



Centro de Estudios de las Finanzas Públicas

Bursatilización de la Deuda Subnacional

CEFP / 121 / 2009



Palacio Legislativo de San Lázaro, diciembre de 2009

Índice

Bursatilización de la deuda subnacional *	6
1. Introducción.....	6
2. Definición y actores de la bursatilización	8
3. Antecedentes de la bursatilización.....	11
4. Bursatilización en México	12
5. Consideraciones finales	17
6. Fuentes de información.....	19

Presentación

El Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados, en su carácter de órgano de apoyo técnico, institucional y no partidista; en cumplimiento de su función, de aportar elementos que apoyen el desarrollo de las tareas legislativas de las comisiones, grupos parlamentarios y diputados en materia de finanzas públicas, pone a su disposición este documento en el cual se describe la bursatilización como instrumento que ha sido utilizado por los gobiernos subnacionales desde 2001 para allegarse de recursos a partir del mercado bursátil.

Dado el creciente interés de los gobiernos estatales y municipales para resarcir los recortes presupuestales provenientes de la federación en el contexto de la crisis económica mundial, y ante la propuesta del Poder Legislativo de trabajar en torno a una Reforma Hacendaria durante el segundo periodo ordinario de sesiones (2010), el análisis de alternativas para financiar el gasto público, como la bursatilización, que representan una opción para contar con recursos sin tener que recurrir al incremento de los impuestos, del precio de los servicios, o bien a contratar deuda directa; resulta de particular importancia. De ahí que en este documento se aportan elementos para la discusión en torno al tema a partir del conocimiento del esquema de bursatilización.

En un primer apartado de esta contribución se presenta la definición, características, ventajas y limitaciones de la bursatilización. Enseguida se resumen los antecedentes de dicho instrumento para luego presentar datos de la bursatilización de la deuda de estados y municipios en México. Por último, en un apartado se presentan algunas reflexiones finales.

Resulta importante señalar que los datos se presentan hasta 2008 para contar con información anualizada que resultase posible de comparar entre la disponible en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la que se presentan en los Informes Anuales de la Bolsa Mexicana de Valores.

Bursatilización de la deuda subnacional *¹

1. Introducción

El tema de la deuda subnacional cobró relevancia durante la última década del siglo pasado cuando los gobiernos de varios países en desarrollo efectuaron reformas de descentralización fiscal. Los argumentos principales esgrimidos a favor de la descentralización hacen referencia a la eficiencia y el empoderamiento.

Desde el punto de vista de la eficiencia, se señala que las autoridades locales, en comparación con las autoridades centrales, tienen mejor información para decidir que tipo de programas y políticas implementar. Mientras que desde la perspectiva del empoderamiento se argumenta que la provisión de recursos y el delegar decisiones en la escala local permite a las comunidades decidir qué metas persiguen y cómo las quieren cumplir.

Sin embargo, también es pertinente señalar que la descentralización fiscal puede ocasionar ciertos problemas, tales como la indisciplina fiscal de los gobiernos subnacionales toda vez que existe la posibilidad de que un nivel superior de gobierno pueda rescatarlos si es que llegan a enfrentar problemas financieros (Hernández, 2003: 213).

En México, la deuda subnacional cobró fuerza a partir de 1994 cuando se efectuaron procesos de descentralización. Asimismo, la modernización de la administración pública que se ha venido experimentando en los últimos años, ha enfatizado los objetivos de lograr mayor transparencia, disciplina y eficiencia en el uso de los recursos públicos; motivo por el cual, tanto los estados como los municipios, han venido ejerciendo mayor potestad en el ejercicio del gasto, demandando con ello un fortalecimiento de su capacidad administrativa.

No obstante, el hecho de que los estados y municipios no cuenten con suficientes fuentes de ingreso y que, por tanto, la mayor parte de sus recursos provengan de las participaciones federales, complica su autonomía en el ejercicio del gasto y los hace dependientes de política de ingresos adoptada por el gobierno federal.

