BONOS MUNICIPALES EN LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS

Por

Alan Alor Soto

TESIS

Presentada ante la Facultad de la Escuela de Graduados en Administración y Dirección de Empresas (EGADE) del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, Campus Monterrey como requisito parcial para obtener el título de

MAESTRO EN FINANZAS

DICIEMBRE 2001

BONOS MUNICIPALES EN LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS

Por

Alan Alor Soto

Tesis

Presentada ante la facultad de la Escuela de Graduados en Administración y Dirección de Empresas (EGADE) del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, Campus Monterrey como requisito parcial para obtener el título de

MAESTRO EN FINANZAS

Diciembre de 2001

BONOS MUNICIPALES EN LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS

Por

Alan Alor Soto

Tesis

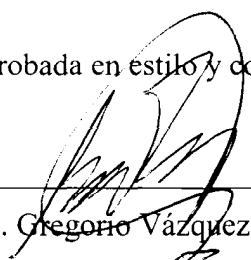
Presentada ante la facultad de la Escuela de Graduados en Administración y Dirección de Empresas (EGADE) del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, Campus Monterrey como requisito parcial para obtener el título de

MAESTRO EN FINANZAS

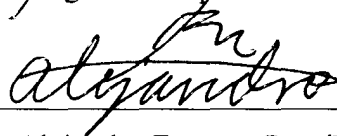
Diciembre de 2001

BONOS MUNICIPALES EN LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS

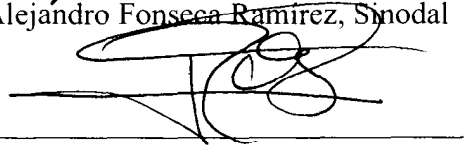
Aprobada en estilo y contenido por:



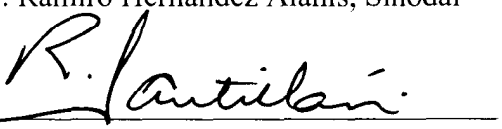
Lic. Gregorio Vázquez Alanís, Asesor



Lic. Alejandro Fonseca Ramírez, Sinodal



Lic. Ramiro Hernández Alanís, Sinodal



Lic. Roberto Joaquín Santillán Salgado,

Director del Programa de Maestría en Finanzas

DEDICATORIA

A mi mamá Francisca Soto Morales, a mi papá Roberto Alor Terán, a mis hermanos Roberto y Alexis, y a toda la familia. Gracias por su apoyo incondicional en todo momento.

AGRADECIMIENTOS

Expreso mi más sincero agradecimiento al Lic. Gregorio Vázquez Alanís, quien me brindó todo el apoyo académico necesario en esta tarea.

La contribución de las siguientes personas fue de vital importancia para la realización de este trabajo, por lo que agradezco especialmente a: C.P. Raúl G. Cuadra García, Secretario de Finanzas del H. Ayuntamiento de Aguascalientes; C.P. Encarnación Ramones Porfirio Saldaña, Secretario de Finanzas y Tesorería del H. Ayuntamiento de Monterrey; Lic. Aurelio Gerardo Cavazos Cárdenas y Lic. Humberto Panti Garza, directivos de Fitch México, S.A. de C.V.; Lic. Mario Esparza Sánchez, director ejecutivo de Casa de Bolsa Arka, S.A. de C.V.; Lic. Sol Elvira Pérez Torres Lara, profesora de la EGADE, y al Dr. Hernán Soto Morales, Presidente Municipal de Montemorelos, N. L. (1997-2000).

También agradezco a la Lic. Lis Fuentes Zaragoza por el apoyo moral brindado para la culminación de mis estudios de maestría. Asimismo agradezco a la empresa Pemex Gas y Petroquímica Básica, subsidiaria de Petróleos Mexicanos, en especial al C.P. José Manuel Sánchez Martínez, Gerente de Recursos Materiales, por haberme permitido combinar el estudio y el trabajo a lo largo de este trayecto en mi carrera profesional.

RESUMEN

BONOS MUNICIPALES EN LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS

DICIEMBRE DE 2001

ALAN ALOR SOTO

LICENCIADO EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS SUPERIORES DE MONTERREY

MAESTRO EN FINANZAS
INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS SUPERIORES DE MONTERREY

Dirigida por: Lic. Gregorio Vázquez Alanís

El presente trabajo propone el desarrollo de un mercado de bonos municipales en nuestro país, tomando como ejemplo el mercado de deuda municipal que existe en los Estados Unidos de América. Se propone una herramienta financiera que puede solucionar el rezago económico de las comunidades e impulsar proyectos de infraestructura que generen riqueza y empleo en México.

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.

i.	Contexto. *Situación de los municipios en México.*	1
ii.	Hipótesis y objetivos.	7
iii.	Definición de Términos Importantes.	8
iv.	Contribución del estudio.	9
v.	Delimitación del estudio.	10

DESARROLLO.

I. El Mercado Mexicano de Valores.

- Definición. 11
- Participantes. 12
- Instrumentos. 20
- Estructura y funcionamiento. 31
- Conclusiones. 35

II. El Bono como Instrumento de Financiamiento.

- Elementos generales. 36
- Tipos de bonos. 40
- Riesgo de los bonos. 45
- Precio, rendimiento y tasas de interés. 48
- Conclusiones. 54

III. El Bono Municipal en los Estados Unidos de Norte América.

- Historia. 55
- Características generales del bono municipal. 58
- Tipos de bonos municipales. 61
- Elementos y participantes. 66
- Estructura y funcionamiento del mercado. 75
- Conclusiones. 86

IV. Desarrollo del Bono Municipal en los Estados Unidos Mexicanos.

- Antecedentes. 87
- Certificado Bursátil. 91
- Elementos y participantes necesarios para el desarrollo del bono municipal en México. 100
- Deuda pública. 115
- Conclusiones. 121

CONCLUSIONES.

V. Conclusiones y recomendaciones. 122

Apéndices. 125

Bibliografía.

LISTA DE TABLAS

Tabla	Descripción	Página
1	Responsabilidad municipal. Fuente: Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.	1
2	Comparativos de ingresos tributarios. Fuente: Fitch	4
1.1	Participantes del mercado de valores. Fuente: Elaboración Propia.	12
1.2	Instrumentos del Mercado de Valores. Fuente: Elaboración propia.	21
2.1	Tabla de calificaciones de las tres principales calificadoras de valores. Fuente: Moody´s.	49
3.1	Composición del mercado de deuda norteamericano. Fuente: The Bond Market Association.	57
3.2	Unidades de gobierno de acuerdo al Buró para el Censo de los Estados Unidos, 1997. Fuente: (Wesalo, 2001: 51)	61
3.3	Uso de la deuda municipal en Estados Unidos. Fuente: (Wesalo, 2001: 6)	65
3.4	Cuatro de las emisiones de deuda de mayor monto desde 1947 en los Estados Unidos. Fuente: (Wesalo, 2001: 55)	66
3.5	Participación de los emisores en el mercado de bonos municipales norteamericano. Fuente: (Wesalo, 2001: 5)	67
3.6	Participación por tipo de inversionista. Fuente: (Wesalo, 2001: 17).	73
4.1	Comparativo de Instrumentos de deuda. Fuente: (Campuzano, 2001: 50).	95
4.2	Calificaciones obtenidas por algunos municipios mexicanos. Fuente: elaboración propia.	95
4.3	Participantes del mercado de Certificados Bursátiles. Fuente: Monex.	98
4.4	Comparativo de las características del CB y del Bono Municipal. Fuente: elaboración propia.	101
4.5	Ventajas y desventajas de los métodos de colocación. Fuente: (Wesalo, 2001: 69).	105

LISTA DE FIGURAS

Figura	Descripción	Página
1	Estructura de la hacienda pública municipal. Fuente: Elaboración propia.	2
1.1	Sociedades de Inversión. Fuente: Elaboración Propia.	16
1.2	Normatividad del mercado de valores. Fuente: Elaboración propia.	18
1.3	División del MV de acuerdo al destino de los recursos. Fuente: Elaboración Propia.	31
1.4	División del Mercado de Valores de acuerdo a su función. Fuente: Elaboración Propia.	33
1.5	Proceso de oferta pública. Fuente: Elaboración Propia.	34
3.1	Ejemplo de bono municipal ofertado a través de Internet. Se pueden encontrar los seis elementos básicos de todo bono municipal. Fuente: Bond Express Inc.	59
3.2	Flujo de fondos en el mercado primario. Fuente: (Wesalo, 2001: 4)	76
3.3	Portada de notificación u oferta oficial. Fuente: (Wesalo, 2001: 69).	80
3.4	Ejemplo del formato utilizado por un Consejo de Emisión. Fuente: (Wesalo, 2001:71)	82
3.5	Notificación de venta u oferta. Fuente: The Bond Buyer Co.	83
3.6	Ejemplo de sitio en Internet dedicado al mercado secundario de bonos. Fuente: Bondpage.com	86
4.1	Mecánica del fideicomiso maestro en emisión de CB a nivel municipal. Fuente: Elaboración propia.	97
4.2	*Notice of sale*, como parte de un procedimiento de venta competitiva. Fuente: Bondbuyer.com	104
4.3	Principales empresas aseguradoras de bonos municipales en el mundo.	108

LISTA DE GRÁFICAS

Gráfica	Descripción	Página
4.1	Bonos con seguro en los EU. Fuente: (Wesalo, 2001: 14).	107
4.2	Participación del bono de ingreso respecto al de obligación general. Fuente: (Wesalo,2001: 56).	111
4.3	Deuda de gobiernos locales mexicanos como porcentaje del PIB. Fuente: SHCP.	118
4.4	Deuda Pública Neta en México. Fuente: SHCP.	119
4.5	Comparativo internacional de deuda pública. Fuente: SHCP.	119

i. Contexto.

La importancia del municipio en nuestro país está plasmada en el Artículo 115 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. De acuerdo con ésta, el municipio es la base de la división territorial y de la organización política y administrativa de cada Estado. "El municipio, constituido por un conjunto de habitantes establecidos en un territorio, administrado por un Ayuntamiento para satisfacer sus intereses comunes, es una entidad de derecho público investido de personalidad jurídica, con libertad interior, patrimonio propio y autonomía para su administración" (LOAPMNL, 2000:1).

El municipio ha sido la forma de gobierno que ha estado más cerca del pueblo y es uno de los elementos básicos en que descansa nuestra organización social y política (Salinas Sandoval, 1997).

Para hacer frente a la gran responsabilidad que lleva a cuestas, el municipio cuenta con la hacienda pública municipal, la cual reúne los recursos y bienes con el fin de canalizarlos en la forma de gasto público que sirva para cumplir con sus objetivos de gobierno, es decir, con las responsabilidades que el Artículo 115 confiere a los municipios (tabla 1).

Áreas responsabilidad de los municipios de acuerdo a la Constitución.	
Agua potable y alcantarillado	Alumbrado Público
Limpia	Mercados y centrales de abasto
Panteones	Rastro
Calle, parques y jardines	Seguridad pública y tránsito
Zonificación y planes de desarrollo urbano municipal	Creación y administración de reservas territoriales y reservas ecológicas
Control y vigilancia de la utilización del suelo	Regularización de la tenencia de la tierra urbana
Licencias y permisos para construcciones	Las demás que le confieren las legislaturas locales

Tabla 1. Fuente: Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

Los elementos que componen la hacienda pública municipal, pueden apreciarse con mayor detalle en el apéndice 1 de este trabajo. La figura 1 muestra a grandes rasgos la estructura de la misma.

Además de las actividades que el Artículo 115 menciona, el municipio tiene la función implícita de ser promotor del desarrollo comunitario. Sin embargo, dada su actual capacidad económica, es cuestionable incluso que pueda brindar los servicios indispensables con la calidad y el alcance mínimo deseado.

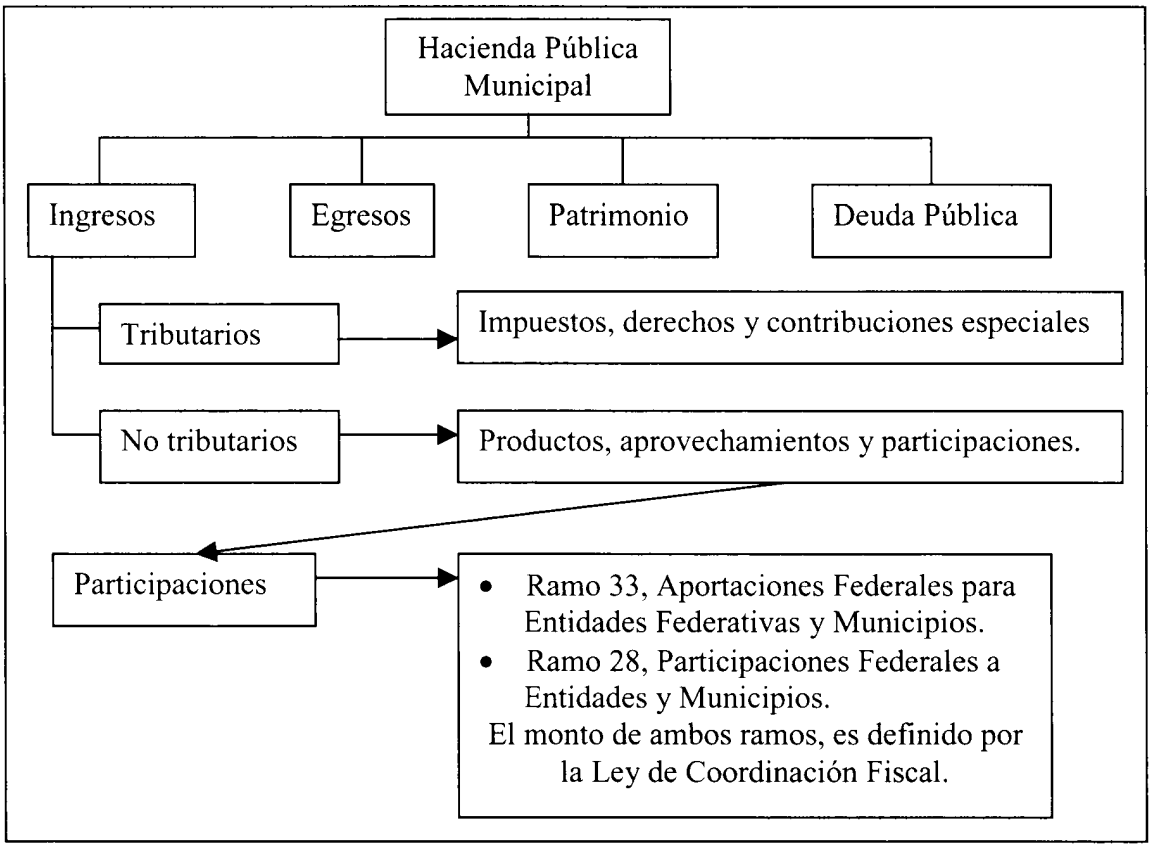


Figura 1. Estructura de la hacienda pública municipal. Fuente: Elaboración propia.

No obstante la importancia que el municipio tiene para la vida social, política y económica del país, ha sufrido desde siempre debilidad administrativa y financiera. Esta problemática tiene raíces históricas profundas que datan desde la concepción misma de la República. Los municipios paulatinamente se volvieron dependientes del Estado y la Federación. El resultado de esta "evolución" puede verse en materia de ingresos, en donde es la federación la que mantiene una hacienda pública fuerte en contraste con la raquítica hacienda pública municipal, la cual tiene que hacer frente a las múltiples necesidades de la población que el artículo 115 de la Constitución le confiere.

Los municipios dependen en gran medida de los recursos provenientes ya sea del Estado o la Federación, los cuales llegan a representar hasta el cincuenta por ciento de los ingresos del municipio. El marco legal que regula la distribución de estos recursos a los municipios es extenso y su distribución es calificada por algunos académicos como ineficaz en el sentido de que no son los municipios más necesitados los que reciben la mayor cantidad de recursos (Patrón Sánchez, 1999).

