



LXI Legislatura  
Cámara de Diputados  
H. Congreso de la Unión

# Centro de Estudios de las Finanzas Públicas

**CEFP**

## NOTA INFORMATIVA

notacefp / 073 / 2009

Octubre 20, 2009

### **Nuevos instrumentos financieros en el Paquete Económico 2010: Emisiones de bonos respaldados por hipotecas\***

#### **Introducción**

Dentro de los objetivos del Gobierno Federal en materia financiera para 2010, mismos que se encuentran contenidos en los Criterios Generales de Política Económica, está la creación de nuevos instrumentos financieros y el fortalecimiento del marco institucional con la finalidad de reactivar y ampliar las fuentes de financiamiento para apoyar más proyectos productivos.<sup>1</sup>

De acuerdo al análisis del gobierno federal, entre 2010 y 2012 la disponibilidad de recursos para el financiamiento al sector público y privado será menor a la registrada antes de la crisis financiera internacional, motivo por el cual se propone la creación de bonos respaldados para impulsar el financiamiento a la vivienda y el establecimiento de una regulación para estandarizar y transparentar las operaciones de bursatilización.

El objetivo de esta nota es presentar las características de la bursatilización de activos y de los bonos respaldados por hipotecas, que son un caso particular de los esquemas de bursatilización, con el propósito de mostrar la importancia que tienen estos instrumentos para la obtención de recursos y así comprender su inclusión en el paquete económico.

#### **Bursatilización de activos**

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.<sup>2</sup>

De este modo, la emisión de Títulos Respaldados por Activos, o *Asset-Backed Securities* (ABS), es un esquema que permite el acceso a fuentes alternas de financiamiento a mediano y largo plazo dado que facilita la obtención de recursos del mercado de valores dando valor presente a los ingresos futuros de un activo dado.

En teoría cualquier activo puede ser bursatilizado, siempre y cuando sea capaz de generar flujos constantes, altamente predecibles, comprobados históricamente, con perspectivas económicas favorables y con una operación y administración eficiente. De ahí que se hayan bursatilizado activos como hipotecas comerciales y residenciales, cuentas por cobrar y derechos de cobro, renta de inmuebles, regalías futuras, peaje en carreteras e impuestos por cobrar.<sup>3</sup>

\*JEL: R31, G21

A través del mecanismo 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 conocida como Vehículo de Propósito Específico (VPE) y cuyo fin consiste en la tenencia del activo transferido, la emisión de instrumentos de deuda y la distribución de los flujos generados por el activo a los tenedores de títulos durante toda la vida de la emisión.<sup>4</sup>

En México, el Fideicomiso se utiliza 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.<sup>5</sup>

El uso de la figura del fideicomiso 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.

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.<sup>6</sup>

De ahí que los títulos emitidos por la bursatilización del activo puedan tener una mejor calificación que la que se obtendría directamente por la empresa originadora, de modo que pueden venderse a mejores precios.<sup>7</sup>

### Bonos respaldados por hipotecas

Los Certificados Bursátiles Respaldados por Hipotecas (BORHIs), o *Residential Mortgage-Backed Security* (RMBS) son un caso específico de bursatilización. De hecho, los esquemas de bursatilización iniciaron en los mercados hipotecarios de Estados Unidos en 1970, cuando la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) inició un programa por medio del cual garantizaba los pagos de capital e intereses sobre los créditos hipotecarios. Esto permitió que las instituciones financieras pudieran vender en el mercado de valores los derechos de cobro de capital e intereses sobre dichos paquetes hipotecarios.<sup>8</sup>

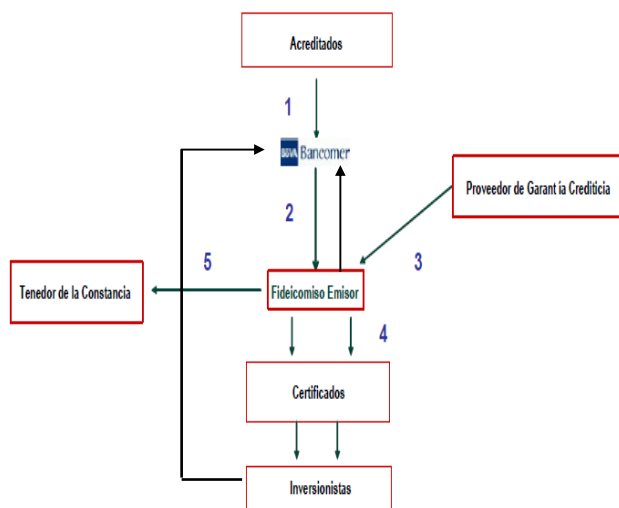
Las emisiones respaldadas por hipotecas pueden definirse como obligaciones que representan reclamos sobre flujos de efectivo que provienen de una canasta de créditos hipotecarios. El mecanismo consiste en que la institución que otorga los créditos hipotecarios vende una canasta de ellos a otra institución financiera, generalmente bancos de inversión, con la finalidad de volver líquidos los activos que representa el pago de las hipotecas y así allegarse de más recursos para financiar una mayor cantidad de créditos para adquirir viviendas.