¹ Palabras clave: Bursatilización, deuda, activos, gobierno subnacional
*JEL: G29, H27, H63

Inscrito dentro de esta lógica de dotar de cierta capacidad a los gobiernos subnacionales para obtener recursos, está el financiamiento bursátil a estados y municipios que inició a partir de junio de 2001 cuando entró en vigor la reforma a la Ley del Mercado de Valores (LMV) con la creación de un nuevo instrumento de deuda denominado Certificado Bursátil.²

En ese año, en el artículo 14 BIS 6 de la LMV, se señalaba que “las sociedades anónimas, entidades de la administración pública paraestatal, entidades federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias, podrán emitir certificados bursátiles en los términos y condiciones a que se refiere el artículo 14 BIS 7”.³

Desde su aparición, el uso de este instrumento en México se ha extendido. Al 31 de diciembre de 2008, el monto de las colocaciones de certificados bursátiles representaba 87.4 por ciento del total de las emisiones del mercado de deuda de mediano y largo plazo. A su vez, si bien la mayor parte del mercado de certificados bursátiles la tiene su vertiente privada (43.3%), la deuda bursatilizada de los gobiernos subnacionales representa 5.0 por ciento del total (BMV, 2009b).

Aún más, ante la reciente crisis financiera internacional y con el objetivo de atenuar los efectos adversos provocados por la importante disminución en las participaciones federales para las haciendas públicas estatales y municipales, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) decidió bursatilizar los recursos remantes del Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF) estimados en 13 mil millones de pesos para 2009, y del mismo modo se espera potenciar los 6 mil millones disponibles para 2010 (SHCP, 2009 y 2009b).

Dada la importancia que ha cobrado este tema, este documento tiene por objetivo describir el proceso de bursatilización, sus ventajas y limitaciones; así como describir la evolución de dicho instrumento como mecanismo de deuda subnacional en México.

² Los certificados bursátiles son instrumentos de deuda para el financiamiento de mediano y largo plazo, así como para instrumentar programas de bursatilización de activos. La principal característica de dicho instrumento es su flexibilidad operativa de estructuras a partir de un programa de colocación que puede ejercerse en una o varias emisiones. Por lo mismo, la empresa ó el gobierno en cuestión tiene la posibilidad de definir el monto y el momento más adecuado para colocar, así como las características de cada emisión, que no necesariamente debe ser la misma, pudiendo establecer los montos y condiciones generales de pago y tasa (real o descuento, indizada, udizada, etc.), así como el plazo de vigencia de cada colocación (BMV, “Certificado Bursátil”, El mercado de valores al servicio de las necesidades de financiamiento de su empresa, [en línea] [consulta septiembre 8, 2009], disponible en: http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/vtp/BMV/BMV_8a1_informacion/rid/223/mto/3/CERTBUR.pdf%3Frepfop=view&reptp=BMV_8a1_informacion&repfiddoc=125&repinline=true.

³ Actualmente, en la LMV las cuestiones relacionadas con los certificados bursátiles se encuentran en el Título III, capítulo I.

2. Definición y actores de la bursatilización

A manera de definición, puede señalarse que la bursatilización es una forma de financiamiento en donde ciertos activos monetarios, con flujos de efectivo predecibles, son agrupados y vendidos a un tercero, que a su vez ha contraído deuda para financiar dicha compra, y donde los recursos de dicho endeudamiento provienen de la emisión y venta de títulos respaldados por los activos en cuestión (Fabozzi, 2003).

La bursatilización o emisión de títulos respaldados por activos es un esquema que permite el acceso a fuentes alternas de financiamiento a mediano y largo plazo (Suárez, 2006: 18). A través de un esquema de bursatilización, el Promotor -ó dueño de un activo- vende el derecho a recibir los flujos que se espera genere dicho activo en el futuro a una entidad creada especialmente y que se conoce como Vehículo de Propósito Específico (VPE). Teóricamente, cualquier activo que sea capaz de generar flujos de efectivo de manera constante, altamente predecible y comprobada históricamente, puede ser bursatilizado.

El VPE es la entidad a la que se vende ó transfiere el activo en cuestión y que se constituye legalmente para este propósito. Puede tomar la forma de empresa, sociedad, fideicomiso, sociedad de responsabilidad limitada ó cualquier otra forma legal que el garantice estar libre del riesgo de quiebra (Suárez, 2006: 19).