Nuestro país tiene un complejo sistema fiscal intergubernamental caracterizado por un alto grado de centralización del gasto y facultades muy limitadas de recaudación del ingreso a cargo de los estados y municipios. En México, poco más del 70% del gasto general de gobierno es efectuado por la federación, en contraste con gobiernos de otros países, como Argentina (60.3%), Brasil (65.8%), Canadá (41.3%) o los Estados Unidos (60.3%) (Fisher, 1996). En cuanto a ingresos, la diferencia respecto a otros países es más abrumadora, como se puede apreciar en la tabla 2.

Ingresos tributarios por niveles de gobierno		
	Nivel Central %	**Nivel Local %**
Canadá	50	50
Argentina	60	40
India	62.7	37.3
Suiza	64.5	35.5
EUA	66.3	33.7
Brasil	71.4	28.6
Alemania	72.8	27.2
México	94.7	5.3

Tabla 2. Comparativos de ingresos tributarios. Fuente: Fitch

El rubro de participaciones, representa en promedio más de la mitad de los ingresos de la hacienda pública municipal, recursos que son canalizados de la Federación a los Estados y Municipios a través de los canales que prevé la Ley de Coordinación Fiscal. Las participaciones, representan tan sólo el 20% de todos los impuestos que obtiene la Federación, así como por los derechos sobre la extracción de petróleo y de minería. La agencia calificadora de valores Fitch (2001) señala:

> "la acentuada dependencia de ingresos federales de las entidades territoriales se refleja en el alto porcentaje que éstos representan de los ingresos totales de los estados y municipios en su conjunto (88%). En el caso de los estados esta dependencia es mayor, situándose en promedio en 91%, mientras que en los municipios se ubica aproximadamente en 71%" (Fitch, 2001: 3).

Las grandes carencias que enfrentan los 2,427 municipios en nuestro país, son resultado del escaso y mal proporcionado presupuesto con el que actualmente disponen. Es notoria la falta de infraestructura para el comercio, la educación y las comunicaciones por lo que se requiere de nuevas herramientas para poder financiar obras que impulsen el bienestar económico en todas las comunidades de México.

Hay muchos ejemplos de las dificultades económicas que enfrentan nuestros municipios, tal es el de Cancún, en el estado de Quintana Roo: "Cancún, con una tasa de crecimiento del 12 % en términos reales, recibirá este año 120 millones de pesos, después de haber generado 2,600 millones de dólares....el crecimiento tan dinámico del estado de Quintana Roo de tres veces la media nacional, reclama servicios urgentes para la gente que llega con la esperanza de obtener una vida nueva, mientras que la Federación permanece fríamente al margen de las necesidades del estado y los municipios" (Carrillo Ruiz, 2000). "Nosotros, el PAN, ganamos el municipio de El Carmen, que aporta el 75% de la producción de crudo nacional. Y es un municipio, que si ustedes llegan a verlo, tiene las calles rotas, ni tiene drenaje" (Valladares Valle, 2000).

Es urgente dotar al municipio de verdadera autonomía financiera no sólo en cuanto a la distribución del gasto sino en la manera de hacerse de recursos; "...las fuentes propias de ingresos no permiten cubrir al menos el gasto corriente de la administración municipal, mucho menos contemplar el despliegue de acciones y proyectos tendientes a fomentar el desarrollo económico y social comunitario..." (Pérez González, 1993: 14).

Una de las alternativas de financiamiento municipal comúnmente utilizada en Estados Unidos de Norte América y que puede ser desarrollada en México con éxito es la de los bonos de desarrollo municipal. Esta herramienta es muy importante para las finanzas locales pues no solo permite mejorar los servicios que presta el municipio sino que en verdad generan desarrollo en las comunidades

El mercado de valores norteamericano es vital para el crecimiento y desarrollo de los municipios, pues permite a estos allegarse de recursos para la realización de nuevos proyectos de inversión optimizando su costo de capital y amplía las opciones de inversión disponibles para el público en general, brindándole la oportunidad de diversificar sus inversiones para obtener rendimientos acordes a los niveles de riesgo que esté dispuesto a asumir.

Utilizando la experiencia de nuestro vecino del norte, es posible un mercado fuerte y vigoroso de bonos municipales en nuestro país, que verdaderamente sirva de palanca para el desarrollo económico de las comunidades y que fortalezca a su vez, al deteriorado sistema financiero mexicano, al representar una nueva opción para el público inversionista.

ii. Hipótesis y objetivos.

Los bonos municipales son una eficaz herramienta para impulsar el desarrollo y combatir las carencias de los municipios. Su uso permitirá a los municipios proporcionar servicios públicos de calidad e impulsar el desarrollo comunitario con infraestructura que genere beneficios económicos a futuro (escuelas, plazas comerciales, hospitales, etc.). Además, el mercado de bonos municipales fortalecerá el sistema financiero pues será una nueva opción para el público inversionista.

Los objetivos que se persiguen con el presente trabajo son:

- Formular una propuesta útil a la comunidad, que genere más y mejores ideas sobre alternativas de financiamiento para los municipios.

- Que la propuesta apoye el debate por una libertad financiera para los estados y municipios del país.

- Que sirva de apoyo para propuestas de reforma legislativa en materia de finanzas públicas municipales.

- Que motive a iniciar trabajos relativos a la elaboración de propuestas al Gobierno Federal, para que legisle en materia del bono municipal y su inclusión en el mercado de valores mexicano, así como en cuestiones de libertad financiera para municipios.

iii. Definición de términos importantes.

Hacienda Pública Municipal.

Concepto que los estudiosos del tema definen como el conjunto de recursos y bienes con que cuenta el municipio así como la distribución y aplicación de dichos recursos mediante el gasto público, para alcanzar objetivos de gobierno de la comunidad.

Bono.

Los bonos son simplemente una forma de préstamo "negociable"; títulos que se negocian en el Mercado de Valores y que representan un contrato de préstamo entre el emisor como deudor y el inversionista como acreedor. Tiene plazo mayor a un año.

Bono municipal.

Un bono municipal representa una promesa de un estado, una unidad de gobierno u otra entidad calificada (emisor), de pagar al prestamista (inversionista) una cantidad de dinero llamada principal y un interés, de acuerdo con cierto calendario de pagos acordado previamente por las partes.

iv. Contribución del estudio.

Unos de los graves problemas en materia de finanzas públicas, es que el municipio, lejos de ser el promotor del desarrollo comunitario, es un simple prestador de malos servicios públicos. La mayor parte de los municipios carecen de infraestructura generadora de riqueza económica, como mercados y plazas comerciales además de que no cuentan con escuelas públicas en buen estado, faltan laboratorios de investigación, obras viales y de comunicaciones entre otras.

En aras del Pacto Federal, los municipios y los estados tienen débiles finanzas públicas; el problema es tan grave, que un presupuesto municipal depende en casi 50% de la participación federal. Puede afirmarse que si a la Federación le da gripa, los municipios contraen pulmonía.

Además, en México no existe la figura del bono municipal en la normatividad. Recientemente, en el mes de junio de 2001 entró en vigor la reforma a la Ley del Mercado de Valores en la que se faculta a los municipios en la emisión del Certificado Bursátil. Sin embargo, falta reglamentar al respecto para el correcto uso del instrumento, como se analizará en los capítulos siguientes.

Se propone una mejor herramienta que puede solucionar el rezago económico de las comunidades e impulsar proyectos importantes de infraestructura que generen riqueza y empleo. Se fomenta la inversión a largo plazo, aumenta el ahorro interno y se fortalece el sistema financiero al tener más opciones de inversión.

v. Delimitación del estudio.

La propuesta requiere de reformas legales importantes, mismas que serán tratadas de manera superficial o enunciativa, es decir, no se verá desde la perspectiva legal.

El impacto de mayor deuda pública en el sistema financiero será revisado, sin embargo no tendrá la profundidad de un estudio macroeconómico.

El impacto del mercado de Bonos Municipales en el ámbito de política nacional no será tratado. Es casi un hecho que la libertad financiera del municipio afectará la relación política de éste con el Estado y la Federación, sin embargo ese fenómeno no será analizado.

CAPÍTULO I

"En la medida que se logre crear un mercado de valores nacional más eficiente y profundo, el ahorro generado en el país podrá ser mejor canalizado y por ende tener un mayor efecto en la creación de riqueza, empleos y bienestar en el país".

Plan Nacional de Desarrollo 2001-2006

CAPÍTULO I. EL MERCADO MEXICANO DE VALORES

En este capítulo veremos qué es el mercado de valores, las partes que lo integran, los instrumentos que ahí se comercializan, y su funcionamiento, a fin de ubicar al Bono Municipal como instrumento de financiamiento en dicho mercado.

DEFINICIÓN.

El Mercado de Valores (MV) como lo define la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), "...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)". (CNBV, 2000: 1)

Dicho en términos más simples, como cualquier mercado, el MV reúne a compradores y vendedores que comercian con valores, entendiendo por valores, lo comprendido en el artículo tres de la Ley del Mercado de Valores (LMV), que textualmente señala:

> "Son valores las acciones, obligaciones, bonos, certificados y demás títulos de crédito y documentos que se emitan en serie o en masa en los términos de las leyes que los rijan, destinados a circular en el mercado de valores, incluyendo las letras de cambio, pagarés y títulos opcionales que se emitan en la forma antes citada y, en su caso, al amparo de un acta de emisión, cuando por disposición de la ley o de la naturaleza de los actos que en la misma se contengan, así se requiera".

En esencia la función del MV consiste en canalizar recursos de un ente que no los necesita por un tiempo específico, hacia otro ente que los requiere en ese preciso periodo de tiempo. Este mercado es regulado tanto por la autoridad competente como por la normatividad vigente en la materia, a fin de que impere la sana operación y convivencia de los interesados.

PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES.

Al Mercado de Valores lo integran agentes económicos de suma importancia para su operación, entre los que se encuentran los emisores, los inversionistas, los intermediarios bursátiles, las autoridades y otros participantes (ver tabla 1.1).

Participantes del Mercado de Valores		
Inversionistas	***Autoridades***	***Emisores***
• Personas físicas y morales. • Gobierno Federal, Estatal y Municipal. • Sociedades de Inversión. • Instituciones Financieras. • Inversionistas Institucionales.	• Secretaría de Hacienda y Crédito Público. • Banco de México. • Comisión Nacional Bancaria y de Valores.	• Empresas. • Instituciones financieras. • Gobierno Federal. • Gobierno Estatal. • Gobierno Municipal. • Instituciones u organismos gubernamentales.
Intermediarios Bursátiles	***Otros participantes***	
• Casas de bolsa. • Especialistas bursátiles. • Entidades financieras y personas facultadas para ello por la normatividad vigente en la materia.	• Bolsa de valores. • Instituciones para el depósito de valores. • Sociedades de Inversión. • Sociedades operadoras de sociedades de inversión. • Sociedades valuadoras de acciones de sociedades de inversión. • Sociedades calificadoras de valores. • Sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión.	

Tabla 1.1. Participantes del mercado de valores. Fuente: Elaboración Propia.

Los Emisores.

Los emisores son aquellos entes económicos que requieren de financiamiento para la consecución de diversos objetivos o proyectos. Entre estos tenemos a las empresas, instituciones financieras, los tres niveles de gobierno (Federal, Estatal y Municipal), y otras instituciones u organismos gubernamentales. Para emitir valores, tienen dos opciones: por medio de una oferta pública o por oferta privada. De acuerdo a lo señalado en el artículo 2 de la LMV, se considera oferta pública la que se haga por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir valores, la cual requerirá previa autorización de la CNBV. Por lo que respecta a la oferta privada, tiene características similares en cuanto al procedimiento y un fin idéntico al de la oferta pública, con la salvedad de que este método no requiere la intervención de casas de bolsa, especialistas bursátiles o de otros intermediarios del MV; tampoco requiere autorización de la CNBV ni es necesaria la inscripción de los valores en el RNV. La oferta privada es 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. (DOF, 1 de junio de 2001: 63)

Los Inversionistas.

Por su parte, los inversionistas son entes económicos demandantes de valores que otorguen un rendimiento financiero mayor a futuro, ofertando a cambio recursos frescos para las entidades emisoras e intermediarios bursátiles. Entre estos tenemos a las personas físicas y morales, a los tres niveles de gobierno, a las instituciones financieras y a los inversionistas institucionales, estos últimos entendidos por la propia LMV en su

artículo 122 como las instituciones de seguros y fianzas, las sociedades de inversión, los fondos de pensiones o jubilaciones de personal y los demás inversionistas institucionales que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público autorice expresamente. (DOF, 1 de junio de 2001: 64).

Los Intermediarios Bursátiles.

Por lo que toca a los Intermediarios Bursátiles (IB), de acuerdo con la LMV en su artículo diecisiete, se considera que son las casas de bolsa, los especialistas bursátiles y las demás entidades financieras que otras leyes autoricen con sujeción a la LMV. Los IB son personas morales que celebran operaciones con el público, proporcionan los servicios de asesoría, promoción, compra y venta de valores. Las casas de bolsa, además proporcionan el servicio de guarda y administración de valores, celebran operaciones financieras conocidas como derivadas, reciben préstamos o créditos, celebran reportos y préstamos sobre valores, conceden préstamos o créditos, entre otras actividades que la LMV señala. Los especialistas bursátiles pueden realizar inversiones, celebrar al igual que las casas de bolsa, operaciones financieras conocidas como derivadas, entre otras actividades señaladas también por la LMV. Para ser IB, se requiere autorización de la CNBV y para las casas de bolsa se requiere autorización del Gobierno Federal a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (DOF, 1 de junio de 2001: 35).

Otros participantes.

Además de los participantes mencionados, existe un grupo de todas aquellas instituciones que coadyuvan al buen funcionamiento y operación del MV. Entre estas se encuentran las Bolsas de Valores, las Instituciones para el Depósito y Custodia de

Valores, las Sociedades de Inversión, las Valuadoras de Sociedades de Inversión, las Calificadoras de Valores, las Operadoras de Sociedades de Inversión y las demás que autorice la CNBV.

Las Bolsas de Valores, que para el caso de México existe la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), tienen como objeto facilitar las transacciones con valores, proveen la infraestructura necesaria y procuran el sano desarrollo del mercado. Para la operación de una bolsa de valores, se requiere de concesión que otorga la SHCP con la opinión del Banco de México (BM) y la CNBV.

Las Instituciones para el Depósito y Custodia de Valores realizan actividades en materia de depósito y custodia de los valores, títulos y documentos inscritos en el RNV, que formen parte del activo de las sociedades de inversión. Para el caso de nuestro país, existe el Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL).

De acuerdo con el artículo quinto de la Ley de Sociedades de Inversión (LSI), las Sociedades de Inversión (SI), "...tendrán por objeto la adquisición y venta de activos objeto de inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista..." (DOF, 4 de junio de 2001:29), así como la contratación de los servicios y la realización de otras actividades que la citada ley prevé. La LSI señala en su artículo sexto, que las SI pueden ser de cuatro tipos: Sociedades de Inversión de Renta Variable, Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda, Sociedades de Inversión de Capitales y las Sociedades de Inversión de objeto limitado (ver figura 1.1).

605844

Figura 1.1. Sociedades de Inversión. Fuente: Elaboración Propia.

Las Sociedades de Inversión de Renta Variable, operan con activos objeto de inversión cuya naturaleza corresponda a acciones, obligaciones y demás valores, títulos o documentos representativos de una deuda. Las Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda operan exclusivamente con activos objeto de inversión cuya naturaleza corresponda a valores, títulos o documentos representativos de una deuda. Las Sociedades de Inversión de Capitales, operan con activos objeto de inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo. Finalmente, las Sociedades de Inversión de Objeto Limitado, operan exclusivamente con los activos objeto de inversión que definan en sus estatutos y prospectos de información al público (DOF, 4 de junio de 2001: 35).