La institución que compra la canasta la entrega a un fideicomiso que se encarga de emitir certificados bursátiles y de hacerlos llegar al público inversionista. De modo que los pagos que los tenedores de los créditos hipotecarios efectúan se destinan para pagar a los tenedores de acciones y a la institución que ha comprado los créditos. El proceso detallado se muestra de manera gráfica en la figura 1.

En México, este tipo de instrumento no es nuevo y ha sido ampliamente utilizado como mecanismo para financiar vivienda de interés social. En 2003, se realizó la primera emisión de BORHIs por una entidad financiera de

carácter privado: Su Casita, quien emitió 5 millones 200 mil certificados con valor de 100 Unidades de Inversión (UDIs) por certificado.

**Figura 1**



Fuente: Elaborado por el CEFP con base en: SHF, Emisiones de BORHIs, Prospecto Definitivo de las emisiones de BORHIs de Bancomer.

A su vez, en el ámbito público, el Instituto Nacional para el Fomento de la Vivienda de los Trabajadores (INFONAVIT) realizó su primera emisión de Certificados de Vivienda (CEDEVIS) por un monto superior a los 750 millones de pesos en marzo de 2004 pero hasta su tercera emisión de 2009 sumaban 41 581 millones de pesos (Cuadro 1).<sup>9</sup>

A partir de entonces, diversas instituciones como Metrofinanciera (2004), GMAC (2004), Banorte (2006), FinCasa (2006), ING (2006), Crédito y Casa (2006), Patrimonio (2006), Bancomer (2007), HSBC (2007) y Scotiabank (2008) han colocado certificados en el mercado bursátil que a 2009 suman cerca de 79 mil millones de pesos (Cuadro 2).<sup>10</sup>

A diferencia de la mayoría de las operaciones de Bursatilización, que no suelen contar con la garantía de una institución que respalde un porcentaje del adeudo, en México los BORHIs están respaldados por Sociedad Hipo-

**Cuadro 1**

**Emisiones de Certificados Bursátiles Respalados por Hipotecas (BORHIs)**  
Certificados de Vivienda Infonavit (CEDEVIS)  
(millones de pesos)

| Emisión/Año              | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008          | 2009          |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Cedevis 04U              | 750          |              |              |              |               |               |
| Cedevis 04 2U            | 1,435        |              |              |              |               |               |
| Cedevis 05               |              | 3,000        |              |              |               |               |
| Cedevis 06               |              |              | 6,000        |              |               |               |
| Cedevis 073U             |              |              |              | 2,335        |               |               |
| Cedevis 07VSM            |              |              |              | 2,905        |               |               |
| Cedevis 08U              |              |              |              |              | 1,346         |               |
| Cedevis 08 2U            |              |              |              |              | 1,782         |               |
| Cedevis 08 3U            |              |              |              |              | 1,693         |               |
| Cedevis 08 4U            |              |              |              |              | 1,807         |               |
| Cedevis 08 5U/6U         |              |              |              |              | 2,000         |               |
| Cedevis 08 7U/8U         |              |              |              |              | 3,650         |               |
| Cedevis 08 9U            |              |              |              |              | 2,160         |               |
| Cedevis 09U              |              |              |              |              |               | 2,021         |
| Cedevis 09 2U            |              |              |              |              |               | 2,588         |
| Cedevis 09 3U            |              |              |              |              |               | 6,109         |
| <b>Total anual</b>       | <b>2,185</b> | <b>3,000</b> | <b>6,000</b> | <b>5,240</b> | <b>14,438</b> | <b>10,718</b> |
| <b>Total del periodo</b> |              |              |              |              |               | <b>41,581</b> |

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas con datos de: INFONAVIT, Certificados de Vivienda INFONAVIT [en línea] [consulta: octubre 13, 2009], disponible en: [http://portal.infonavit.org.mx/inf\\_general/cedevis/index.html](http://portal.infonavit.org.mx/inf_general/cedevis/index.html)

tecaria Federal (SHF) a través de una garantía de pago oportuno y de pago por incumplimiento.