En México, se utiliza la figura del Fideicomiso como VPE. Bajo esta fórmula de financiamiento, los gobiernos ó empresas fideicomiten activos en garantía para que el Fideicomiso emita Títulos de Deuda, debidamente calificados y respaldados por el flujo del activo en cuestión, a fin de ser colocados entre inversionistas nacionales y extranjeros en la Bolsa Mexicana de Valores.

El uso de esta figura permite aislar los activos de cualquier eventualidad que tenga el originador de los mismos, por lo que su objetivo es principalmente el de emitir deuda y administrar los activos que le fueron fideicomitados para luego pagar la deuda emitida al amparo de dichos activos.

Así, la bursatilización se define como un esquema fiduciario estructurado que permite obtener financiamiento al dar liquidez a activos no líquidos, o bien, como el medio que facilita la

obtención de recursos del mercado de valores dando valor presente a los ingresos futuros de los mismos.

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

Además de otorgar liquidez a activos no líquidos, un elemento clave en toda operación de bursatilización de activos que la distingue de una emisión tradicional de bonos corporativos, es la separación legal o segregación del activo en cuestión del resto de los activos del Promotor, ya que esto permite aislar al activo en cuestión de los riesgos en que eventualmente pueda incurrir el dueño del mismo.

La diferencia entre la bursatilización y el financiamiento tradicional recae en la separación legal del activo en cuestión al ser transferida su titularidad al VPE, ya que de este modo los flujos del activo bursatilizado se destinan casi por completo al servicio de la deuda que se encuentra garantizada por dichos flujos, y el activo queda fuera del alcance de otros activos del promotor, lo cual garantiza que el activo no peligre si el promotor se declarase en quiebra o enfrentase un proceso de intervención.

Debido a lo anterior, el esquema de bursatilización permite obtener calificaciones más elevadas sobre la calidad crediticia del instrumento emitido toda vez que la deuda depende de los flujos derivados del activo generador y no del total de activos de la empresa, persona o gobierno emisor; lo cual a su vez reduce los costos del financiamiento a través de este esquema.

Sin embargo, como desventajas de la bursatilización se pueden mencionar: la complejidad de las transacciones y los requerimientos de organización que requiere; la inexistencia de un marco normativo completo; y la cuestión de comprometer los flujos futuros del activo en cuestión, que en términos de activos públicos significa que las generaciones futuras no dispongan de los recursos que genera el activo.

Además, y más relevante, resulta el argumento legal que considera inconstitucional la bursatilización de activos públicos toda vez que la operación no es considerada como deuda pública, y por tanto, no existe la debida transparencia en el uso de los recursos. Tal es el caso de la operación realizada en el estado de Sonora.

En dicha entidad, la reforma financiera aprobada en 2007 permitió al gobierno estatal desincorporar recursos públicos para ubicarlos en fideicomisos privados de financiamiento y bursatilizarse a través de la Bolsa Mexicana de Valores. Sin embargo, a mediados de noviembre de 2009, dicha operación fue declarada inconstitucional por la Suprema Corte de Justicia de la Nación (SCJN), quien invalidó el artículo 19 bis de la Ley de Deuda Pública del estado de Sonora que permitía al gobierno local desincorporar cualquier activo, incluidos los derechos sobre la recaudación futura de impuestos para colocarlos en fideicomisos privados de financiamiento.⁴ De este modo, el estado tendrá que seguir destinando recursos provenientes de las participaciones federales para cubrir los 4 mil 500 millones de pesos que ya se comprometieron, pero no se permitirá que siga la bursatilización de recursos para llegar a los 10 mil millones que estaban programados.⁵

Asimismo, la SCJN consideró que se trasgredían los artículos 116, 117 y 134 constitucionales dado que la operación para el Plan Sonora Proyecta es un financiamiento de deuda privada que comprometía ingresos fiscales. A lo cual se añade el hecho de que al no considerarse legalmente como deuda pública se pretendía ubicar estos recursos en fideicomisos sin posibilidad de ser auditados o fiscalizados por ninguna autoridad, federal o local, incluyendo el Congreso del estado

Una vez descrito los conceptos básicos de la bursatilización, sus ventajas y limitaciones, a continuación se resumen los antecedentes de dicho instrumento del mercado financiero.