Las Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión prestan servicios de administración a las SI, así como servicios que auxilien a los intermediarios financieros en la celebración de sus operaciones. Las Sociedades Valuadoras de Acciones de Sociedades de Inversión, determinan el valor o el precio actualizado de valuación de las distintas series de acciones. Las Sociedades Calificadoras de Sociedades de Inversión presentan una opinión respecto al grado de riesgo relativo a una emisión de deuda. Las Sociedades Distribuidoras de Acciones de Sociedades de Inversión, realizan actividades en materia de promoción, asesoría a terceros, compra y venta de acciones de las SI por cuenta y orden de la misma de que se trate, generación de informes y estados de cuenta consolidados de inversiones entre otras actividades que autorice la CNBV (DOF, 4 de junio de 2001: 32).

Autoridades y el marco normativo.

Para finalizar con los participantes del MV tenemos a las Autoridades, quienes supervisan y vigilan que las normas que regulan el mercado se cumplan, imponiendo sanciones para aquellos que las infrinjan. Las autoridades participantes en el MV son: La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), el Banco de México (BM), y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) (Ver figura 1.2).

La SHCP es el órgano ejecutor de la política financiera del Ejecutivo Federal. Determina los criterios generales normativos y de control de las instituciones del sistema financiero, propone políticas de orientación, regulación, control y vigilancia del MV, otorga o revoca concesiones para la constitución y operación de Intermediarios Financieros, propone políticas de orientación, regulación y control para los

intermediarios financieros extranjeros, establece normas generales de política financiera y sanciona administrativamente a quienes cometen infracciones a la LMV, entre otras actividades que las leyes le otorgan. (ICE, 2000: 4)

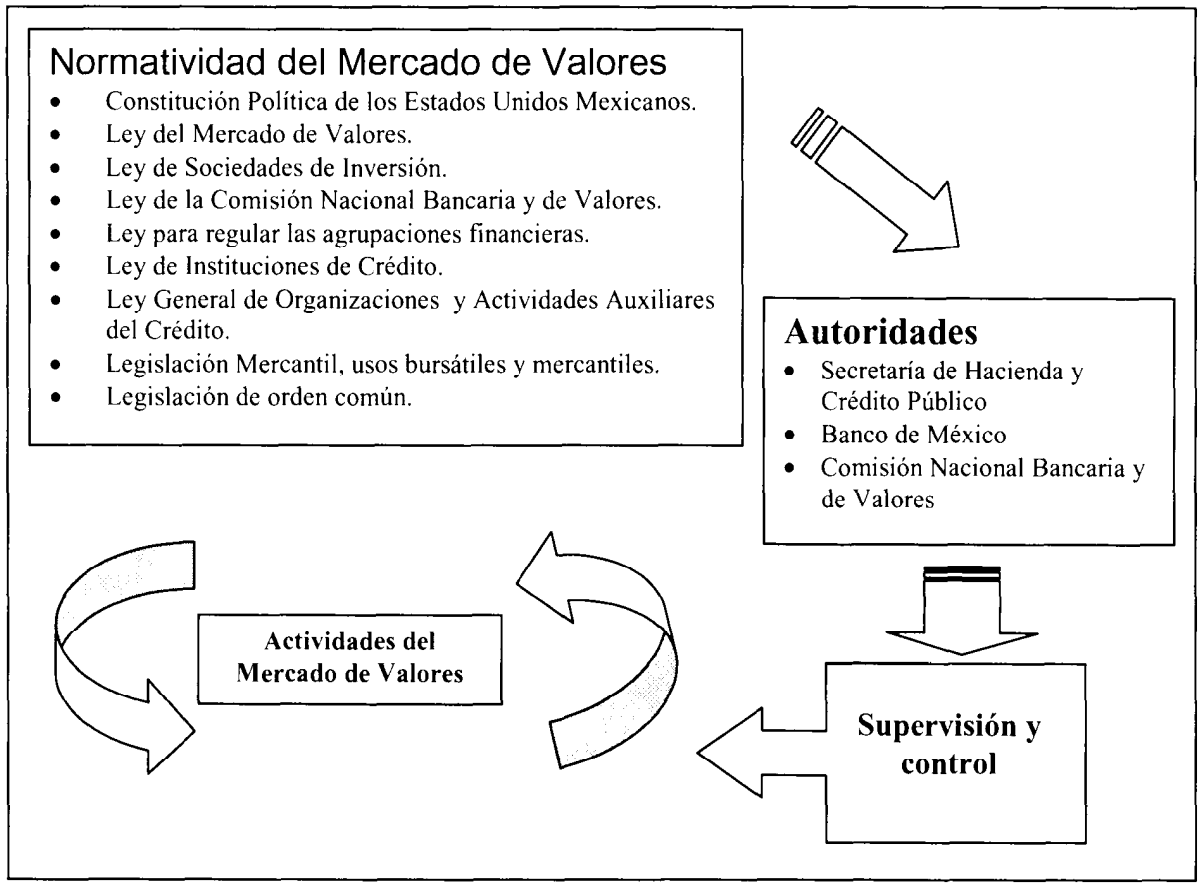


Figura 1.2. Normatividad del mercado de valores. Fuente: Elaboración propia.

El BM es un organismo autónomo aprobado por el Congreso de la Unión, con personalidad y patrimonio propios que efectúa las actividades correspondientes a la banca central, como son la emisión y circulación de dinero, regulación monetaria entre otras. En relación con la regulación del MV, el BM dicta las disposiciones a las que deben sujetarse las casas de bolsa y especialistas bursátiles al actuar como fiduciarias y a las operaciones de crédito que obtengan o concedan, como son los reportos y operaciones

de préstamo sobre valores. Está facultado también para imponer multas a los IB por operaciones que contravengan los ordenamientos que el propio BM emite.

La CNBV surgió de la fusión de las antiguas Comisión Nacional Bancaria y Comisión Nacional de Valores. Tiene como objetivos la promoción, regulación y vigilancia del Mercado de Valores. Los esfuerzos regulatorios de la CNBV están encaminados a cumplir con tres objetivos principales: proteger los intereses del público inversionista, procurar que el mercado sea justo, eficiente, transparente y líquido, así como procurar la reducción del riesgo sistémico. La CNBV está a cargo además del RNV en el cual están listados todos los valores sujetos a oferta pública.

El RNV es público y se incorpora con dos secciones: la de valores y la especial. En la Sección de Valores están todos los valores materia de oferta pública. En la Sección Especial están las ofertas de suscripción o venta en el extranjero de valores emitidos en México o por personas morales mexicanas (DOF, 1 de junio de 2001: 25).

El MV está regulado por un marco normativo que incluye todas aquellas reglas que buscan la sana operación y transparencia de las actividades que ahí se llevan a cabo. Entre estas tenemos a la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, que en sus artículos 25, 26 y 28 se plasma la facultad para la intervención del estado en el Sistema Financiero Mexicano y la importancia de este sistema dentro de los objetivos de desarrollo equilibrado y productivo. Asimismo, el marco regulatorio del MV incluye a la LMV, la LSI, la Ley de la CNBV, la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, la Ley de Instituciones de Crédito, la Ley General de Organizaciones y Actividades

Auxiliares del Crédito, así como la legislación mercantil, los usos bursátiles y mercantiles y la legislación del orden común.

INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE VALORES.

Tan importantes son los actores o participantes del mercado y el marco regulatorio, como los valores que ahí se comercializan. Los instrumentos que circulan en el MV se pueden agrupar en: valores emitidos por empresas, valores emitidos por instituciones de crédito y los valores o instrumentos emitidos por el Gobierno (ver tabla 1.2).

Instrumentos emitidos por empresas.

Dentro de los instrumentos más comunes que pueden emitir las empresas, se encuentra el papel comercial, el pagaré a mediano plazo, las obligaciones, los certificados de participación, las acciones y los títulos opcionales o *warrants*.

El papel comercial es una línea de financiamiento para capital a plazo máximo de un año, que brinda la flexibilidad de disposiciones y amortizaciones parciales acordes con las necesidades de flujo de la empresa. Este instrumento se coloca a descuento, es decir que su rendimiento resulta de la diferencia entre su valor de colocación y de vencimiento. Paga tasas de interés que se determinan conjuntamente entre el emisor y el intermediario colocador y son revisables de acuerdo a las condiciones de mercado. El pago de intereses puede ser mensual, trimestral, semestral o anual. El papel comercial puede ser de varios tipos entre los que se encuentran: a) quirografario, el cual no cuenta con garantía alguna y se otorga de acuerdo a la solvencia de la empresa que lo emite, b)

avalado, aquel que es garantizado por una institución de crédito y c) afianzado, el que se garantiza por medio de una fianza.

<table>
<tr><th colspan="2">Instrumentos del Mercado de Valores</th></tr>
<tr><th>Emitidos por Instituciones de Crédito</th><th>Emitidos por el Gobierno</th></tr>
<tr><td>• Bonos bancarios de desarrollo.
• Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento.</td><td rowspan="3">• Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES).
• Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES).
• Bonos del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión (UDIBONOS).
• Bonos de Regulación Monetaria emitidos por el Banco de México (BREMS).
• Bonos de Protección al Ahorro Bancario emitidos por el IPAB (BPAS).
• Bonos del gobierno a tres años, emitidos en enero y mayo de 2000.
• Bonos del gobierno a 10 años.
• Certificados Bursátiles, emitidos por las entidades de la Administración Pública paraestatal, entidades federativas y municipios.</td></tr>
<tr><th>Emitidos por Empresas</th></tr>
<tr><td>• Papel comercial.
• Pagaré a mediano plazo.
• Pagaré financiero.
• Obligaciones.
• Certificados de participación.
• Acciones
• Títulos opcionales o *Warrants*.</td></tr>
</table>

Tabla 1.2. Instrumentos del Mercado de Valores. Fuente: Elaboración propia.

El pagaré de mediano plazo es un título de deuda que respalda la promesa incondicional de pago de su emisor al que proporciona recursos financieros para proyectos con duración de uno a tres años. Este instrumento paga tasas de interés que se determinan conjuntamente entre el emisor y el intermediario y son revisables de acuerdo a las condiciones del mercado. El pago puede ser mensual, trimestral, semestral o anual. Existen varios tipos de pagarés entre los que se pueden mencionar los siguientes: a) quirografario, el cual no cuenta con garantía y se otorga de acuerdo a la solvencia de la empresa emisora; b) avalado, aquel que está garantizado por una institución de crédito, y

c) con garantía fiduciaria, que se garantiza con algún bien mueble, inmueble o valores mediante un contrato de fideicomiso (BMV, 2000: 14).

Las obligaciones, son títulos de deuda emitidos en plazo de 3 a 10 años para el financiamiento de proyectos o la consolidación de pasivos. Estos títulos pagan tasas de interés que se determinan conjuntamente por el emisor y el intermediario colocador, de acuerdo a las condiciones del mercado. El pago de intereses puede ser mensual, trimestral, semestral o anual. Las obligaciones pueden ser de cuatro tipos: a) quirografaria o que no existe garantía específica, por lo cual generalmente se establecen limitaciones a la estructura financiera y corporativa de la emisora; b) hipotecaria, garantizadas por gravamen establecido sobre un bien inmueble específico, c) prendaria o garantizada con diversos bienes muebles y d) fiduciaria, garantizada con bienes muebles, inmuebles o valores, mediante la constitución de un fideicomiso. Las obligaciones se pueden emitir en cualquiera de las siguientes modalidades: a) subordinadas, emitidas fundamentalmente por instituciones bancarias y cuentan con preferencia en caso de quiebra para cubrir sus pagos y amortizaciones; b) convertibles, las cuales a su vencimiento tienen la modalidad de poder ser intercambiadas por acciones de la entidad emisora, a un precio pactado desde el momento de emisión, c) capitalizables, la cual va acumulando los intereses al principal (generando intereses sobre intereses) hasta la fecha de vencimiento en la que se liquida; d) indizadas, en donde el pago de intereses se efectúa según el comportamiento de otro valor de referencia, como puede ser el rendimiento de algún instrumento de gobierno, el INPC, el tipo de cambio, alguna tasa de interés de referencia o el valor de la Unidad de Inversión (UDI).

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. Estos títulos pagan tasas de interés que determinan conjuntamente el emisor y el intermediario colocador y son revisables de acuerdo a las condiciones del mercado. El pago de intereses puede ser mensual, trimestral, semestral o anual. Existen dos tipos de certificados de participación: a) ordinarios (CPO´s), cuando el fideicomiso está constituido por bienes muebles e b) inmobiliarios (CPI´s), cuando el fideicomiso está constituido por bienes inmuebles (BMV, 2000: 12).

Las acciones representan una parte proporcional del capital social de una empresa; otorgan derechos a sus tenedores. La forma de conseguir capital en el mercado bursátil es a través de una oferta pública de acciones por medio de la cual se invita al público inversionista a ser socio de la empresa. Las 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 las condiciones del mercado y al potencial de la empresa. El precio en el mercado secundario, lo determina la libre oferta y demanda de las acciones.

Dependiendo de los derechos que confieren las acciones, éstas pueden ser: a) acciones comunes, las cuales confieren los mismos derechos y son de igual valor (también se les conoce como ordinarias); b) acciones preferentes, llamadas también de voto limitado las cuales poseen el derecho a voto en asambleas extraordinarias y en caso de liquidación tienen preferencia por encima de las comunes, c) acciones preferentes convertibles, las

cuales inicialmente son preferentes pero tienen opción de ser canjeadas posteriormente por otro tipo de títulos, generalmente acciones comunes.

Existe una clasificación de la CNBV 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 que restringe los derechos corporativos o de voto a los inversionistas de nacionalidad extranjera.
- Serie "L" : Acción ordinaria con voto limitado.

Los títulos opcionales o *warrants* son aquellos valores que otorgan a su tenedor el derecho, mas no la obligación, de adquirir o vender una cantidad establecida de un activo subyacente (acciones individuales, canastas de acciones, índices accionarios, tasas de interés y divisas), a la persona que lo suscribe a un precio específico por un periodo de tiempo determinado. Los títulos opcionales ya sea de compra (*call*) o venta (*sell*), pueden ser de dos tipos: a) americano, en donde el derecho se puede ejercer en cualquier momento dentro del periodo de tiempo y b) europeo, en donde el derecho se puede ejercer únicamente en una fecha determinada, normalmente al vencimiento. En ambos casos, la liquidación de los títulos opcionales puede ser en efectivo o en especie (entrega del activo subyacente según aplique) (CNBV, 2000: 21).

Instrumentos emitidos por instituciones de crédito.

Las instituciones de crédito pueden emitir instrumentos de largo plazo como los Bonos Bancarios de Desarrollo e instrumentos de corto plazo como los Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento.

Los Bonos Bancarios son los títulos de crédito emitidos o garantizados por instituciones de crédito consideradas como banca de desarrollo o bien por instituciones financieras de fomento. Otorgan a sus tenedores un rendimiento igual a la que ofrecen algunos instrumentos de gobierno o bien la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) o la Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TPI), más un cierto porcentaje adicional como premio. Ejemplos de estos tenemos a los bonos que emite el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C. (BANOBRAS), o bien los que emite Nacional Financiera para financiar a las pequeñas y medianas empresas (CNBV, 2000: 21).

Los Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV), son títulos emitidos por instituciones de crédito en donde se consigna la obligación de ésta de devolver al tenedor el capital más los intereses en una fecha determinada. El plazo es menor a 360 días y el rendimiento resulta del diferencial de los precios de compra y de venta. Su objetivo es obtener recursos para financiar las operaciones de crédito de los bancos.

Instrumentos de deuda gubernamental.

En su papel de rector del desarrollo nacional, el Gobierno Federal (GF) participa activamente en el MV ya sea como emisor propiamente o bien garantizando los valores que emiten Banco de México u otros organismos de la Administración Pública Federal. A raíz de la reciente reforma a la LMV, publicada en el Diario Oficial de la Federación (DOF) el 1 de junio de 2001, las entidades de la administración pública paraestatal, entidades federativas, municipios y entidades financieras podrán ya emitir instrumentos en el MV, actividad que tenían restringida desde el nacimiento de dicho mercado.