En la primera, la SHF se obliga a cubrir oportunamente un porcentaje tanto capital como de intereses a los Tenedores de certificados; mientras que en la segunda se compromete a pagar al Fideicomitente (en este caso la empresa que otorga el crédito hipotecario y luego vende el derecho de cobro al Fideicomiso ) una cantidad que resulte de aplicar al saldo insoluto, intereses y gastos respecto de cada crédito hipotecario incumplido.

Así, hasta junio de 2009 la SHF ha dispuesto 32 mil 659 millones de pesos para comprar BORHIs, refinanciar papel comercial hipotecario de corto plazo y para líneas de crédito puente; además de 10 millones para cubrir deuda quirografaria de intermediarios financieros, y 5 895 millones de pesos para garantizar emsiones.<sup>11</sup>

De este modo, la garantía se convierte en un elemento que le otorga mayor estabilidad a la inversión en este tipo de instrumentos y fomenta la disponibilidad de créditos hipotecarios al reducir el riesgo de incumplimiento, lo cual no ocurrió con las hipotecas *supprime* (o de baja calidad) en Estados Unidos, donde el incumplimiento llevó al inicio de la crisis financiera internacional.<sup>12</sup>

### Nuevas emisiones de BORHIs

Dado que los bonos respaldados para impulsar el financiamiento de la vivienda tienen ya un mercado en expansión en México después de nueve años, la propuesta del gobierno federal para 2010 se acota a continuar impulsando el financiamiento de créditos a la vivienda mediante la emisión de CEDEVIS del INFONAVIT y de certificados del Fondo de Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (FOVISSSTE) que inició en 2009.

Con dos emisiones, TFOVIS 09U y TFOVIS 09 2U, el FOVISSSTE ha bursatilizado al día de hoy 7 mil 500 millones de pesos de un programa de 20 mil millones de pesos o su equivalente en UDIs, mismos que, respaldados por un sólido sistema de cobranza que garantiza los pagos de los hipotecas mediante el descuento sobre nómina, han obtenido la máxima calificación crediticia (AAA) por parte de Fitch, Moody's y Standar and Poors y por tanto, se presentan como una de las opciones de inversión menos riesgosas.<sup>13</sup>

Según datos del FOVISSSTE, con la bursatilización de más de 18 mil créditos respaldados por vivienda residencial de interés social se obtendrán recursos para cubrir entre 7.0 y 9.0 por ciento de la meta anual de originación de créditos que tiene contemplados la institución, y dado que la cartera de créditos a bursatilizar representa 36.0 por ciento de la cartera total del FOVISSSTE, este nuevo instrumento se convierte en una herramienta relevante para allegarse de más recursos.<sup>14</sup>

**Cuadro 2**

**Emisiones de Certificados Bursátiles Respaldados por Hipotecas (BORHIs)**  
Instituciones privadas  
(Millones de pesos)