⁴ Milenio, "SCJN: inconstitucional la bursatilización del gobierno de Sonora", [en línea] [consulta diciembre 8, 2009]. Disponible en: <http://impreso.milenio.com/node/8675120>.

⁵ Proyección Cananea, "El Sonora proyecta es inconstitucional: SCJN", [en línea] [consulta diciembre 8, 2009]. Disponible en: http://www.proyeccioncananea.com/vernoticia.php?fn_mode=fullnews&fn_id=258

3. Antecedentes de la bursatilización

Los primeros títulos respaldados por activos fueron emitidos en Estados Unidos durante los años setenta con la finalidad de apoyar el desarrollo del mercado hipotecario (Suárez, 2006: 10). En ese entonces, la *Government National Mortgage Association* desarrolló el *GNMA pass-through*, un programa por medio del cual se garantizaba el pago de capital e intereses sobre canastas de créditos hipotecarios, y que se convirtió en el antecedente de los *Mortgage-Backed Security* ó títulos respaldados por hipotecas.

A este proceso se incorporaron más tarde los bancos comerciales, las sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda, y otras instituciones autorizadas que bursatizaron otros activos. Los títulos desarrollados por conductos privados sin garantía del gobierno se denominaron entonces como *Private Labor Pass-Through Securities*.

Dichos esquemas han evolucionado y el mercado de bonos respaldados por activos ha crecido hasta incorporar todo tipo de activos que van desde hipotecas, créditos para auto, tarjetas de crédito y créditos para estudio, hasta regalías de artistas.⁶ Para 2005 en Estados Unidos la emisión de títulos respaldados por activos se acercó a los 800 millones de dólares, siendo los bonos respaldados por hipotecas los que mayor participación tienen en el mercado de activos bursatizados.

Aún cuando Estados Unidos tiene el mercado más grande de activos bursatizados, dicho esquema de financiamiento se ha extendido a otros países como Reino Unido, España, Holanda, Alemania e Italia. Al igual que en Estados Unidos, la bursatilización de créditos hipotecarios representa la mayor parte del mercado de deuda.

Las emisiones respaldadas por activos en Estados Unidos han crecido 20 por ciento promedio anual entre 1997 y 2005; las europeas, en su mayoría provenientes del Reino Unido, han mostrado un crecimiento promedio anual superior al 27 por ciento; y en Asia, países como Japón, Corea y Australia tienen emisiones que representan 1.63, 1.38 y 7.0 por ciento de su Producto Interno Bruto (Suárez, 2006: 48).

⁶ En 1997, David Bowie bursatizó las regalías futuras de 300 canciones, operación con la que obtuvo 55 millones de dólares; mientras que el Leeds United bursatizó las entradas a su estadio. Suárez, M., "Bursatilización de activos" [en línea], *El Economista*, 2007 [consulta octubre 16, 2009]. Disponible en: <http://www.acusconsulting.com/art-otros.html>.

Por su parte, en América Latina la bursatilización de activos es reciente, pero ya existe una tendencia hacia el desarrollo de mercados locales. Se han llevado a cabo emisiones en Brasil, Argentina, Colombia, Perú y El Salvador, pero México es el país con el mayor monto de emisiones de títulos respaldados por activos, mismos que representan 40 por ciento del total de las emisiones de la región (Suárez, 2006: 41-43). En la siguiente sección, se describe la situación de la deuda subnacional en México con datos del mercado de valores

4. Bursatilización en México

Desde 1998 en México existía la posibilidad de efectuar operaciones públicas y privadas de bursatilización a través de los Certificados de Participación Ordinaria (CPO)⁷, sin embargo no fue sino hasta la reforma a la Ley del Mercado de Valores, que tuvo lugar en 2001, cuando apreció la figura del certificado bursátil, creado únicamente para efectuar emisiones públicas. A partir de entonces fue posible colocar deuda a emisores que no habían tenido acceso al mercado, como los estados y municipios, empresas paraestatales, organismos multilaterales y bursatilización de hipotecas