Los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), creados en 1978, son títulos de crédito al portador en los que se consigna la obligación del GF a pagar el valor nominal a la fecha de su vencimiento. Son emitidos por la SHCP a través de BM. El objetivo es que BM cuente con instrumentos de regulación monetaria en materia de tasas de interés, así como con medios para financiar al GF. La colocación de este tipo de instrumento en el mercado primario la realiza BM, en tanto que la distribución de estos valores en el mercado secundario es a través de casas de bolsa e instituciones de crédito. Su denominación es en moneda nacional y su valor nominal es de $10.00 pesos. El plazo va desde 28 hasta 360 días, en múltiplos de 7 días. Estos certificados se venden o se colocan a descuento o por debajo de su valor nominal, lo que convierte el resultado en una ganancia de capital (diferencia entre el precio de compra y el de venta). Los CETES tienen liquidación valor mismo día, es decir, la operación ya sea de compra o venta se liquida el mismo día que se celebra y hasta 96 horas después (CNBV, 2000: 21).

Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES) son títulos a largo plazo denominados en pesos, que se crearon mediante decreto el 22 de septiembre de 1987. La primera emisión se realizó el 13 de octubre del mismo año. Este instrumento consigna la obligación directa e incondicional del GF de liquidar una suma de dinero con cortes periódicos de cupón. El objetivo es financiar proyectos de inversión a mediano y largo plazo. Su denominación es en moneda nacional con un valor nominal de $100.00 o sus múltiplos. Los plazos son a 364, 532, 728 y 1,092 días. El rendimiento se genera cada 28 o 91 días sobre el valor nominal. La liquidación de este instrumento es a valor mismo día.

Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión (UDIBONOS), son instrumentos a mediano y largo plazo cuyo objetivo es la de promover el ahorro interno protegiendo la inversión de la inflación al mantener el poder adquisitivo del capital de la inversión inicial. Su denominación es en Unidades de Inversión (UDIS), con valor inicial de 100 UDIS. Su plazo es de 2 o 5 años, la amortización es en una sola exhibición y el rendimiento es real y fijo, pagadero cada 182 días. Al final del periodo de amortización, el valor nominal de los títulos en UDIS es convertido en moneda nacional y se paga en una sola exhibición.

Los Bonos de Regulación Monetaria (BREMS), son bonos emitidos por el BM con fundamento en el artículo 7° fracción VI de la Ley del Banco de México con el propósito de regular la liquidez en el mercado de dinero.

Los Bonos de Protección al Ahorro Bancario (BPAS), son bonos que emite el Instituto de Protección al Ahorro Bancario con el objeto de canjear o financiar sus obligaciones financieras. Estos bonos tiene características similares a las de los BONDES y su tasa de referencia es la de CETES a 28 días.

Existen además instrumentos con el nombre genérico de BONOS, los cuales se emitieron por primera ocasión el 25 de enero y 23 de mayo de 2000. Son títulos de deuda que pagan cupón a tasa fija, los cuales vencen a los tres años de su emisión.

Dadas las condiciones que prevalecieron en la economía mexicana en la primera mitad del año 2001, caracterizada por una tendencia clara de inflación a la baja y por la confianza de los inversionistas, a partir del 24 de julio de ese mismo año el GF a través de la SHCP empezó a colocar bonos cada ocho semanas, a tasa nominal fija a plazo de diez años. Por las características de este instrumento, permite incrementar la duración de la deuda interna del GF, reduciendo la vulnerabilidad de las finanzas públicas a cambios temporales en las tasas de interés, además de formar una curva de referencia que sirve de base para otras transacciones de valores.

Como se comentó al inicio de esta sección, a principios del mes de junio de 2001 entró en vigor una reforma a la Ley del Mercado de Valores, como parte de una serie de reformas al Sistema Financiero Mexicano emprendida por la administración del presidente de la República, Vicente Fox Quesada (2000-2006).

Esta reforma a la LMV permite a los estados y municipios emitir valores, señalados por la misma en su Artículo 14 Bis 6 con el nombre genérico de Certificados

Bursátiles (CB). Los CB son títulos de crédito que se emiten en serie o en masa destinados a circular en el MV. Se puede decir que el CB cuando es emitido por los municipios, es similar a un Bono Municipal si tomamos en cuenta sus características como instrumento de deuda; esta apreciación se verá con mayor detalle en los capítulos siguientes.

La emisión del CB podrá constar de diferentes series, los cuales conferirán a sus tenedores iguales derechos dentro de cada una de ellas. Pueden llevar cupones adheridos para el pago de intereses y en su caso, para las amortizaciones parciales (DOF, 1 de junio de 2001: 32).

El Certificado Bursátil de acuerdo a la LMV en su artículo 14 Bis 7, debe contener lo siguiente:

I. La mención de ser certificados bursátiles y títulos al portador;

II. El nombre o denominación del emisor, así como el objeto de la sociedad o de la entidad pública paraestatal de que se trate y, tratándose de fideicomisos, el fin para el que fueron constituidos. Tratándose de entidades federativas y municipios, únicamente estarán obligadas a señalar su denominación;

III. El importe de la emisión, número de certificados y, cuando así se prevea, las series que la conforman, así como el valor nominal de cada uno de ellos. Adicionalmente la especificación del destino que haya de darse a los recursos que se obtengan con motivo de la emisión;

IV. El tipo de interés que, en su caso, devengarán;

V. El plazo para el pago de capital y, en su caso, intereses;

VI. Las condiciones y formas de amortización;

VII. El lugar de pago;

VIII. En su caso, las causas de vencimiento anticipado, entre las que podrán incorporarse las relativas al incumplimiento de obligaciones de hacer o no hacer a cargo del emisor;

IX. La especificación, en su caso, de las garantías que se constituyan para la emisión;

X. El lugar y fecha de emisión;

XI. La firma autógrafa del representante o apoderado del emisor, quien deberá contar con facultades generales para suscribir títulos de crédito en los términos de las leyes aplicables, y

XII. La firma autógrafa del representante común de los tenedores, haciendo constar su aceptación y declaración de haber comprobado la constitución y existencia de los bienes objeto de las garantías de la emisión, así como sus obligaciones y facultades.

Al mes de noviembre de 2001, aún no se ofertaba públicamente este tipo de instrumento por los municipios. Sin embargo, algunos ya cuentan con calificaciones de riesgo crediticio a fin de sondear la posibilidad de emitir CB en el corto plazo.

En resumen, todos los instrumentos que se comercializan en el MV se pueden agrupar en dos grandes divisiones o mercados, como lo muestra la figura 1.3. El Mercado de Dinero, es aquel que agrupa instrumentos de deuda o valores de corto plazo (menores a un año). El Mercado de Capitales por su parte, agrupa las operaciones con instrumentos cuyo vencimiento es mayor a un año, como las acciones y algunos valores de deuda.

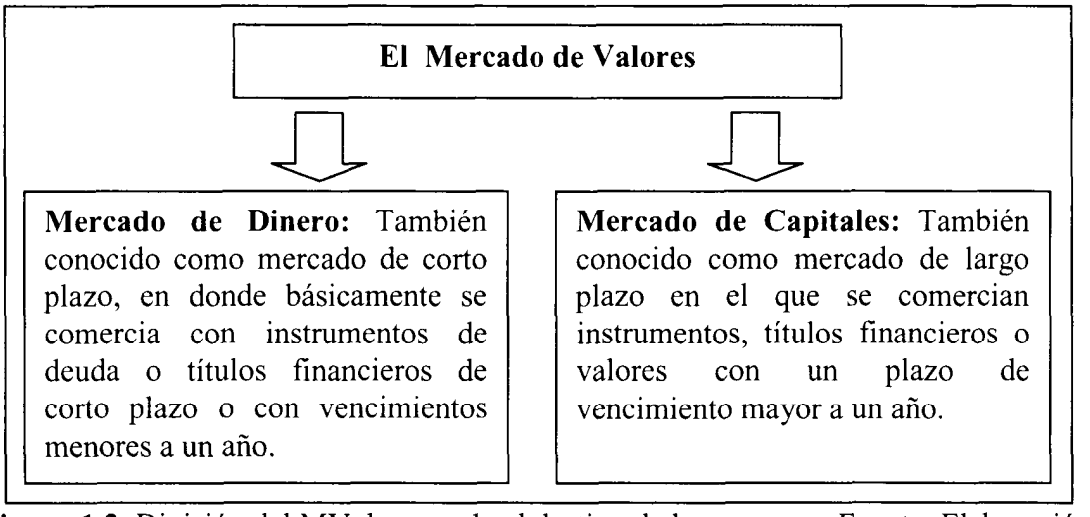


Figura 1.3. División del MV de acuerdo al destino de los recursos. Fuente: Elaboración Propia.

FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES.

Como se mencionó al principio del capítulo, el MV es un mercado como cualquier otro, en donde existen oferentes y compradores que negocian con valores. El MV por su etapa de negociación se puede dividir en dos: Mercado Primario y Mercado Secundario. El Mercado Primario es la etapa en la que el emisor realiza la venta u oferta (colocación) inicial de valores, obteniendo los recursos financieros producto de la colocación. El Mercado Secundario es la compra-venta de los valores objeto del Mercado Primario (ver figura 1.4). A continuación, se verá con más detalle el proceso.

Con apoyo de los IB, el emisor prepara una solicitud de inscripción al RNV de los valores que desea ofrecer, con la cual la CNBV podrá autorizar o no la oferta pública. Esta solicitud deberá incluir de acuerdo con el artículo 14 de la LMV, los siguientes cuatro requisitos:

a) Proyecto de prospecto de colocación, en donde se manifiesta la situación financiera, administrativa, contable y legal del emisor y de los valores que pretenda ofrecer. Este documento debe contener información relevante que contribuya a la adecuada toma de decisiones por parte de los inversionistas. Los emisores cuyos valores tengan vencimiento menor a un año, no requieren entregar este documento.
b) Opinión legal independiente que verse sobre la existencia legal del emisor así como la validez de los acuerdos y valores relativos a la colocación y oferta pública y las facultades de las personas que la suscriban.
c) Dictamen de la calidad crediticia, cuando los valores sean instrumentos de deuda, expedido por una institución autorizada para la calificación de valores.
d) Opinión favorable de una bolsa de valores respecto de la inscripción en el listado de valores de la misma

Asimismo, debe presentar toda la información adicional que la CNBV determine con base en la LMV y la legislación vigente en la materia.

Cuando el emisor pretenda obtener la inscripción de sus valores en la sección de valores del RNV por medio de una oferta privada, debe solicitarlo a la CNBV y presentar la documentación mencionada con anterioridad para las ofertas públicas, con la variante de que en vez del prospecto de colocación, debe presentar un proyecto de folleto informativo el cual deberá incluir básicamente la misma información pero no se referirá a una oferta pública.

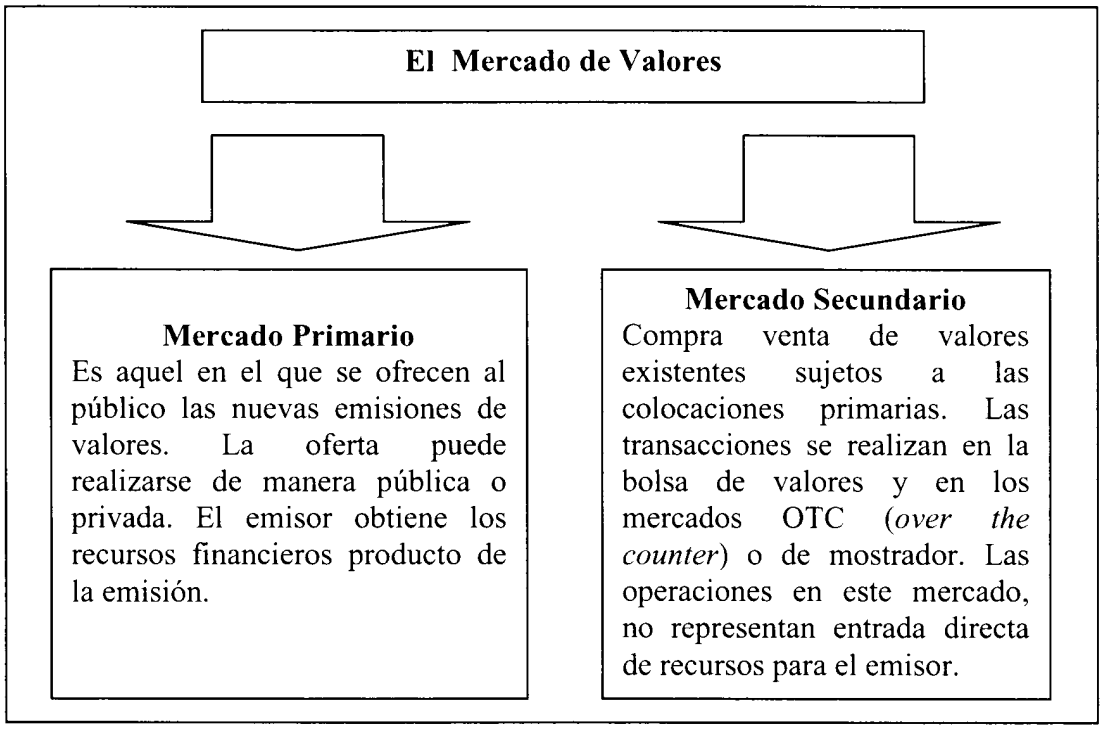


Figura 1.4. División del Mercado de Valores de acuerdo a su función. Fuente: Elaboración Propia.

Una vez obtenida la autorización de la CNBV y el registro de los valores en el RNV, se realiza la inscripción de la oferta en la BMV. El emisor define entonces las características de la emisión y la oferta pública con el IB en conjunto con la BMV y se depositan los valores en el INDEVAL (ver figura 1.5).

Se realiza entonces en el Mercado Primario la oferta pública, en donde son los IB los que ponen a la venta o colocan las emisiones de valores; en esta etapa ingresan a las arcas del emisor los recursos provenientes de la oferta pública. En el Mercado Secundario se llevan a cabo las transacciones de compra-venta de los valores sujetos a la colocación primaria a través de los IB. Las operaciones se realizan en la BMV y en los mercados OTC (*over the counter*) o de mostrador, este último consistente en un mercado en donde

las transacciones se realizan básicamente por teléfono o Internet. Las operaciones en este mercado ya no representan directamente flujos de ingreso para el emisor.

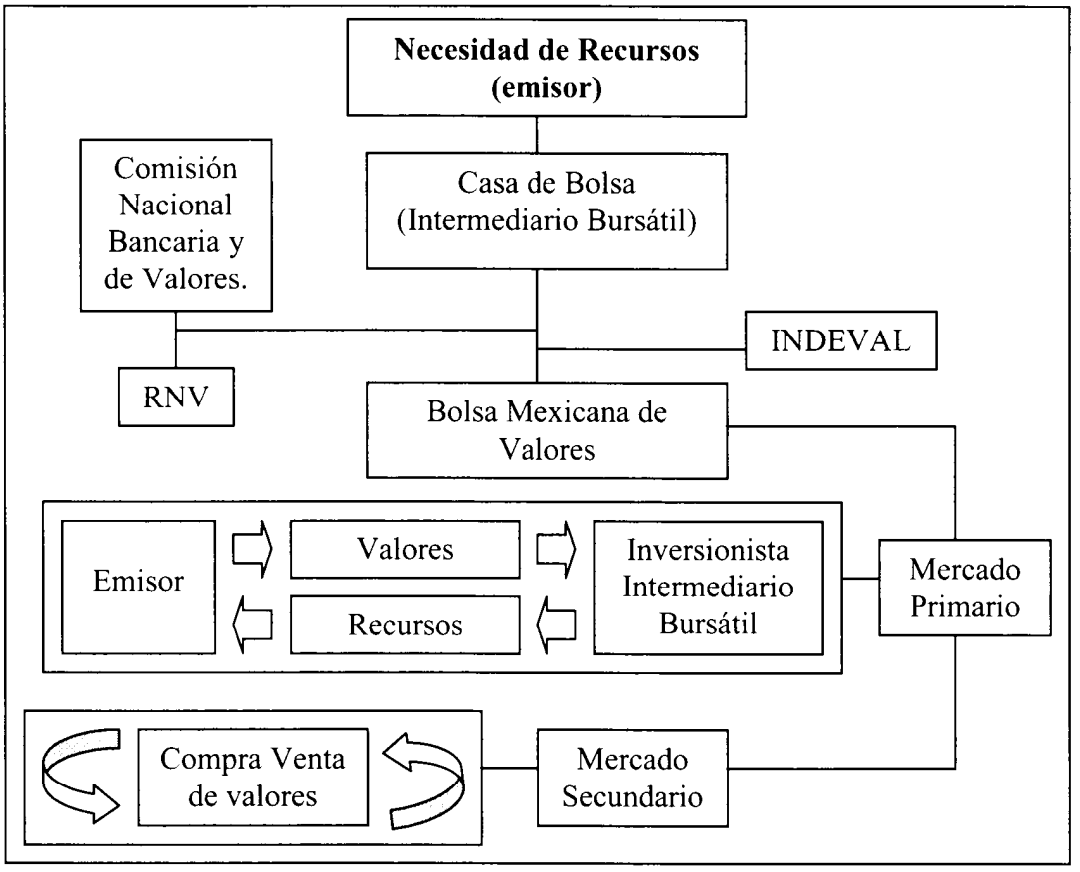


Figura 1.5. Proceso de oferta pública. Fuente: Elaboración Propia.

