vehículos
<b>IT</b>	Ingresos Totales
<b>LCF</b>	Ley de Coordinación Fiscal
<b>LCNBV</b>	Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
<b>LFS</b>	Ley de Fiscalización Superior del Estado de Chiapas
<b>LGOAAC</b>	Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito
<b>LIC</b>	Ley de Instituciones de Crédito
<b>LIF</b>	Ley de Ingresos de la Federación
<b>LMV</b>	Ley del Mercado de Valores
<b>LOM</b>	Ley Orgánica Municipal
<b>LPCYGPM</b>	Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Municipal
<b>LRAF</b>	Ley para Regular las Agrupaciones Financieras
<b>LSI</b>	Ley de Sociedades de Inversión
<b>MEXDER</b>	Mercado Mexicano de Derivados
<b>MF</b>	Mercado Financiero
<b>MMEX</b>	Mercado para la Mediana Empresa Mexicana
<b>NAFIN</b>	Nacional Financiera
<b>NYSE</b>	New York Stock Exchange
<b>OTC</b>	Over The Counter (Mercado de Mostrador o de Ventanilla)
<b>PAFEF</b>	Programa de Apoyo para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas
<b>PCI</b>	Papel Comercial Índizado
<b>PCS</b>	Papel Comercial Simple
<b>PEA</b>	Población Económicamente Activa

<b>PEF</b>	Presupuesto de Egresos de la Federación
<b>PF</b>	Pagaré Financiero
<b>PIB</b>	Producto Interno Bruto
<b>PMP</b>	Pagaré de Mediano Plazo
<b>PRLV</b>	Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento
<b>RFP</b>	Recaudación Federal Participable
<b>RNV</b>	Registro Nacional de Valores
<b>RNVI</b>	Registro Nacional de Valores e Intermediarios
<b>SENTRA</b>	Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación
<b>SF</b>	Secretaría de Finanzas
<b>SFM</b>	Sistema Financiero Mexicano
<b>SHCP</b>	Secretaría de Hacienda y Crédito Público
<b>SHE</b>	Secretaría de Hacienda del Estado de Chiapas
<b>SIC</b>	Sistema Internacional de Cotizaciones
<b>SIF</b>	Servicios de Integración Financiera
<b>SNCF</b>	Sistema Nacional de Coordinación Fiscal
<b>TESOBONOS</b>	Bonos de la Tesorería de la Federación
<b>TI</b>	Tecnología de Información
<b>TIIE</b>	Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio
<b>TIIP</b>	Tasa de Interés Interbancaria Promedio
<b>TMAC</b>	Tasa Media Anual de Crecimiento
<b>UCEF</b>	Unidad de Coordinación de Entidades Federativas
<b>UDI's</b>	Unidades de Inversión
<b>UDIBONOS</b>	Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en UDIS

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura</b>	<b>Título</b>	<b>Página</b>
2.1	Proceso de operaciones en el mercado primario	35
2.2	Flujo de recursos financieros en los mercados primario y secundario	36
2.3	Participantes del Mercado de Valores	43
3.1	Distribución de ingresos federales	96
3.2	Funcionamiento del fideicomiso maestro	127
3.3	Esquema de financiamiento estructurado sobre ingresos propios	130
6.1	Propuesta de modelo basado en la colocación de instrumentos de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), una alternativa de financiamiento bursátil para los gobiernos municipales del estado de Chiapas.	186
6.2	Áreas evaluadas por las agencias calificadoras	188
6.3	Aspectos a considerar por los gobiernos municipales para elaborar el prospecto de colocación	191
6.4	Procedimiento a seguir e información a proporcionar a la BMV por la colocación de los instrumentos de deuda	195

## ÍNDICE DE GRÁFICAS

<b>Gráfica</b>	<b>Título</b>	<b>Página</b>
1.1	Distribución del Fondo General de Participaciones	3
1.2	Ingresos municipales (estructura porcentual)	4
1.3	Ingresos brutos obtenidos por los gobiernos municipales del Estado de Chiapas (ejercicio fiscal 2004)	5
3.1	Emisiones bursátiles de estados y municipios	105
3.2	Emisiones de deuda subnacional (estados y municipios)	106
3.3	Destino de los recursos obtenidos a través de la Bolsa Mexicana de Valores	106
3.4	Entidades con dos calificaciones de riesgo crediticio	108