Gran parte del desarrollo de los esquemas de bursatilización que han tenido lugar en México se debe a la emisión de títulos respaldados por derechos de cobro o peaje que han efectuado concesionarios carreteros. No obstante, de gran importancia ha sido la emisión, a partir de 2002, de títulos respaldados por hipotecas y el crecimiento de la deuda subnacional. .⁸

En 2008, las emisiones privadas y públicas de certificados bursátiles en México sumaban 145 millones 627 mil pesos, siendo el instrumento que ocupa el mayor porcentaje (87.4 por ciento) en el mercado de títulos de deuda (cuadro 1). Dentro de ellas resalta la importancia de la bursatilización de la deuda subnacional que de 90 millones en 2001 pasó a 8, 208 millones de pesos después de haber alcanzado 35 mil millones en 2007; cifra que seguramente será

⁷ Los Certificados de Participación consisten en un contrato de fideicomiso en el que se depositan bienes, valores o derechos que permiten al fiduciario la emisión de los certificados mediante los que obtiene financiamiento por un periodo mínimo de tres años. Típicamente, este es un medio para bursatilizar cuentas por cobrar, activos, derechos de cobro, entre otros. BMV, Cotizar en Bolsa, [en línea] [consulta diciembre 7, 2009]. Disponible en: http://www.asigna.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/vtp/BMV/BMV_83b_inscripcion_y_prospectos/_rid/223/_mto/3/C_OTIZA.pdf%3Frefpop=view&rept=BMV_83b_inscripcion_y_prospectos&repfiddoc=215&repinline=true.

⁸ Para un análisis más detallado de la bursatilización de títulos respaldados por hipotecas véase Zebadúa, A. (2009), "Nuevos instrumentos financieros en el Paquete Económico 2010: Emisiones de bonos respaldados por hipotecas" [en línea], Nota informativa, CEFP. Disponible en: <http://www.cefp.gob.mx/notas/2009/notacefp0732009.pdf>

superada en 2009 dadas las operaciones que estarán efectuando estados y municipios como medida para enfrentar la escasez de recursos federales.

De este modo, a pesar de que las operaciones de bursatilización han sido en ocasiones cuestionadas, como el caso de Sonora mencionado anteriormente, donde la SCJN declaró la operación como anticonstitucional; existen casos de bursatilización, como el de Veracruz, en el que los recursos provenientes de dicho instrumento del mercado de valores han redituado en inversión en obras de infraestructura que en momentos de restricción presupuestal. Se convierten en una política fiscal anticíclica.⁹ Por ello, la bursatilización puede considerarse como una opción viable, racional, transparente y pública para que los gobiernos subnacionales y el país no se paralicen (Gutiérrez, 2009).

Cuadro 1

Mercado de títulos de deuda de mediano y largo plazo: colocaciones realizadas por tipo de instrumento
(Millones de pesos)

Instrumento	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Certificado Bursátil Privado	14,100	38,770	79,928	127,703	127,723	119,224	126,643	113,346
Pagaré de Indemnización Carretera	12,746	14,608	-	-	-	-	-	-
Pagarés de Mediano Plazo	9,783	2,597	761	-	-	-	-	-
Certificados de Participación Ordinaria	3,811	3,926	2,839	-	-	-	-	-
Estados y Municipios	216	-	2,039	-	-	-	-	-
Certificado Bursátil Gubernamental	90	5,216	6,727	7,041	2,120	18,773	35,161	32,281
Estados y Municipios	90	2,610	6,727	7,041	2,120	18,773	16,750	8,208
Obligaciones	1,711	1,539	420	0	0	2,500	1,450	20,144
Notas	-	-	-	3,000	2,000	-	-	-
Bonos Bancarios	2,000	2,000	-	-	-	-	350	925
Pagaré con Rendimiento Liquidable al								
Vencimiento de Largo Plazo y Cedés ^{1/}	4	3	3	-	669	40	177	-
Títulos de Duda Organismos Multilaterales	-	-	-	-	-	-	1,230.0	-
Total	44,245	68,659	90,678	137,744	132,512	140,537	165,010	166,697