El mayor beneficio que el MV aporta al emisor, es el fortalecimiento de su estructura financiera, mediante actividades de optimización de costos financieros, obtención de liquidez inmediata, la consolidación y reestructuración de pasivos, entre otras.

La gran responsabilidad del emisor radica en que sus decisiones deben enfocarse al logro de resultados que favorezcan el incremento en el valor del emisor y con ello el de

sus inversionistas. El emisor adquiere la obligación de hacer pública su información corporativa, financiera y relevante para el conocimiento no sólo de sus inversionistas sino de todo el mercado.

CONCLUSIONES.

En este capítulo se pudo apreciar de manera breve lo que es el Mercado de Valores y la gran función que desempeña no sólo para los que en él participan sino para la economía de un país, ya que contribuye a la generación de riqueza, ahorro e inversión. Asimismo, con las reformas a la Ley del Mercado de Valores que entraron en vigor el 4 de Junio de 2001, se pudo observar la ubicación del Certificado Bursátil, instrumento cuyas características serán analizadas y comparadas más adelante con el bono municipal tal cual existe en los Estados Unidos.

CAPÍTULO II

"...el Ejecutivo federal buscará establecer las condiciones que le permitan emitir instrumentos de largo plazo, privilegiando aquellos a tasa fija ya sea denominados en pesos o en udis, sentando así las bases para convertir el mercado de deuda privada en una alternativa de financiamiento efectiva para las empresas y gobiernos estatales y municipales del país".

Plan Nacional de Desarrollo 2001-2006

CAPÍTULO II. EL BONO COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO.

En este capítulo veremos la figura del bono como instrumento de financiamiento, sus características, los diferentes tipos que existen, así como los aspectos relativos a su rendimiento, precio y tasas de interés. Lo anterior permitirá comprender mejor el funcionamiento de un Bono Municipal.

Los bonos son simplemente una forma de préstamo "negociable"; títulos que se negocian en el Mercado de Valores y que representan un contrato de préstamo entre el emisor como deudor y el inversionista como acreedor. El bono se ha utilizado desde los inicios del comercio y la industria y es la principal forma de préstamo utilizada por los gobiernos y grandes corporaciones (IBD, 1996: 211).

Uno de los mejores atractivos de este instrumento es que paga una cierta cantidad de intereses de manera regular. Otra de las ventajas es que el emisor promete pagar el préstamo en su totalidad a tiempo, por lo que los bonos tienen un menor riesgo asociado en comparación con otro tipo de instrumento que dependen de los movimientos al alza o a la baja del mercado de valores (Kenneth & Siegel, 1993: 82). Asimismo, el inversionista no tiene que esperar el vencimiento del contrato para recuperar el dinero "prestado", ya que puede "vender" el contrato a otros inversionistas a través del mercado secundario.

ELEMENTOS GENERALES.

Los elementos básicos de un bono son: el nombre del emisor, el monto que el emisor regresará al inversionista al vencimiento también llamado principal, la fecha en la que dicho monto será liquidado, los pagos por intereses que realizará el emisor y la

periodicidad con la que se efectuarán, la moneda en la que se denomina el pago, y las condiciones específicas a las que se obligan tanto el emisor como el inversionista. Todos los elementos y las condiciones del contrato de bonos se determinan previamente en un documento llamado prospecto de emisión.

El emisor es quien genera el título o bono, tomando el dinero de los inversionistas a cambio de la promesa de pagarles un rendimiento a futuro. Se considera que existen tres tipos de emisores de bonos: el gobierno federal, los gobiernos estatales y locales y las corporaciones.

El principal en un contrato de bonos es el monto que el emisor promete pagar habiendo transcurrido el plazo, es decir en la fecha de vencimiento del bono. Al principal también se le conoce como valor par (*par value, face value, redemption value, maturity value*). Generalmente los bonos son emitidos a valor nominal, es decir que cuando se emite el bono, se expresa con el valor que tendrá cuando llegue el momento de su vencimiento. El rendimiento va implícito en este elemento del bono, ya que se puede derivar del diferencial entre el precio de compra y el valor que se obtiene al final del plazo. También puede estar expresado como una tasa de interés que puede ser fija o variable.

El plazo de vencimiento o simplemente el plazo, es el tiempo que tiene el emisor para cumplir con las obligaciones contraídas en el contrato de bonos. Este plazo puede ser modificado tanto por el emisor como por el tenedor del bono, siempre y cuando se haya estipulado así en el contrato. Los bonos con plazo de uno a tres años se consideran de

corto plazo, los de tres a siete años se consideran de mediano plazo y los mayores a siete años de largo plazo.

Existen básicamente tres razones por las que el plazo es importante en el contrato de bonos. La principal es que le indica al usuario o tenedor del bono el tiempo que esperará para recibir el pago acordado. La segunda razón, es que el rendimiento del bono a tasa fija depende directamente del plazo. La tercera, es que el precio del bono a tasa fija fluctúa a lo largo del plazo de acuerdo al cambio en el rendimiento del bono. En otras palabras, la volatilidad del precio del bono a tasa fija depende del plazo (Fabozzi, 1997: 3)

La tasa cupón es la tasa de interés que el emisor se compromete pagar cada año al tenedor del bono. A esa cantidad o monto pagada cada año a los tenedores del bono se le conoce como cupón. La tasa cupón multiplicada por el principal da como resultado el monto del cupón que se pagará a los tenedores del bono, siempre y cuando se haya establecido en el contrato el pago de cupones.

La tasa cupón también indica el grado en que el precio del bono será afectado por cambios en las tasas de interés. Si todos los factores se mantienen constantes, entre más alta sea la tasa cupón, menor será el cambio en el precio del bono ante un cambio en las tasas de interés. Por esto, el plazo y la tasa cupón tienen efectos opuestos en la volatilidad del precio del bono.

Generalmente, los bonos que estipulan el pago de un cupón lo hacen de manera semestral. Esta característica viene incluida en el contrato del bono. Se le denomina

cupón, porque anteriormente en la compra de un bono, se entregaba al inversionista un contrato con cupones adheridos a éste. Cuando tocaba el pago del cupón, el inversionista desprendía el cupón y lo canjeaba por dinero en efectivo.

Dentro de las condiciones específicas que se pueden estipular en un contrato de bonos, se encuentran las garantías, el monto de oferta, el monto mínimo de inversión, así como algunas opciones incorporadas tales como opciones de vencimiento anticipado, opciones de venta anticipada, opciones de convertibilidad y de intercambio, opciones de amortización y la moneda o divisa de transacción.

El contrato de bonos puede contener una garantía que respalde el crédito otorgado. Cuando el gobierno es emisor, generalmente no existe más garantía que su palabra y credibilidad. Las garantías pueden ser hipotecarias, fiduciarias o prendarias.

El monto mínimo de inversión se incluye a manera de especificar el tipo de inversionista al que a dirigida la emisión. Los inversionistas pueden acceder a este tipo de instrumento de manera directa o indirecta. Directamente, lo pueden hacer a través de las mesas de dinero o las áreas dentro de los bancos y casas de bolsa responsables de realizar la intermediación para la compra y venta de este tipo de instrumentos. De manera indirecta, lo pueden realizar a través de las sociedades de inversión o bien a través de una casa de bolsa.

Las opciones adicionales que se incluyen en los contratos de bonos hacen de cada título un tipo de bono diferente. A continuación se mencionan los tipos de bonos más representativos.

TIPOS DE BONOS.

Bonos cupón cero.

Además de los que pagan cupón, existen otras variantes para el contrato típico de bonos. Cuando el contrato no especifica el pago de un cupón, al bono se le denomina bono cupón-cero. Este bono también paga intereses pero lo hace en la fecha de vencimiento del bono, habiendo transcurrido el plazo estipulado del bono. Se venden a descuento, es decir que el inversionista paga por el bono una cantidad menor que su valor nominal o par. Cuando vence el instrumento, el emisor paga el valor par.

Bonos con cupón convertible.

Son una variante de los bonos cupón-cero. Inician como bonos cupón-cero y acumulan interés por un tiempo. En fecha determinada se transforman en bonos tradicionales con cupones semestrales hasta su vencimiento (Wesalo, 2001: 43).

Bonos desprendibles (*stripped bonds*).

Es otra variante del bono cupón-cero, en el cual al principal de un bono tradicional se le desprende su parte de intereses o cupones. La parte de intereses o los cupones (el flujo de efectivo durante el plazo del bono), se vende como un nuevo instrumento para inversionistas interesados en un ingreso constante, mientras que la parte del principal previamente desprendida o separada se vende o negocia como un bono cupón-cero normal (Wesalo, 2001: 43).

Bonos con tasa variable.

También existen los bonos a tasa flotante, en los cuales la tasa cupón se ajusta periódicamente de acuerdo a un indicador estipulado en el contrato. Este indicador bien puede ser un índice financiero o bien un precio de referencia (*commodity*). También existen los bonos a tasa flotante inversa, en donde la tasa cupón se mueve en la dirección opuesta al indicador financiero de referencia. Este tipo de bonos es usado por grandes inversionistas como instrumentos de cobertura.

Bonos con opciones incorporadas.

El bono puede contener también ciertas opciones o cláusulas adicionales que proveen cierta ventaja de una parte sobre la otra. Una de estas opciones es la de retirar la deuda o el bono en su totalidad o de manera parcial antes de la fecha de vencimiento. A esta opción se le denomina de vencimiento anticipado o en inglés *call feature*. Esta opción *call* beneficia en efecto al emisor al poder cambiar una emisión anterior por una nueva con menor pago de interés, en caso de una baja en las tasas de interés. Un bono con opción *call*, faculta al emisor a alterar el plazo del bono en detrimento del tenedor o inversionista de bonos. Como compensación, el emisor estipula en el contrato el precio de recompra *call*, el cual es ligeramente superior al valor par o monto originalmente contratado, a fin de indemnizar por así decirlo, al tenedor de bonos.

Otra opción que tiene el usuario o comprador del bono, consiste también en alterar el plazo del bono. A esta alternativa se le conoce como venta anticipada o *put feature*. Un bono con cláusula *put*, faculta al inversionista a vender o devolver el bono originalmente

contratado. La ventaja para el tenedor es que puede obtener el principal o valor par en caso de que un alza en las tasas de interés reduzca el precio del bono.

Bonos convertibles.

Otro tipo de bono es el convertible, el cual da la opción al inversionista de cambiar el bono por un monto equivalente en acciones comunes del emisor, a un precio predeterminado. Los términos de la conversión se determinan en la emisión; incluyen la fecha en la que puede hacerse la conversión y qué cantidad de acciones puede cambiarse por cada título de deuda. La opción de convertibilidad permite al emisor ofrecer una tasa inicial de interés más baja a la vez que reduce la sensibilidad del precio del bono a cambios en las tasas de interés (Morris & Siegel, 1993: 96).

Bonos intercambiables.

Un bono intercambiable es aquel donde el tenedor puede cambiar su bono por acciones comunes de una empresa diferente al emisor del bono.

Bonos participativos.

Son aquellos que ofrecen una parte de dividendos o utilidades a los tenedores de bonos.

Bonos subordinados.

Es aquel bono que se liquida después de que se han pagado otras deudas u obligaciones del emisor. Generalmente se ofrecen por las empresas o corporaciones, las cuales venden este tipo de instrumentos ofreciendo un interés más alto y un plazo de

vencimiento más corto que el resto de los bonos del mercado a fin de hacerlos más atractivos a los inversionistas.

Bonos perpetuos.

Otro tipo de bonos son los llamados *Consols*, abreviatura de *Consolidated Annuity* o anualidad consolidada. Se trata de un bono que no tiene una fecha de vencimiento definida sino que su plazo es perpetuo. Fueron emitidos por primera vez en 1751 por el Banco de Inglaterra, quien garantizó pagar para siempre determinado flujo de efectivo a los tenedores de los *Consols* Ingleses. A pesar de guerras y depresiones ocurridas desde el siglo dieciocho el Banco de Inglaterra mantiene en pie su promesa; tan es así que al día de hoy aún se comercia con ese instrumento en el mercado de deuda de Londres.

Estados Unidos también emitió *Consols* para obtener recursos a fin de construir el Canal de Panamá. Sin embargo aunque existió la promesa de pagar cupones para siempre, los bonos contenían una cláusula que habilitaba al emisor a recomprar, es decir, tenían una opción *call*, la cual fue ejercida por el gobierno norteamericano para retirar la totalidad de estos títulos.

Bonos por el tipo de moneda de la transacción.

También existen bonos que facultan tanto al emisor como al tenedor de seleccionar la moneda en la que la transacción será liquidada. Existen así los euro bonos, que son bonos emitidos en una divisa y en un país diferente a la del emisor, como los bonos Yanqui (título emitido en dólares, colocado en Estados Unidos de un emisor no

residente en dicho país) y los bonos Samurai (título emitido en yenes, colocado en Japón, de un emisor no residente en dicho país).

Bonos en México.

El gobierno federal es el principal emisor de bonos en nuestro país. Como se vio en el primer capítulo, los principales bonos en nuestro país son los Bondes, Udibonos, Bonos de Regulación Monetaria y los Bonos de Protección al Ahorro Bancario.

Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES) son títulos a largo plazo denominados en pesos, que se crearon mediante decreto el 22 de septiembre de 1987. Este instrumento consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de liquidar una suma de dinero con cortes periódicos de cupón. El objetivo es financiar proyectos de inversión a mediano y largo plazo. Su denominación es en moneda nacional con un valor nominal de $100.00 o sus múltiplos. Los plazos son a 364, 532, 728 y 1,092 días. El rendimiento se genera cada 28 o 91 días sobre el valor nominal. La liquidación de este instrumento es a valor mismo día.

Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión (UDIBONOS), son instrumentos a mediano y largo plazo cuyo objetivo es la de promover el ahorro interno protegiendo la inversión de la inflación al mantener el poder adquisitivo del capital de la inversión inicial. Su denominación es en Unidades de Inversión (UDIS), con valor inicial de 100 UDIS. Su plazo es de 2 o 5 años, la amortización es en una sola exhibición y el rendimiento es real y fijo, pagadero cada 182 días. Al final del periodo de amortización, el valor nominal de los títulos en UDIS es convertido en moneda nacional y se paga en una sola exhibición.

Los Bonos de Regulación Monetaria (BREMS), son bonos emitidos por el BM con fundamento en el artículo 7° fracción VI de la Ley del Banco de México con el propósito de regular la liquidez en el mercado dc dinero.

Los Bonos de Protección al Ahorro Bancario (BPAS), son bonos que emite el Instituto de Protección al Ahorro Bancario con el objeto de canjear o financiar sus obligaciones financieras. Estos bonos tiene características similares a las de los BONDES y su tasa de referencia es la de CETES a 28 días.

RIESGO DE LOS BONOS.

Dentro de los riesgos que el inversionista o el tenedor de bonos enfrenta, se pueden mencionar los siguientes: volatilidad en las tasas de interés, riesgo crediticio, riesgo inflacionario, riesgo de opción *call,* falta de liquidez y riesgo eventual o político.