| Institución/Año          | 2003  | 2004    | 2005    | 2006     | 2007     | 2008     | 2009     |
|--------------------------|-------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Bancomer</b>          |       |         |         |          |          |          |          |
| BACOM07                  |       |         |         |          | 25,404.0 |          |          |
| BACOM08                  |       |         |         |          |          | 1,114.0  |          |
| BACOM08-2                |       |         |         |          |          | 5,509.0  |          |
| BACOM09                  |       |         |         |          |          |          | 5,910.0  |
| <b>Banorte</b>           |       |         |         |          |          |          |          |
| BNORCB 06/062            |       |         |         | 2,047.0  |          |          |          |
| <b>Crédito y Casa</b>    |       |         |         |          |          |          |          |
| CREYCCB 06U              |       |         |         | 542.0    |          |          |          |
| CREYCB 06U               |       |         |         |          | 700.0    |          |          |
| <b>Fincasa</b>           |       |         |         |          |          |          |          |
| FCASACB 06U              |       |         |         | 505.0    |          |          |          |
| <b>GIVAC</b>             |       |         |         |          |          |          |          |
| MXVACCB 04 U             |       | 1,072.6 |         |          |          |          |          |
| MXVACCB 05 U             |       |         | 499.0   |          |          |          |          |
| MXVACCB 05 2U            |       |         | 671.8   |          |          |          |          |
| MXVACCB 06               |       |         |         | 526.2    |          |          |          |
| MXVACFW 06U/2U           |       |         |         | 728.3    |          |          |          |
| MXVACFW 07U/2U           |       |         |         |          | 962.0    |          |          |
| MXVACFW 07 3U/4U         |       |         |         |          | 1,304.7  |          |          |
| MXVACFW 07 5U/6U         |       |         |         |          | 699.0    |          |          |
| <b>HSBC</b>              |       |         |         |          |          |          |          |
| HSBCCB 07/2, 3 y 4       |       |         |         |          | 2,500.0  |          |          |
| HSBCCB 08/08 2           |       |         |         |          |          | 1,500.0  |          |
| <b>ING</b>               |       |         |         |          |          |          |          |
| HICOACB 06U/2U           |       |         |         | 693.0    |          |          |          |
| <b>Metrofinanciera</b>   |       |         |         |          |          |          |          |
| METROCB 04U              |       | 506.5   |         |          |          |          |          |
| METROCB 05U              |       |         | 506.0   |          |          |          |          |
| MFCB 05U                 |       |         | 494.0   |          |          |          |          |
| METROCB 06U              |       |         |         | 493.0    |          |          |          |
| METROCB 07U              |       |         |         |          | 1,065.0  |          |          |
| METROCB 08U              |       |         |         |          |          | 1,038.0  |          |
| METROFCB 08              |       |         |         |          |          | 745.6    |          |
| <b>Patrimonio</b>        |       |         |         |          |          |          |          |
| PATRICB 06U              |       |         |         | 993.5    |          |          |          |
| PATRICB 07U              |       |         |         |          | 855.4    |          |          |
| PATRICB 07/2             |       |         |         |          | 1,100.0  |          |          |
| <b>Scotiabank</b>        |       |         |         |          |          |          |          |
| SCOTICB 08               |       |         |         |          |          | 2,494.4  |          |
| <b>Su Casa</b>           |       |         |         |          |          |          |          |
| BRHCGCB 03U              | 595.6 |         |         |          |          |          |          |
| BRHCGCB 04U              |       | 1,073.0 |         |          |          |          |          |
| BRHSCCB 05U              |       |         | 688.5   |          |          |          |          |
| BRHSCCB 06               |       |         |         | 524.7    |          |          |          |
| BRHSCCB 06U              |       |         |         | 1,102.0  |          |          |          |
| BRHSCCB 06 3U            |       |         |         | 1,030.5  |          |          |          |
| BRHSCCB 06 5U            |       |         |         | 800.0    |          |          |          |
| BRHSCCB 06 2             |       |         |         | 703.5    |          |          |          |
| BRHSCCB 07               |       |         |         |          | 856.7    |          |          |
| BRHCCB 07U               |       |         |         |          | 3,007.2  |          |          |
| BRHCCB 07                |       |         |         |          | 1,826.0  |          |          |
| BRHCCB 08U               |       |         |         |          |          | 1,899.2  |          |
| BRHCCB 08 4U             |       |         |         |          |          | 1,655.0  |          |
| <b>Total anual</b>       | 595.6 | 2,652.1 | 2,859.3 | 10,688.7 | 40,280.0 | 15,955.2 | 5,910.0  |
| <b>Total del período</b> |       |         |         |          |          |          | 78,940.9 |

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, con datos de SHF, Emisiones de BORHIs, Suplemento de la emisión [en línea] [consulta octubre 12, 2009], disponible en: <http://nuevoportal.shf.gob.mx/emisionesbursatiles/EmisionesdeBORHIs/REPORTESEMISIONES/Paginas/default.aspx>

Nota: Las emisiones en UDIs se convirtieron a pesos de acuerdo con el valor nominal de la UDI a la fecha de la emisión, mismo que se reporta en el suplemento definitivo de la emisión

## Comentario final

La propuesta del gobierno federal en materia de instrumentos financieros para apoyar proyectos productivos se limita al sector vivienda, toda vez que para 2010 se plantea como objetivo promover y desarrollar bonos respaldados para impulsar el financiamiento de desarrollos habitacionales.

Sin embargo, este tipo de instrumento no es nuevo en México, el mercado de BORHIs se ha expandido desde su aparición en 2003 y sus rendimientos presentan una ten-

dencia creciente que se interrumpe en octubre de 2008 por el inicio de la crisis financiera internacional, pero que se ha recuperado, y para abril de 2009 los BORHIs y los CEDVIS tenían un rendimiento de 7.6 y 12.9, respectivamente.<sup>14</sup>

De modo que las acciones gubernamentales se enfocarán a promover las emisiones de TFOVIS que son los únicos instrumentos de reciente creación y a fortalecer el marco institucional para que las operaciones de bursatilización sean lo más riesgosas y transparentes posibles.