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados con base en datos de BMV, *Informe anual de la Bolsa Mexicana de Valores*, [en línea], 2001-2008 [consulta septiembre 12, 2009]. Disponible en: www.bmv.com.mx

Notas:

- 1/ Los Cedés aparecen hasta 2006
- No se efectuaron emisiones de este instrumento

Así después de tan sólo dos municipios participantes en el mercado bursátil, para 2008 dieciocho estados y municipios habían efectuado colocaciones de deuda a través de los certificados bursátiles. Como se observa en el cuadro 2, la mayoría de las entidades subnacionales han bursatilizados recursos provenientes de las participaciones federales del Ramo 28 "Participaciones a Entidades Federativas y Municipios". Sin embargo, los ingresos de los Impuestos Sobre Nómina (ISN) y los correspondientes al

⁹ Secretaría de Finanzas y Planeación del Estado de Veracruz, "El gobierno de Veracruz sin deuda pública" [en línea] [consulta diciembre 8, 2009]. Disponible en: <http://www.xalapaenred.com.mx/cgi-bin/web?p=xalapaenred&b=VERNOTICIA&{num}=19176>, y Diario Xalapa, "Veracruz no tiene deuda pública directa: Fidel" [en línea] [consulta diciembre 8, 2009]. Disponible en: <http://www.oem.com.mx/diariodexalapa/notas/n1428430.htm>.

Impuesto Sobre Tenencia y Uso Vehicular (ISTUV) han sido otro de los recursos más utilizados por los gobiernos subnacionales.

En cuanto a los montos bursatilizados es de interés señalar que de 2001 a diciembre de 2008 se habían realizado emisiones por poco más de 54 mil millones de pesos, siendo el Distrito Federal el que ha efectuado las operaciones por el mayor monto (16, 390 millones que equivalen a 30.0% del total).

Después de la capital, los gobiernos estatales con mayor monto de emisiones son Veracruz (16.0%), Nuevo León (12.6%), Chiapas (9.2%), Hidalgo (6.7%), Michoacán (6.5%), Oaxaca (5.2%), el Estado de México (3.7%), Guerrero (2.5%), Chihuahua (2.3%) y Sinaloa (1.5%); mientras que en el caso de los municipios destaca el caso de la Ciudad de Guadalajara que realizó una emisión en 2002 por 800 millones de pesos que equivalen a 1.5 por ciento del total bursatilizado en el período.

El resto de los municipios que han efectuado operaciones de bursatilización de activos, Aguascalientes, Aguascalientes; Monterrey, Nuevo León; San Pedro, Nuevo León; Zapopan, Jalisco y Tlalnepantla, Estado de México en conjunto suman emisiones por 861 millones de pesos que representan 1.6 por ciento del total.

Cuadro 2

Emisiones en el Mercado Bursátil de Deuda
Certificados bursátiles de Estados y Municipios
(millones de pesos)

Parte 1 de 2

Originador	2001		2002		2003		2004						
	Clave	Monto	Recurso	Clave	Monto	Recurso	Clave	Monto	Recurso	Clave	Monto	Recurso	%
Aguascalientes, Ags	MAGS 01	90.0	PF Ramo 28				MAGS 03	100.0	PF Ramo 28				
Morelos	EDMOR 01	216.0	PF Ramo 28										
San Pedro, NL				MSPEDRO 02	110.0	PF Ramo 28	MSPEDRO 03	50.0	PF Ramo 28				
Monterrey				MMTY 02	168.0	PF Ramo 28							
Zapopan, Jal.				MZAPOPA 02	147.0	PF Ramo 28							
Guadalajara, Jal				MGUA 02	800.0	PF Ramo 28							
Estado de México				EDMEXCB 02	334.4	ISN	EDMEXCB 03	330.5	ISN				
Estado de México				EDMEXCB 02-2	185.6	ISN	EDMEXCB 03-2	284.8	ISN				
Estado de México				EDMEXCB 02-3	245.3	ISN							
Estado de México				EDMEXCB 02-4	619.4	ISN							
Guerrero							EDOGRO 03	859.5	PF Ramo 28				
Guerrero							EDOGRO 03-2	479.7	PF Ramo 28				
Tlalnepantla, Edo Mex							FTLALCB 03U	95.9	Agua+Dexia				
Nuevo León							EDONL 03	978.0	ISN				
Nuevo León							EDONL 03-2	738.0	ISN				
Veracruz							EDVERCB 03	450.0					
Veracruz							EDVERCB 04	700.0	Cuotas peaje				
Hidalgo							EDOHGO 03	700.0	PF Ramo 28				
Hidalgo							EDOHGO 03-2	500.0	PF Ramo 28				
Distrito Federal							GDFCB 03	2,500.0	PF Ramo 28	GDFCB 04	1,190.0	PF Ramo 28	15% FGP
Distrito Federal										GDFCB 04-2	500.0	PF Ramo 28	15% FGP
Distrito Federal													
Distrito Federal													
Sinaloa										EDOSIN 04U	830.7	PF Ramo 28	
Chihuahua													
Chiapas													
Chiapas													
Michoacán													
Oaxaca													
Total		306.0			2,609.7			8,766.4			2,520.7		