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro	Título	Página
1.1	Transferencias fiscales a estados y municipios	3
1.2	Evolución de los ingresos municipales	4
2.1	Instrumentos que cotizan en el mercado de capitales	37
2.2	Instrumentos que cotizan en el mercado de deuda	40
2.3	Integrantes que engloba cada participante del Mercado de Valores	43
2.4	Instrumentos de deuda gubernamentales	59
2.5	Instrumentos de deuda bancarios	64
2.6	Instrumentos de deuda corporativos	68
3.1	Reglas para los requerimientos de capitalización de la banca por créditos otorgados a entidades federativas y municipios	112
3.2	Áreas evaluadas por las agencias calificadoras	115
3.3	Criterios utilizados por Fitch México para calificar la calidad crediticia	119
3.4	Criterios utilizados por Standard & Poors para calificar la calidad crediticia	120
3.5	Criterios utilizados por Moody's de México para calificar la calidad crediticia	121
3.6	Escala de calificaciones de Fitch México	122
3.7	Escala de calificaciones de Standard & poors	123
3.8	Escala de calificaciones de Moody's de México	124
3.9	Escala homogénea convenida entre las compañías calificadoras	125
4.1	Ingresos brutos de los municipios (1ª. Parte)	148
4.1	Ingresos brutos de los municipios (2ª. Parte)	149
5.1	Calendario habitual de una calificación	170

## GLOSARIO DE TÉRMINOS

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

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

**Admisión en Bolsa:** Trámite por el que los valores son aceptados a cotización oficial.

**ADR:** Recibos emitidos por un banco autorizado, que amparan el depósito de acciones de emisoras mexicanas, facultadas por la CNBV para cotizar en mercados foráneos.

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

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

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

**Bursatilidad:** Facilidad de comprar o vender la acción de una emisora en particular.

**BMV-SENTRA Títulos de Deuda:** Permite negociar títulos de deuda, proporcionando al usuario un

instrumental informático moderno, seguro y confiable para intervenir en corros y subastas, desde las mesas de dinero de los intermediarios participantes.

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

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

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

**Circulares:** Disposiciones emitidas por la CNBV.

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

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

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

**Cupón:** Pequeño certificado adjunto al certificado principal de un bono u obligación que representa un interés que debe pagarse a la presentación del mismo. Por derivación en el uso del mercado, la tasa de interés que el emisor promete pagar durante la vida de un bono u otra obligación.

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

**Diversificación del Riesgo:** Operación consistente en repartir el presupuesto de inversión en activos financieros (y no financieros) diferentes en cuanto a rendimiento y riesgo (plazo, sector, etc.).

**Deuda directa:** Son las obligaciones contraídas por la máxima autoridad hacendaria federal, estatal o municipal por concepto de un financiamiento público constitutivo de deuda.

**Deuda contingente:** Son aquellas obligaciones asumidas solidaria o subsidiariamente por la federación con sus organismos, o bien, entidad federativa con sus municipios, organismos descentralizados y empresas públicas estatales o municipales.

**Deuda pública:** Conjunto de obligaciones financieras generadoras de interés, de un gobierno central con respecto a otro gobierno, a empresas o a individuos con otros países, e instituciones internacionales (públicas o privadas).

**Dow Jones:** Índice de la Bolsa de Nueva York.

**Emisión:** Conjunto de valores que se cotizan públicamente en el seno de la bolsa, enmarcando las características generales para las series.

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

**Emisor:** Persona jurídica que realiza una oferta pública de valores en la bolsa, cumpliendo todos los requisitos reglamentarios establecidos por ésta y por el Registro del Mercado de Valores y Mercancías.

**Emisoras:** Empresas que emiten títulos de capital y/o de deuda.

**Estados Financieros:** Documentos que indican la situación financiera de una empresa.

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

**Financiamiento Bursátil:** Financiamiento obtenido a cambio de la colocación de valores en la Bolsa.

**Índice de Precios y Cotizaciones (IPC):** Indicador de la evolución del mercado accionario en su conjunto. Se calcula en función de las variaciones de precios de una selección de acciones, llamada muestra, balanceada, ponderada y representativa de todas las acciones cotizadas en la BMV.

**Índice México (INMEX):** Indicador ponderado por el valor de capitalización de las emisoras que integran la muestra empleada para su cálculo. A diferencia del IPC, la ponderación (peso proporcional) de una sola serie accionaria del INMEX no puede ser mayor al 10% al comienzo del periodo de vigencia de la muestra.

**Índice Nacional de Precios al Consumidor:** Indicador que refleja los cambios en el nivel medio de los precios de los principales productos de consumo.

**Índices Sectoriales:** Índices de Precios calculados para cada sector de la actividad económica, según sea definido por la BMV.

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

**Intermediarios Bursátiles:** Casas de Bolsa autorizadas por la CNBV para operar en el mercado bursátil.

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

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

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

**Libor:** Tasa de interés anual vigente para los préstamos interbancarios de primera clase en Londres, Inglaterra. Se emplea para fijar la tasa de interés en algunos créditos internacionales.