Para el inversionista la volatilidad de las tasas en las tasas de interés representa un riesgo en el sentido de que si las tasas de interés se elevan, el precio del bono puede llegar a bajar tanto que si se requiriera venderlo antes de la fecha de vencimiento, obtendría una pérdida de capital. La volatilidad en las tasas de interés, es considerada como el mayor riesgo al que se enfrenta el inversionista de bonos.

El riesgo crediticio tiene mucho que ver con el emisor del bono. Cuando el emisor es por ejemplo el gobierno federal, se considera que el riesgo crediticio es nulo. En cambio, existen emisores que su riesgo de crédito es alto, por lo que el precio de sus bonos será bajo y tenderán a ofrecer altos rendimientos, como es el caso de los llamados "bonos chatarra".

Como se mencionó en el primer capítulo, a fin de que el inversionista reconozca la calidad crediticia del emisor, existen agencias calificadoras de la calidad crediticia de los emisores y los instrumentos que pretendan ofrecer al público inversionista. Dentro de las agencias calificadoras reconocidas a nivel internacional se encuentran: *Moody's Investor Service, Standard & Poor's y Fitch.*

De acuerdo a *Moody's Investor Service*:

> "Las calificaciones crediticias constituyen una evaluación para la capacidad y voluntad de un deudor (emisor), para cubrir puntualmente y en su totalidad sus obligaciones financieras. Una calificación representa una opinión sobre la calidad crediticia relativa y la probabilidad de incumplimiento de pago... si bien las calificaciones crediticias influyen en las decisiones de inversionistas e instituciones bancarias, no deben ser vistas como una recomendación para otorgar o no préstamos o en su defecto, para comprar o vender títulos" (Moody's, 2000: 3).

Este tipo de agencias tienen su propia escala de calificaciones que van desde las de menos riesgo hasta las consideradas inversiones especulativas o de alto riesgo. El rango de calificaciones puede apreciarse en la tabla 2.1.

Para nuestro país, la calificación crediticia es algo nuevo en el caso de estados y municipios. A fin de promover una nueva cultura de crédito, el gobierno mexicano ha efectuado algunos cambios en las reglas de capitalización aplicables a la banca. Con esto espera que al otorgar un préstamo, los bancos den mayor peso a factores asociados con la

calidad crediticia además de incentivar a los estados y municipios para que logren finanzas públicas sanas.

Estas nuevas disposiciones establecen que las reservas de capital de la banca comercial y la banca de desarrollo deben fijarse aplicando factores de ponderación de acuerdo al riesgo crediticio asociado a emisiones o préstamos concedidos a los estados y municipios. Entre mayor sea el diferencial entre la calificación correspondiente al gobierno federal y la otorgada al gobierno estatal o municipal, más elevado tenderá a ser el requerimiento de capitalización.

Aunque la regulación no obliga a los gobiernos a obtener calificaciones crediticias, no contar con una calificación es sancionado de manera implícita al establecer que los bancos deben aplicar el requerimiento de capitalización más elevado.

Otro tipo de riesgo es el inflacionario el cual tiene que ver básicamente con el poder adquisitivo del dinero, en el sentido de que el rendimiento del bono tiene que exceder el nivel de inflación a fin de evitar pérdidas en la inversión, salvo que se tenga bonos con tasa flotante.

En cuanto al riesgo de opción *call*, como se mencionó anteriormente, es la posibilidad de que el bono sea comprado o retirado por el emisor antes de la fecha de vencimiento pactada. Por lo que toca al riesgo de liquidez, este se refiere a la facilidad con la que el inversionista pudiera vender los bonos antes de la fecha de vencimiento. Cuando

la diferencia entre el precio de compra y el de venta aumenta, el riesgo de liquidez es mayor.

Finalmente, el riesgo político o de evento es aquél en el que la capacidad del emisor para realizar los pagos correspondientes, se ve afectada por eventos catastróficos, inestabilidad política o un cambio legislativo que afecte dicha capacidad.

PRECIO, RENDIMIENTO Y TASAS DE INTERÉS.

Como se ha venido comentando, existe una relación fundamental entre las tasas de interés y el precio de los bonos. Cuando las tasas de interés suben, el precio del bono en el mercado secundario generalmente baja a fin de que el rendimiento sea comparable al de las nuevas emisiones. Cuando sucede que las tasas de interés disminuyen, el precio del bono generalmente se eleva. También la oferta y demanda afecta el precio de este instrumento.

El precio de un bono es el valor presente de todos los flujos de efectivo provenientes del interés y capital, descontando el rendimiento al vencimiento o la tasa interna de retorno. (Wesalo, 2001: 132). Por lo tanto, a fin de determinar el precio se requiere tanto la estimación de los flujos de efectivo esperados así como la tasa de rendimiento apropiada.

Notas a la calificación	*Moody's*	*Fitch*	*Standard & Poor's*
Los emisores / deudores o emisiones / créditos han demostrado tener la más elevada calidad crediticia y la menor probabilidad de perdida crediticia en relación con otros emisores / deudores o emisiones / créditos.	Aaa	AAA	AAA
Los emisores / deudores o emisiones / créditos calificados han demostrado tener una muy fuerte calidad crediticia y una baja probabilidad de pérdida crediticia en relación con otros emisores / deudores o emisiones / créditos.	Aa	AA	AA
Los emisores / deudores o emisiones / créditos calificados han demostrado tener una calidad crediticia superior al promedio en relación con otros emisores / deudores o emisiones / créditos.	A	A	A
Los emisores / deudores o emisiones / créditos calificados han demostrado tener una calidad crediticia promedio en relación con otros emisores / deudores o emisiones / créditos.	Baa	BBB	BBB
Los emisores / deudores o emisiones / créditos calificados han demostrado tener una calidad crediticia inferior al promedio en relación con otros emisores / deudores o emisiones / créditos.	Ba	BB	BB
Los emisores / deudores o emisiones / créditos calificados han demostrado tener una debil calidad crediticia en relación con otros emisores / deudores o emisiones / créditos.	B	B	B
Los emisores / deudores o emisiones / créditos calificados han demostrado tener un carácter especulativo y una muy débil calidad crediticia en relación con otros emisores / deudores o emisiones / créditos.	Caa	CCC	CCC
Los emisores / deudores o emisiones / créditos calificados han demostrado tener un carácter altamente especulativo y una calidad crediticia extremadamente débil en relación con otros emisores / deudores o emisiones / créditos.	Ca	CC	CC
Los emisores / deudores o emisiones / créditos calificados han demostrado tener un carácter extremadamente especulativo y la más baja calidad crediticia en relación con otros emisores / deudores o emisiones / créditos.	C	C	C
Nota: A los bonos cuya nota se encuentra entre las cuatro primeras, se les considera que tienen Grados de Inversión. A los que en cambio obtienen cualquiera de las tres últimas notas se les considera "bonos chatarra" o en inglés *Junk Bonds.* Moody's añade un modificador numérico a las notas, mientras que S&P y Fitch tienen el modificador más (+) o menos (-).			

Tabla 2.1. Tabla de calificaciones de las tres principales calificadoras de valores. Fuente: Moody's.

Los flujos de efectivo esperados consisten básicamente de los pagos de intereses o cupones y del valor par o el valor del bono al vencimiento. Por lo que respecta al rendimiento, generalmente refleja el rendimiento de inversiones con riesgo comparable o bien de bonos similares, de la misma calidad crediticia e idéntico plazo de vencimiento. El rendimiento se expresa generalmente como una tasa de interés anualizada. Cuando los flujos de efectivo ocurren de manera semestral, se estila dividir entre dos esta tasa y utilizarla como la tasa de descuento para cada periodo (Fabozzi, 1999: 19).

La fórmula para obtener el precio de un bono es entonces como sigue:

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{(1 + YTM)^t} + \frac{M}{(1 + YTM)^n} \qquad (1)$$

Donde *P* es el precio del bono, *C* es el monto del cupón, *n* es el plazo en años, t es el número de periodos en años, *M* es el valor del bono al final del plazo y *YTM (yield to maturity)* es el rendimiento al vencimiento.

Para el caso de los bonos cupón-cero, el primer componente de la fórmula equivale a cero por lo que el precio se determina mediante:

$$P = \frac{M}{(1 + YTM)^n} \qquad (2)$$

Conociendo el cupón, el precio y el plazo, el rendimiento al vencimiento (*yield to maturity*) es la tasa interna de retorno que obtiene el inversionista de los pagos de intereses y principal, considerando que los intereses se componen de manera semestral.

Despejando *YTM* de la fórmula (1), se obtiene la tasa de rendimiento que iguala el precio del instrumento para bonos con cupón. En el caso de bonos cupón-cero, el mismo componente se despeja de la fórmula (2).

El rendimiento actual del bono (*current yield*) se calcula dividiendo el valor del cupón entre el precio actual del bono. Este cálculo tiene un uso limitado ya que no toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo y el monto generado por la reinversión de intereses. La fórmula para el rendimiento actual del bono es:

$$\mathbf{CY} = \frac{\mathbf{C}}{\mathbf{P}} \qquad (3)$$

Donde *CY* es el rendimiento actual, *C* es el monto del cupón y *P* es el precio.

El rendimiento *call*, es la tasa de retorno anual compuesta semestralmente, que obtendrá el inversionista por pagos de principal e intereses, suponiendo que la opción *call* será ejercida en el contrato de bonos.

Cuando el contrato de bonos no presenta opciones *call* o *put*, los dos elementos más importantes que afectan el precio son el plazo y la tasa cupón.

Generalmente, los bonos a corto plazo se venderán a un precio cercano al valor par, porque el inversionista recibirá el principal en corto tiempo. Entre más alta sea la tasa de interés del cupón, el movimiento o volatilidad del precio del bono será menor en relación con el cambio en las tasas de interés en el mercado. Por el contrario, la volatilidad en el precio será mayor para un bono con menor tasa de cupón.

Volatilidad del bono.

Existen tres medidas comúnmente utilizadas para medir la volatilidad de un bono. Estas son: (1) valor de un punto base, (2) rendimiento con un cambio en el precio y (3) duración del bono.

El valor de un punto base se refiere al cambio en el precio de un bono cuando el rendimiento cambia en un punto base. Este cambio indica la volatilidad del bono medida en términos monetarios.

El valor del rendimiento, se calcula obteniendo primero el rendimiento del bono al vencimiento, si el precio se reduce en *x* cantidad monetaria. La diferencia entre el rendimiento inicial y el nuevo es el rendimiento generado con un cambio en el precio de *x* cantidad monetaria. Mientras más pequeño sea este valor, mayor será la volatilidad del bono ya que bastará un ligero cambio en el rendimiento para producir un cambio en el precio por *x* cantidad monetaria (Fabozzi, 1999: 57).

A menudo los inversionistas utilizan el concepto de duración como medida del tiempo promedio para los diversos pagos de cupones y principal. La duración se define como:

$$D = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t \times t}{(1+r)^t} \Big/ P \qquad (4)$$

En donde *Ct* es el pago del cupón y/o principal en el momento *t*, *t* es el tiempo hasta ese pago, *n* es el tiempo al vencimiento final, *r* es el rendimiento al vencimiento y *P* es precio o valor del mercado del bono (Van Horne, 1997: 25).

La duración representa el tiempo promedio ponderado para los pagos de intereses y principal. De acuerdo a la fórmula, mientras mayor sea la tasa de cupón, menor es la duración si todas las demás cosas permanecen iguales. Para un cupón cero, no hay sino un pago al vencimiento y la duración del bono es igual a su vencimiento. Para los bonos con cupones, la duración del bono es inferior a su vencimiento.

El concepto de duración se usa ampliamente en la comunidad de inversionistas ya que la volatilidad del precio de un bono está relacionada con la duración. Mientras mayor sea la duración de un instrumento de deuda, mayor es su volatilidad respecto de los cambios que se pudieran presentar en las tasas de interés en el mercado.

Además de la duración, los inversionistas prestan atención también a un indicador conocido como *convexidad.* Este indicador señala el cambio matemático en la duración del bono por cada cambio que ocurre en las tasas de interés. Entre más convexo sea un bono, mayor será el cambio en la duración del mismo por cada movimiento de las tasas de interés. La *convexidad negativa* sucede cuando el precio del bono sube de manera inferior al resto del mercado mientras que la *convexidad positiva* el precio del bono sube tanto o más que el promedio del mercado.

CONCLUSIONES.

En este capítulo se pudo revisar de manera concisa los conceptos fundamentales del bono como instrumento de inversión, las principales variantes del instrumento, sus riesgos, así como las principales fórmulas para calcular su precio y rendimiento y la relación que existe entre estas variables y las tasas de interés.

CAPÍTULO III

"It is safe to say that wherever you are in the United States, or, increasingly, throughout the world, you have either used or been touched by a project or facility that was built by municipal bonds".

Healther L. Ruth
President and Chief Executive Officer
The Bond Market Association

CAPÍTULO III. EL BONO MUNICIPAL EN LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA.

Los antecedentes del bono municipal, se remontan a la época del Renacimiento, en Italia, cuando las ciudades pedían prestado a las más acaudaladas familias de mercaderes. Actualmente, un país ha desarrollado el mercado de deuda más grande del planeta, acaparando poco más del 43% de las emisiones de todo el mundo: los Estados Unidos de Norteamérica. Con cerca de 200 años de experiencia, Estados Unidos mantiene un vigoroso y vasto mercado de deuda municipal a través del cual sus más de 87,500 estados y gobiernos locales satisfacen sus necesidades de capital para los más diversos proyectos de desarrollo, en beneficio de sus habitantes. El presente capítulo explicará la estructura y funcionamiento de este mercado, a fin de comprender este gran motor de las economías locales en ese país y explorar la posibilidad de tomarlo como modelo para nuestro país.

HISTORIA.

El primer registro oficial de un bono municipal en Estados Unidos es de una emisión realizada por la ciudad de Nueva York para la construcción de un canal en 1812. Ya para 1943, el monto de deuda municipal alcanzaba la cifra de 25 millones de dólares. Las siguientes dos décadas de rápido desarrollo urbano se caracterizaron por un explosivo crecimiento de la deuda municipal, utilizada para financiar mejoras en la infraestructura de las ciudades y al creciente sistema de educación pública gratuita (Wesalo,2000: 49).

Poco después de la guerra civil, gran parte de la deuda municipal se destinó a la construcción ferroviaria. En 1873, los altos costos de construcción de una de las más

grandes empresas ferrocarrileras, la *Northern Pacific*, suspendió el pago de la deuda. El banco más grande del país propiedad del mismo dueño de la ferrocarrilera colapsó por esa misma causa, al igual que otras firmas financieras de menor tamaño y el mercado de valores. La depresión que siguió a estos sucesos, detuvo por completo el rápido crecimiento de la deuda municipal. Los estados impusieron entonces restricciones a la emisión de deuda pública, llegando incluso a incluirlas en sus constituciones. Asimismo, se dio origen a que cada emisión de deuda fuera acompañada por la opinión de un consejo calificado y reconocido en materia de bonos.

Nuevamente la deuda municipal crece hasta detenerse en 1930 con la Gran Depresión. Asimismo, durante la Segunda Guerra Mundial la deuda municipal decreció en virtud de que los recursos eran destinados a la milicia. Sin embargo, después de la guerra la deuda municipal experimentó un nuevo periodo de rápido crecimiento. Después de la Segunda Guerra Mundial, la deuda estatal y local per cápita era de 145 dólares. Para 1998, de acuerdo al Censo, la deuda estatal era de 1,791 dólares per cápita mientras que la deuda local para 1996 era ya de 2,704 dólares per cápita.

Al 31 de diciembre de 2000, el mercado de bonos en Estados Unidos tenía la composición indicada en la tabla 3.1. A esa misma fecha, el monto total de deuda emitida era de 15.8 billones de dólares. Para tener una idea más clara de la cifra, si todo el gasto del gobierno de México programado para el año 2001 se utilizara para retirar bonos del mercado de deuda estadounidense, no se podría comprar ni siquiera el 1% de esos bonos.