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados con datos de: Fitch Ratings, "Importancia de la calificación a la calidad crediticia para Tabasco y sus Municipios" [en línea] [consulta octubre 9, 2009] Disponible en: www.fitchmexico.com/espanol/Fitch_Eventos.aspx para los datos de 2001 a 2004 y de la Bolsa Mexicana de Valores, "Informe Anual de la Bolsa Mexicana de Valores", 2005, 2006, 2007 y 2008 para los datos de 2005 a 2008.

5. Consideraciones Finales

La emisión de títulos respaldados por activos es un instrumento del mercado financiero que data de cuatro décadas atrás, y desde entonces ha mostrado su utilidad para obtener financiamiento a partir de los recursos que se espera generen los activos en el futuro.

A diferencia de lo sucedido en Estados Unidos y Europa, su aparición en América Latina, y particularmente en México, es mucho más reciente y el mercado apenas comienza a expandirse. No obstante, la importancia de los CPO's y de los Certificados Bursátiles en el mercado de deuda se ha hecho patente toda vez que desde 2002, y hasta la fecha, sus emisiones ocupan más de 70.0% del mercado de deuda de mediano y largo plazo.

Si a esto se añade que las operaciones de bursatilización de activos públicos que han efectuado los gobiernos estatales y municipales apenas tienen ocho años de existencia, pero que han crecido exponencialmente, sobre todo en 2002, 2006 y 2007, es posible afirmar que se trata de un instrumento que ha funcionado.

Aún más significativa resulta la bursatilización de los recursos del FIEF que acordaron los gobiernos estatales con la Secretaría de Hacienda en noviembre pasado para cubrir el recorte del gasto federalizado y complementar los ingresos propios que se vieron reducidos por efecto de la crisis económica mundial, pues es una muestra más de la relevancia que ha cobrado dicho instrumento en la política de ingresos.

A esto sería relevante añadirle el efecto contra cíclico que este tipo de operaciones podría tener en la economía por el uso que de los recursos hacen los gobiernos para efectuar obras de infraestructura y así elevar el empleo, así como poder contar con un modelo que añada elementos robustos sobre esta relación, por lo que se abren nuevas líneas de investigación en torno al tema de la bursatilización.

Si bien, hasta hoy día, las operaciones de bursatilización que se han efectuado en el país, con excepción del caso de Sonora que fue considerado inconstitucional, han contado con un manejo adecuado en la medida que las calificadoras de riesgo se han dedicado a monitorear el proceso.

No obstante, dentro de la agenda legislativa resultaría adecuado considerar la creación de leyes más precisas a nivel federal y local en torno a este instrumento con la finalidad de que los términos en que se realicen las operaciones sean claros, eviten acciones inconstitucionales y den elementos para: establecer montos y recursos permitidos a bursatilizar; decretar la necesidad de efectuar análisis de sostenibilidad de las finanzas públicas durante el tiempo que dure el compromiso; fiscalizar el uso de los mismos por tratarse de bienes públicos, y transparentar el papel de los fideicomisos encargados de emitir los títulos de deuda y de administrar los recursos para pagar la deuda.