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

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

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

**Lote:** Cantidad mínima de títulos que convencionalmente se intercambian en una transacción.

**Mercado de Capitales:** Mercado donde se negocian valores cuyo objeto es satisfacer las necesidades de capital de las empresas para la realización de proyectos de largo plazo. Ejemplo de tales instrumentos son las acciones.

**Mercado de Deuda:** Mercado donde se negocian valores cuyo objeto es satisfacer las necesidades financieras de corto y mediano plazo. En este mercado se negocian instrumentos tales como papel comercial en el ámbito de las empresas privadas, aceptaciones bancarias y pagarés bursátiles en el ámbito de la banca comercial, y Cetes, Ajustabonos, Bondes y Udibonos en el ámbito del gobierno federal.

**Mercado de Valores:** Espacio en el que se reúnen oferentes y demandantes de valores.

**Mercado Primario:** Negociación de títulos valores emitidos por empresas privadas, el gobierno o sus dependencias, ofrecidos por primera vez a los inversionistas.

**Mercado Secundario:** Negociación de títulos valores que han sido previamente adquiridos en el mercado primario.

**Mercados Extranjeros Reconocidos:** Para los efectos de listado y operación de valores en el SIC y de acuerdo a lo estipulado en la circular 10-176 de la CNBV, se consideran reconocidos por la

Comisión, sin el requisito de solicitud previa, las bolsas de valores, en sus segmentos accionarios, que operen en los países que formen parte del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores y cuyas autoridades las consideren como mercado principal. A la fecha las siguientes Bolsas se encuentran reconocidas por tal efecto:

American Stock Exchange, National Association of Securities Dealers, New York Stock Exchange, Australian Stock Exchange, Bolsa de Madrid, Euronext, Borsa Italiana, Swiss Exchange, London Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange, Stockholmsbörsen, Toronto Stock Exchange, Deutsche Börse AG, Hong Kong Stock Exchange.

**Oferta Pública:** Colocación inicial de valores entre el público inversionista a través de la BMV.

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

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

**Orden:** La instrucción que haya girado un cliente a un intermediario para que este último formule una postura de compraventa en los sistemas de negociación electrónica de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV-SENTRA).

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

**Paridad:** Relación que guardan entre sí las opciones de compra (call) y de venta (put) cuando tienen el mismo valor de referencia, precio de ejercicio y fecha de vencimiento.

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

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

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

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

**Precio:** Valor monetario que se asigna a un activo.

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

**Publicaciones en línea:** Servicios de información de la BMV, que permite al acceso a las publicaciones generadas por la Bolsa a través de su página de Internet.

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

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

**Rendimientos:** Beneficio que produce una inversión. El rendimiento anualizado y expresado porcentualmente respecto a la inversión se denomina tasa de rendimiento. Los rendimientos no sólo se obtienen a través de ganancias de capital (diferencia entre el precio de compra y el precio

de venta], sino también por los intereses que ofrezca el instrumento, principalmente en títulos de deuda y por dividendos que decreta la empresa emisora.

**Reporto:** Operación mediante la cual el intermediario entrega al inversionista los títulos a cambio de su precio actual (precio nominal menos descuento), con el compromiso de recomprarlos a un plazo determinado, anterior a su vencimiento, reintegrando el precio más un premio. Esta operación permite obtener un rendimiento por excedentes de tesorería en periodos breves.

**Riesgo:** Grado de variabilidad o contingencia del retorno de una inversión. En términos generales se puede esperar que, a mayor riesgo, mayor rentabilidad de la inversión.

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

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

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

**Servicios de Integración Financiera (SIF):** Empresa subsidiaria de la BMV constituida para operar y administrar sistemas de negociación de títulos del mercado de deuda. Brinda servicios de corretaje electrónico y telefónico a los intermediarios del mercado de títulos de deuda (casas de bolsa y bancos domiciliados en territorio nacional).

**Sesión de Remates:** Periodo durante el cual se llevan a cabo las operaciones bursátiles en la BMV.

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

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

**Split:** Aumento en el número de acciones en circulación de una emisora, sin variar el importe de su capital social. El split disminuye el valor nominal o si éste no estuviere expresado, el valor teórico de la totalidad de las acciones en circulación.

**Split inverso:** Reducción del número de acciones en circulación de una emisora, sin variar el importe de su capital social. El split inverso aumenta el valor nominal o si éste no estuviere expresado, el valor teórico de la totalidad de las acciones en circulación.

**Spread:** Diferencial entre el precio de venta y el precio de compra de un valor.

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

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

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

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

**Valor par:** Corresponde al valor del capital no amortizado de un instrumento financiero, incluidos los correspondientes intereses y reajustes devengados.

**Warrant:** Opción emitida por una empresa o institución financiera. Son emitidos frecuentemente por las empresas sobre sus propias acciones.