## Notas

<sup>1/</sup> SHCP, *Criterios Generales de Política Económica para la Iniciativa de Ley de Ingresos y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación correspondientes al Ejercicio Fiscal de 2010* [en línea], pág. 132 [consulta septiembre 9, 2009]. Disponible en: [http://www.diputados.gob.mx/PEF2010/temas/expo\\_motivos/criterios/cgpe\\_2010.pdf](http://www.diputados.gob.mx/PEF2010/temas/expo_motivos/criterios/cgpe_2010.pdf)

<sup>2/</sup> Fabozzi, Frank (2003), "A primer on securitization", *Journal of Structured Project Finance*, New York, vol. 9, num. 2, pp. 5-19.

<sup>3/</sup> Suárez R., Matilde (2006), "La bursatilización de activos en México y su aplicación en el sector carretero del país", *Tesis doctoral*, ITESM, México, pág. 21.

<sup>4/</sup> *Ibid*, págs. 20-21, 29.

<sup>5/</sup> Próximamente se publicará en el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas un documento enfocado al uso del esquema de bursatilización por parte de los gobiernos subnacionales en México.

<sup>6/</sup> Suárez R., *op. cit.*, págs. 20-21

<sup>7/</sup> Vink, D. y Thibeault, A. (2007), "An Empirical Análisis of Asset-Backed Securitization" [en línea], *MPRA Paper*, núm. 10382, [consulta septiembre 29, 2009]. Disponible en: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/10382/>, pág. 3.

<sup>8/</sup> Suárez R., *op. cit.*, pág. 40.

<sup>9/</sup> Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), Emisiones de BORHIs [en línea] [consulta octubre 8, 2009]. Disponible en: <http://nuevoportal.shf.gob.mx/EMISIONESBURSATILES/Paginas/Emisionesbursatiles.aspx>.

<sup>10/</sup> El año marcado entre paréntesis hace referencia a la fecha en que la institución efectuó emisiones de BORHIs por primera vez, sin embargo hasta la fecha Bancomer ha efectuado seis colocaciones de certificados bursátiles, Metrofinanciera siete, GMAC ocho, Patrimonio dos, HSBC tres, Scotiabank una en 2008, y Banorte, ING, FinCasa y Crédito y Casa una cada una en 2006.

<sup>11/</sup> SHCP, *Criterios Generales de Política Económica para la Iniciativa de Ley de Ingresos y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación correspondientes al Ejercicio Fiscal de 2010* [en línea], pág. 78 [consulta octubre 16, 2009]. Disponible en: [http://www.diputados.gob.mx/PEF2010/temas/expo\\_motivos/criterios/cgpe\\_2010.pdf](http://www.diputados.gob.mx/PEF2010/temas/expo_motivos/criterios/cgpe_2010.pdf)

<sup>12/</sup> En el mercado hipotecario estadounidense se otorgaron créditos denominados *supprime*, o de baja calidad, porque las restricciones que se establecieron para los acreditados fueron muy bajas y las tasas de interés más altas que en un crédito hipotecario promedio, de modo que el riesgo de incumplimiento de pago era muy elevado. Así, se generó una burbuja especulativa que no tuvo sustento cuando las hipotecas dejaron de pagarse y ese fue uno de los primeros factores que llevaron a la crisis financiera internacional que enfrentamos en este momento.

<sup>13/</sup> Las calificaciones AAA se otorgan a los créditos a largo plazo e indican la expectativa de riesgo de crédito más reducida. Solamente se asignan en los casos donde existe una capacidad excepcionalmente fuerte para hacer frente a la devolución del principal e intereses de las obligaciones financieras de manera puntual. Es muy poco probable que esta capacidad se viera afectada negativamente por acontecimientos previsibles.

<sup>14/</sup> FOVISSTE, *TFOVIS 09U*, junio 2009 [en línea] [consulta octubre 13, 2009], disponible en: <http://www.fovissste.gob.mx/work/sites/Burzatilizacion/resources/PDFContent/9/presentacionfovissste.pdf>.

<sup>15/</sup> Banamex, *Panorama semanal de Deuda Corporativa* [en línea], del 20 al 24 de abril de 2009, págs. 15 y 16 [consulta: octubre 13, 2009]. Disponible en: [http://www.banamex.com/esp/pdf\\_bin/semana\\_instrumentos/2009\\_04\\_30\\_SD\\_Corp.pdf](http://www.banamex.com/esp/pdf_bin/semana_instrumentos/2009_04_30_SD_Corp.pdf)