6. Fuentes de información

BMV (2009), *Informe Anual de la Bolsa Mexicana de Valores, 2008*, [en línea], [consulta octubre 27, 2009], disponible en: [http://www.bmv.com.mx/wb3/work/sites/BMV/resources/LocalContent/537/6/Informe Anual 2008 Grupo BMV.pdf](http://www.bmv.com.mx/wb3/work/sites/BMV/resources/LocalContent/537/6/Informe%20Anual%202008%20Grupo%20BMV.pdf)

_____(2009b), “Boletín Informativo”, Boletín de prensa, enero 5 de 2009.

BMV (2008), *Informe Anual de la Bolsa Mexicana de Valores, 2007*, [en línea], [consulta octubre 27, 2009], disponible en: http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/vtp/BMV/BMV_890 centros de informacion/ rid/223/ mto/3/Informe Anual Grupo BMV 2007.pdf?repfop=view&reptp=BMV_890 centros de informacion&repfiddoc=783 &repinline=true

_____(2004), *Informe Anual de la Bolsa Mexicana de Valores, 2003*, [en línea], [consulta octubre 27, 2009], disponible en: http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/vtp/BMV/BMV_890 centros de informacion/ rid/223/ mto/3/informeabmv03.pdf?repfop=view &reptp=BMV_890 centros de informacion&repfiddoc=101&repinline=true.

_____(2003), *Informe Anual de la Bolsa Mexicana de Valores, 2002*, [en línea], [consulta octubre 27, 2009], disponible en: http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/vtp/BMV/BMV_890 centros de informacion/ rid/223/ mto/3/informeabmv02.pdf?repfop=view &reptp=BMV_890 centros de informacion&repfiddoc=93&repinline=true

Fabozzi, Frank (2003), “A primer on securitization”, *Journal of Structured Project Finance*, New York, vol. 9, num. 2, pp. 5-19.

Hernández T., Fausto (2003), *La economía de la deuda. Lecciones desde México*, FCE, México.

Gutiérrez, A. (2009), “Bursatilización, opción más viable para evitar paralizar el país”, e-consulta Periódico Digital, [en línea] [consulta diciembre 8, 2009]. Disponible en: http://www.e-consulta.com/veracruz/index.php?option=com_content&task=view&id=2304&Itemid=28.

Ley del Mercado de Valores,[en línea], [consulta noviembre 18, 2009] disponible en: <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>.

SHCP (2009), “Anuncio de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, los gobernadores de Durango y Chihuahua y el coordinador de la comisión permanente de funcionarios fiscales”, [en línea], *Comunicado de prensa*, septiembre 14, 2009 [consulta, noviembre 25, 2009]. Disponible en: http://www.shcp.gob.mx/SALAPRENSA/doc_comunicados_prensa/2009/septiembre/comunicado_048_2009.pdf.

_____ (2009b), “La secretaría de hacienda y crédito público y la conferencia nacional de gobernadores (CONAGO) trabajan conjuntamente para contrarrestar los efectos de la crisis global sobre las finanzas públicas locales” [en línea], *Comunicado de prensa*, agosto 12, 2009 [consulta, noviembre 25, 2009]. Disponible en: http://www.shcp.gob.mx/SALAPRENSA/doc_comunicados_prensa/2009/agosto/comunicado_SHPC_CONAGO_12082009_13162.pdf

Suárez R., Matilde (2006), “La bursatilización de activos en México y su aplicación en el sector carretero del país”, *Tesis doctoral*, ITESM, México.

_____ (2007), “Bursatilización de activos como fuente alterna de financiamiento”, [en línea], *El Economista*, 2007 [consulta octubre 16, 2009], disponible en: <http://www.acusconsulting.com/art-otros.html>.



Centro de Estudios de las Finanzas Públicas
H. Cámara de Diputados
LXI Legislatura
www.cefp.gob.mx

Director General: Dr. Héctor Juan Villarreal Páez

Director de Área: Mtra: Lol-be Peraza González

Elaboró: Mtra. Anjanette D. Zebadúa Soto