Tipo de emisión	%
Bonos del Tesoro de los Estados Unidos	18.8
Bonos respaldados con activos	5.4
Bonos de agencias federales	12.1
Bonos municipales	9.8
Mercado de dinero	16.8
Bonos respaldados con hipotecas	15.8
Bonos de empresas	21.3

Tabla 3.1 Composición del mercado de deuda norteamericano. Fuente: The Bond Market Association.

A la fecha, el uso que se le ha dado a la deuda municipal es vasto. Entre las aplicaciones destacan:

- Edificios para escuelas primarias y secundarias.
- Calles y autopistas.
- Oficinas de gobierno.
- Edificios para educación superior, laboratorios y dormitorios.
- Infraestructura en materia de transportes, como puentes, vías rápidas, aeropuertos y puertos.
- Plantas de energía eléctrica y la infraestructura necesaria para su transmisión.
- Obras hidráulicas y de drenaje.
- Plantas de reciclaje de desechos.
- Hospitales, clínicas y guarderías.
- Vivienda para familias de ingreso bajo a moderado.

CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL BONO MUNICIPAL.

Un bono municipal representa una promesa de un estado, una unidad de gobierno u otra entidad calificada (emisor), de pagar al prestamista (inversionista) una cantidad de dinero llamada principal y un interés, de acuerdo con cierto calendario de pagos acordado previamente por las partes.

Los bonos municipales generalmente son emitidos en denominaciones de $5,000 dólares o sus múltiplos, aunque también pueden encontrarse en múltiplos de $1,000 dólares. El bono municipal norteamericano contiene básicamente seis elementos característicos (ver figura 3.1):

- Nombre del emisor. La identidad de quien emite el bono es esencial. Cuando el emisor es una autoridad o agente que actúa en nombre de otra persona, este último también debe mencionarse en el documento.
- Cupón. La tasa de interés que se pagará ya sea fija o variable. Como se vio en el capítulo anterior, se denomina cupón aunque físicamente el bono no tenga cupones adheridos.
- Fecha de vencimiento. Fecha en la que el inversionista recibirá el principal y el último pago de intereses.
- Fecha. Es la fecha a partir de la cual corre el plazo del bono.
- Rendimiento y precio. Se estipula generalmente el rendimiento al vencimiento. En cuanto al precio, se toma como un porcentaje del principal o valor par, en donde el valor par es igual a 100.

- Número CUSIP (*Comitee on Uniform Security Identification Procedures*). Es un identificador único de nueve caracteres asignado a cada bono o papel comercial. El CUSIP es un organismo auspiciado por la Asociación de Banqueros de América, la cual desarrolló este método de identificación uniforme para los instrumentos municipales, de gobierno y corporativos.

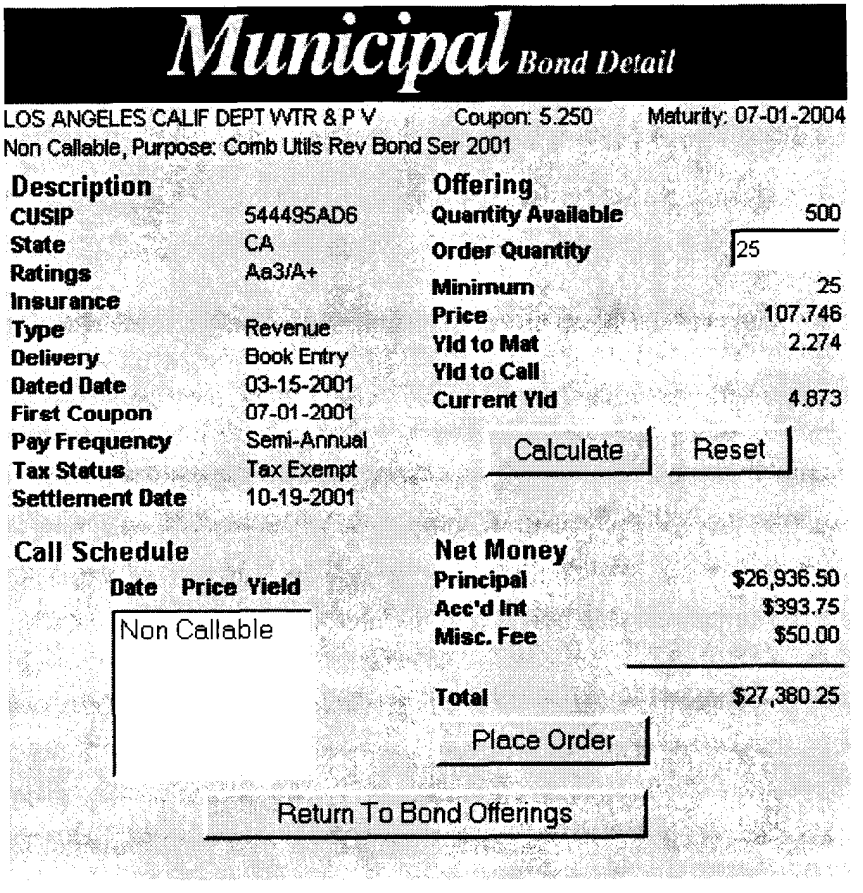


Figura 3.1. Ejemplo de bono municipal ofertado a través de Internet. Se pueden encontrar los seis elementos básicos de todo bono municipal. Fuente: Bond Express Inc.

Además de la información anterior, puede contener la calificación crediticia del emisor, el tipo de bono del que se trata y el uso o destino de los recursos.

La principal característica que hace del bono municipal un instrumento aparte en el mercado norteamericano es la de estar exento de impuesto federal. Históricamente, el ingreso por intereses de los bonos municipales no ha sido sujeto a impuesto federal. Por eso a este instrumento también se le conoce como "bono libre de impuesto" (*tax-exempt bonds*). Esta característica resulta especialmente atractiva a los inversionistas quienes están dispuestos a aceptar menores rendimientos a cambio del beneficio fiscal; más aún si consideramos que los bonos municipales frecuentemente gozan de exención fiscal a nivel estatal y municipal aunque algunos estados de la unión americana solo exentan de impuestos locales a los bonos emitidos en su territorio.

Todos los aspectos del bono municipal están sujetos a las leyes estatales y locales. Consecuentemente debe estudiarse con mucho cuidado la legislación local al realizar operaciones de emisión o administración de este tipo de instrumentos.

Como ya se mencionó, los bonos municipales son emitidos por estados y unidades de gobierno local. De acuerdo al Censo de Estados Unidos del año 1997, había 87,504 unidades de gobierno entre las que se encuentran los estados, municipios, autoridades y distritos especiales. Estos dos últimos entes, fueron creados a principios del siglo XX por los estados y gobiernos locales para servir como receptores de financiamiento destinado a ciertas áreas geográficas que abarcaban varios condados o ciudades. También se crearon para financiar ciertos proyectos específicos que beneficien a varias ciudades o estados, como autopistas, aeropuertos, centros de convenciones, hospitales, etc.

El Buró para el Censo de los Estados Unidos divide a las entidades emisoras de deuda pública en siete grupos bien definidos, como se muestra en la tabla 3.2.

Tipo de unidad de gobierno	Cantidad en 1997
Federal	1
Estatal	50
Condado	3,043
Municipio	19,372
Ciudades	16,629
Distrito Escolar	13,726
Distrito Especial	34,683
Total de entidades emisoras	87,504

Tabla 3.2. Unidades de gobierno de acuerdo al Buró para el Censo de los Estados Unidos, 1997. Fuente: (Wesalo, 2001: 51)

En resumen, una autoridad es un ente independiente del estado o gobierno local expresamente creado para emitir bonos o administrar un proyecto o ambas cosas, en beneficio de un estado / gobierno local o grupo de estados / gobiernos locales.

Cada emisión de deuda municipal requiere la aprobación del sistema legislativo del emisor, el cual puede imponer restricciones en el tipo y tamaño de la deuda, o bien en la estructura financiera de los instrumentos.

TIPOS DE BONO MUNICIPAL.

Los bonos municipales en Estados Unidos no se emiten para financiar el gasto corriente de los gobiernos locales, como gastos por salarios o de servicios, salvo raras excepciones. Los gobiernos locales, estados y autoridades emiten bonos municipales para

proveer el capital necesario para obras de infraestructura, como autopistas, parques, escuelas, hospitales, oficinas de gobierno, etc. Para este propósito los bonos municipales son de dos tipos: de obligación general y los bonos de ingreso o de utilidad.

Los bonos de obligación general (*general obligation bonds* o simplemente *GO's*).

Son bonos cuyo respaldo descansa en la calidad crediticia y fortaleza fiscal del emisor. Para algunos gobiernos locales, el referéndum es necesario para la emisión de *GO's*. Este tipo de bono proporciona beneficios a las comunidades receptoras de las obras de infraestructura mientras son liquidados a través de los impuestos que pagan los habitantes de esas comunidades.

Los bonos de utilidad o de ingreso (*revenue bonds*).

Utilizan ingresos específicos para cubrir la deuda. Este instrumento es emitido para financiar proyectos específicos generadores de ingresos; a menos que exista otra garantía adicional, los bonos se garantizan con los ingresos de ese proyecto. Este tipo de bono en Estados Unidos ha permitido financiar una gran cantidad de proyectos como: puentes de cuota, aeropuertos, sistemas de drenaje, sistemas de distribución de agua potable, sistemas de tratamiento de aguas residuales, hospitales, plantas de energía eléctrica, etc.

Una de las ventajas que el instrumento ofrece al emisor, es la de que generalmente no necesita aprobación electoral o referéndum, como en el caso de los GO's. Los bonos de ingreso pueden agruparse en siete tipos: de servicios públicos, salud, de educación

superior y de organizaciones no lucrativas, de vivienda, transporte, desarrollo industrial y de ingreso asegurado con impuestos.

En cuanto a servicios públicos se refiere, los bonos de ingreso se utilizan para financiar energía eléctrica, gas, agua, sistemas de drenaje y agua potable y proyectos afines. Dos o más unidades de gobierno pueden unirse y generar un proyecto para financiar este tipo de servicios. Ejemplos de emisores de bonos de ingreso para servicios públicos están: *Puerto Rico Electric Power Authority*, *City of Detroit Water Supply System*, *New York City Municipal Water Finance Authority*, *City of San Antonio Electric and Gas Systems*, *Palm Beach County Solid Waste Authority*, entre otros.

En materia de salud, educación superior y proyectos no lucrativos, los bonos de ingreso se utilizan para financiar hospitales, escuelas y universidades públicas y privadas, museos, etc. Como ejemplos podemos citar a los hospitales *John Hopkins Hospital* y al *Sisters of Mercy Health System*. Las escuelas privadas y universidades también pueden emitir bonos a través de una autoridad o entidad para la construcción de infraestructura educativa. Como ejemplos de estos están: *Dormitory Authority of NewYork* y *Connecticut Health and Educational Facility Authority*, ambas autoridades que emiten bonos en nombre de *Cornell University* y *Yale University* respectivamente.

También museos como *Getty Museum* e instituciones culturales como *Carnegie Hall* han financiado proyectos de capital a través de bonos. Los ingresos generados por estas organizaciones se usan para el pago de los bonos (tanto intereses como principal). Estos ingresos pueden ser las cuotas de servicios hospitalarios, colegiaturas, tarifas de dormitorios para estudiantes, boletos de entrada para museos y eventos culturales, etc.

En materia de vivienda, los bonos municipales de ingreso financian la construcción de proyectos habitacionales para familias de bajos recursos económicos así como para gente de edad avanzada y veteranos de guerra. Los bonos se pagan a través de las rentas, pagos de hipoteca y algunos subsidios que otorgan ciertos programas federales en Estados Unidos.

Por lo que toca al transporte, los bonos de ingreso se utilizan para financiar autopistas, aeropuertos, puertos, túneles y demás infraestructura de transporte. Estos proyectos pagan la deuda a través de las cuotas, concesiones y demás tarifas o cargos por los servicios que prestan los usuarios. Por ejemplo, las cuotas que cobran algunos puentes o bien, la tarifa de concesión que pagan las empresas de renta de autos por el espacio que ocupan en los aeropuertos.

En cuanto a desarrollo industrial, los bonos municipales de ingreso se emiten para financiar inversiones que contribuyan a la creación de empleos, a mejorar la calidad del aire, del agua y a incrementar la oferta de bienes y servicios. Ejemplos de estos son los proyectos de plantas tratadoras de agua, de reciclaje de desechos, proyectos específicos de manufactura, de agricultura y remodelación o remozamiento de edificios.

Finalmente, los bonos de ingreso asegurado con impuesto son un tipo de instrumento relativamente nuevo en el mercado norteamericano. El pago de los bonos se realiza a través de un flujo de efectivo determinado, respaldado por algún tipo de impuesto, participación del gobierno o algún tipo de multas. El objetivo de este

instrumento es el de disminuir al máximo la posibilidad de quiebra o suspensión de pagos por parte del emisor.

Usos de la deuda.

Como se ha venido mencionando a lo largo del capítulo, los bonos municipales, tanto los de ingreso como los de obligación general, sirven para financiar proyectos de capital o que serán de larga duración. En Estados Unidos, las principales categorías o destinos para los que se emiten bonos municipales son para la educación y para propósitos generales de gobierno. Estos dos rubros pasaron de representar el 31% de las emisiones en 1979 al 52% en 1999. Algunos ajustes fiscales ocurridos a lo largo del tiempo, han disminuido las emisiones de deuda para el desarrollo industrial y vivienda entre otros rubros (ver tabla 3.3). Las emisiones más grandes o de mayor monto corresponden a gastos generales de infraestructura, de servicios públicos y de transporte (ver tabla 3.4).

Uso de deuda municipal	**% 1999**
Propósito general / mejoramiento urbano	26
Educación	21
Salud	10
Energía	2
Agua, drenaje y gas	7
Control de contaminación	4
Otros	29
Total	100

Tabla 3.3. Fuente: *Thomson Financial Securities Data.* (Wesalo, 2001: 6)

Fecha	Emisor	Estado	Monto de emisión (millones de dólares)
13 de mayo 1998	Long Island Power Authority	NY	$ 3,424.50
26 de junio 1997	New Jersey Economic Development Authority	NJ	$ 2,803.00
21 de noviembre 1985	New Jersey Turnpike Authority	NJ	$ 2,000.00
18 de diciembre 1982	New Jersey, general obligations	NJ	$ 1,804.60

Tabla 3.4. Cuatro de las emisiones de deuda de mayor monto desde 1947 en los Estados Unidos. Fuente: *Thomson Financial Securities Data.* (Wesalo, 2001: 55)

ELEMENTOS Y PARTICIPANTES.

Dentro de los principales elementos y participantes que conforman este gran mercado se pueden mencionar los siguientes: los emisores, los agentes o negociadores (*dealers*), los *brokers*, los abogados, los consultores financieros y los especialistas, las agencias calificadoras, los apoyos a la calidad crediticia, los fideicomisos o administradores, los inversionistas, agentes reguladores, la información y tecnología entre otros participantes y elementos del mercado.

Emisores (*issuers*).

De acuerdo al Censo norteamericano de 1997, existen más de 87,500 unidades de gobierno estatal y local (ver tabla 3.2). Los gobiernos locales, dentro de los cuales se encuentran las ciudades, pueblos, villas, condados, municipios y distritos, es la categoría de emisores más grande en el mercado, seguida por la de las autoridades estatales, autoridades locales, los gobiernos estatales y colegios públicos (ver tabla 3.5).

Emisor	% 1999
Gobierno local	39.5
Autoridades estatales	30
Autoridades locales	18.6
Gobiernos estatales	9.7
Colegios públicos	1.7

Tabla 3.5. Participación de los emisores en el mercado de bonos municipales norteamericano. Fuente: *Thomson Financial Securities Data.* (Wesalo, 2001: 5)

Agentes o negociadores (*Municipal Bond Dealers*).

A fin de emitir bonos en el mercado, el emisor trabaja en conjunto con un agente encargado de proveer este tipo de servicios financieros, el cual generalmente se encuentra dentro de los bancos e instituciones financieras como las casas de bolsa. Las actividades que realizan estos agentes o negociadores consisten básicamente en lo relacionado a banca de inversión pública o de finanzas públicas, actividades de colocación, mercadotecnia y comercialización de los instrumentos.

Por lo que toca a las finanzas públicas o banca de inversión pública, esta se encarga de coordinar las actividades a fin de responder las peticiones de oferta o de propuesta (*requests for proposals RFPs*), que reciben de parte de los emisores. Este documento, el RFP, incluye la información financiera y el plan del emisor para una tentativa colocación de bonos.

En las actividades de colocación, los agentes establecen los precios y rendimientos para las nuevas emisiones. Estas instituciones compran los bonos del emisor en el mercado primario para su oferta en el mercado secundario. La compra la pueden hacer por dos vías: la venta competitiva (*competitive sale*) o la venta negociada (*negociated sale*).

En una venta competitiva, la oferta de compra por parte del agente colocador se realiza a través de sobre cerrado en subasta pública (similar a un procedimiento de licitación pública mexicana). Gana la propuesta que ofrezca al emisor el costo de interés más bajo. Los agentes colocadores pueden ofertar de manera individual o bien asociarse con otro u otras empresas de colocación de valores formando sindicatos. A este procedimiento también se le conoce como venta anunciada (*advertised sale*) o venta con oferta sellada (*sealed bid sale*).

En una venta negociada, el emisor selecciona al agente colocador líder o gerente *senior* quien se encargará de coordinar y administrar las actividades financieras previas a la fecha de emisión pública. El emisor a veces selecciona otros agentes o gerentes para que de manera individual o formando grupos o sindicatos, realicen una oferta para comprar los bonos al emisor a un precio que deberá tener el más bajo costo de interés para el emisor y que resulte atractivo para la venta a los inversionistas. Este procedimiento proporciona una gran flexibilidad para estructurar la emisión y adaptarse a las condiciones de mercado existentes.

Al igual que en el procedimiento de venta competitiva, los agentes colocadores trabajan de manera muy cercana a los comerciantes y vendedores para determinar el precio adecuado para la nueva emisión. Los comerciantes (*traders*) mantienen el mercado secundario al comprar y vender bonos a otros comerciantes e inversionistas.

Brokers.

Los *brokers* no efectúan transacciones directamente con los inversionistas sino que negocian con los agentes. En el mercado municipal norteamericano, los *brokers* facilitan y hacen más eficientes las operaciones a los agentes en el sentido de que éstos consiguen

oferta o demanda de bonos efectuando una labor de búsqueda de instrumentos que satisfagan las características que el agente requiere. Son por así decirlo, agentes de los agentes (*brokers' brokers*) (Wesalo, 2001: 9).

El consejo o dictamen de la emisión (*bond counsel*).

Cada emisión de bonos municipales se acompaña de la opinión de un consejo (reconocido despacho de abogados), que vela por los intereses legales de los tenedores de bonos. Esa opinión, que se asemejaría por su importancia al dictamen del auditor en los estados financieros, manifiesta los principales aspectos legales de la emisión, como son el que los bonos constituyen una obligación válida, legal, que establece un compromiso del emisor con los tenedores de bonos y que el interés que generará el instrumento estará libre de impuesto federal bajo el marco legal aplicable.

El consejo que expresa esta opinión o dictamen, previamente revisa todo el marco legal al que está sujeto la emisión y se asegura de que todos los procedimientos para la emisión de bonos se han llevado a cabo a fin de que dicha emisión sea autorizada. Este consejo elabora un expediente en donde se registra toda la documentación y los procedimientos llevados a cabo para la emisión. A este expediente se le conoce como la *transcripción del procedimiento.*

El mercado de bonos municipal da gran importancia a la opinión o dictamen que pueda dar un consejo de bonos reconocido, sobre todo si este consejo es un despacho legal de prestigio en toda la Unión Americana y además si figura en el directorio de la industria de bonos municipal conocido como "el libro rojo" (*the red book*). Este directorio, que lleva el nombre formal de *The Bond Buyer's Municipal Marketplace*, enlista tanto agentes como a barras o despachos de abogados así como a otros participantes en el mercado que

gozan de reconocimiento por su trayectoria o experiencia en materia de bonos municipales.

También los agentes colocadores tienen un consejo que los representa en un procedimiento de venta negociada. Este consejo se encarga de llevar a cabo el *due diligence* o el análisis financiero exhaustivo del emisor, mediante el cual hacen evidente toda la información relevante que el inversionista necesita saber del emisor para llevar a cabo una buena decisión. Este mismo consejo elabora el contrato de compra de bonos mediante el cual se consolida la operación comercial de compra venta entre el emisor como vendedor y el agente colocador como comprador.

Consultores y especialistas financieros.

Las unidades de gobierno local y los estados solicitan consejo o asesoría de espertos en materia de emisiones de bonos municipales. Estos consultores apoyan a los emisores en la tarea de seleccionar al agente colocador (en el caso de venta negociada) o bien a organizar el procedimiento de venta competitiva, una vez que han analizado las necesidades financieras de sus clientes. También se encargan de estructurar el proceso de emisión, trabajan en conjunto con las calificadoras de valores y en general hacen sus recomendaciones en todos los aspectos de la emisión así como en lo relacionado a los planes de financiamiento del emisor.

Calificadores de valores.

Como se observó en el capítulo anterior, los agentes calificadores de valores versan su opinión sobre la calidad crediticia del emisor. En Estados Unidos, la calificación

se considera obligatoria para las emisiones de grandes montos; algunas emisiones que no alcanzan grado de inversión o cuando existen condiciones de mercado favorables, pueden negociarse sin calificación.

Las tres agencias dominantes del mercado son: *Moody's Investor Service, Inc.,* la cual ha calificado bonos municipales desde 1909, *Standard & Poor's,* desde 1940 y *Fitch*, desde 1913. En el cuadro 2.1 pueden observarse las calificaciones utilizadas por estas empresas.

Apoyos a la calidad crediticia (*credit enhancers*).

Este tipo de apoyos a las emisiones de bonos municipales en los Estados Unidos, han crecido de manera substancial en la última década a raíz de que los inversionistas toman en cuanta cada vez más la calidad crediticia del emisor. Este tipo de apoyos consiste básicamente en que una entidad de reconocido prestigio crediticio, sirve para fortalecer o apoyar a otro ente de menor calidad o con calificación crediticia más baja. Las principales formas de este tipo de apoyo son los seguros o las emisiones aseguradas, las cartas bancarias y las líneas de crédito.

El seguro para bonos es un compromiso legal que contrae una compañía de seguros de pagar interés y principal cuando el emisor no esté en posibilidad de hacerlo. Este tipo de seguros reduce el costo por intereses a los emisores y añaden máxima seguridad para el inversionista. El seguro altera el precio del bono de acuerdo a la percepción de fortaleza crediticia del asegurador.

Las cartas bancarias y las líneas de crédito también apoyan las emisiones de bonos. La diferencia entre estas dos es que la carta bancaria o de crédito no requiere reunir tantas

condiciones como una línea de crédito y se considera que brinda mayor fortaleza crediticia ya que con una carta bancaria, la emisión obtiene la calificación del banco.

Fideicomisos o administradores.

Los fideicomisos son los que llevan a cabo las funciones administrativas como las de establecer las cuentas y concertar los fondos relacionados con la deuda, actividades de registro de tenedores de bonos, de pago de cupones y principal, etc. En Estados Unidos, el organismo que se encarga del depósito y custodia de valores es la *Depository Trust and Clearing Corporation* (*DTCC*, sus actividades son similares a la INDEVAL mexicana). Los fideicomisos o administradores efectúan el depósito de cupones y/o principal al *DTCC* y este se encarga de distribuirlo a los bancos y casas de bolsa o agentes que a su vez lo entregarán a sus respectivos clientes.

Inversionistas.

En Estados Unidos se consideran tres tipos o grupos de inversionistas dentro del mercado de bonos municipales: los inversionistas directos, los fondos de inversión y los inversionistas institucionales como los bancos y algunas compañías de seguros. En la tabla 3.6 se puede apreciar la participación de estos grupos en el mercado de bonos municipal.

Agentes reguladores.

Los organismos que regulan este mercado en los Estados Unidos son básicamente tres: la *Securities and Exchange Commision* (*SEC*), el *Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB)* y la *National Association of Securities Dealers (NASD)*.

Participación por tipo de inversionista (1999)	
Inversionista	**%**
Directos (familias o individuos)	35
Fondos de inversión	39.5
Institucionales	20.9
Otros	4.6

Tabla 3.6. Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos (Wesalo, 2001: 17).

La SEC es una agencia independiente, casi judicial que administra la legislación en lo que a instrumentos y valores corresponde. Fue creada por el congreso en 1934. Corre a cargo de cinco comisionados nombrados por el Presidente con el consentimiento del Senado, los cuales duran en su encargo cinco años. La *SEC* protege a los inversionistas al velar por la correcta aplicación de las leyes del mercado de valores, asegurando que la información llegue a los inversionistas y que el mercado opere con honestidad y transparencia.

La *MSRB* establecida en 1975 por el congreso de los Estados Unidos, desarrolla reglas y establece estándares que regulan a las empresas y bancos encargados de colocar, comerciar e intercambiar bonos y otros instrumentos municipales. Este organismo regulador es supervisado por la *SEC*. Está compuesto por quince miembros; cinco son representantes de los bancos, cinco de empresas de valores y cinco son representantes del público. Al menos un miembro de este último grupo debe representar a los inversionistas y otro a los emisores.

La *NASD* se estableció en 1938. Es la encargada de llevar a cabo revisiones de las actividades o transacciones de valores, así como realiza actividades de diseño y operación de los servicios e instalaciones del mercado de valores. También administra el examen que determina si las personas que operan en el mercado están calificadas para ello.

Otros participantes y elementos de mercado.

Otro de los participantes en el mercado de bonos municipal en Estados Unidos es el *Comitee on Uniform Security Identification Procedures* (*CUSIP*). Se trata de un buró de servicio creado en 1964, operado por *Standard & Poor's* para *la American Bankers Association*. La función de este buró es la de proveer números de identificación únicos y descripciones estándar a todos los sectores del mercado financiero, incluyendo por supuesto al mercado municipal. El número *CUSIP* es uno de los elementos esenciales del bono (ver figura 3.1).

También existen entes encargados de diseminar información oficial relacionada con las emisiones de bonos municipales llamados por sus siglas en inglés *NRMSIR (Nationally Recognized Municipal Securities Information Repository)*. Estas organizaciones deben cumplir los lineamientos que impone la *SEC* para tal propósito. Cabe señalar que se encargan únicamente de difundir la información que da el emisor de bonos mas no verifican la veracidad de la misma.

La información y la tecnología son elementos que juegan un papel determinante en el mercado de bonos municipales. El correcto flujo de información permite a los inversionistas tomar mejores decisiones y a los emisores y demás participantes, a desarrollar mejor sus actividades. El uso de la tecnología es extenso en este momento gracias al crecimiento de Internet, mediante el cual el intercambio financiero es más eficiente, permite mayor y más rápido flujo de información, ofrece herramientas de análisis para los emisores e inversionistas entre otras muchas ventajas. Un detalle importante que implica el uso de la tecnología, es que los inversionistas ya no reciben un

certificado que represente la tenencia del bono sino que todos los registros son electrónicos.

ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO.

El mercado de bonos municipales en Estados Unidos se compone de un mercado primario y de uno secundario. El primero comprende la emisión y el segundo trata de la compra y venta que ocurre una vez que se termina el proceso de emisión (ver figura 3.2).

Dicho proceso comienza con la necesidad de recursos financieros por parte de una entidad emisora. En el mercado primario, el emisor inicia una serie de trámites y procedimientos que derivan en una emisión de bonos. En este punto los agentes de mercado (independientes, casas de bolsa o bancos), compran la emisión en un procedimiento conocido como colocación (*underwriting*). Los bonos son entonces puestos a la venta en donde inversionistas institucionales entre otros, compran esa deuda a los agentes colocadores. En caso de que no se vendan, el agente asume el riesgo de quedarse con la deuda hasta que la venta ocurra. Tanto el principal como los intereses son liquidados por el emisor.

Por su parte, en el mercado secundario ocurre la compra, venta e intercambio de los bonos una vez que se emitieron y habiéndose negociado como una nueva emisión por los grandes inversionistas en el mercado primario. El mercado secundario provee de liquidez al inversionista ya que este comprará con la seguridad de que en dado caso podrá vender su inversión a un precio justo antes de la fecha de vencimiento de su documento.

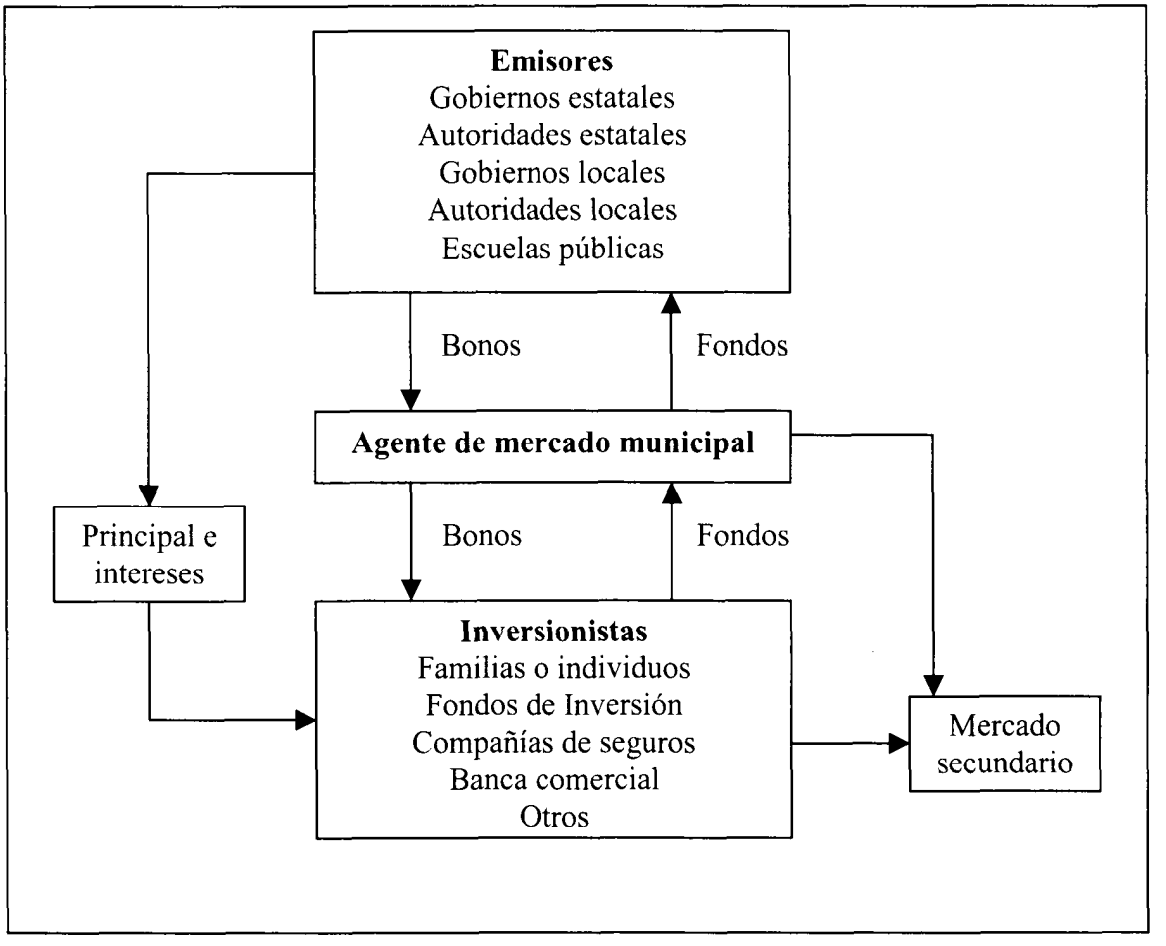


Figura 3.2. Flujo de fondos en el mercado primario. Fuente: (Wesalo, 2001: 4)

Mercado primario.

Los gobiernos locales en los Estados Unidos, emiten deuda con el propósito de mejorar las condiciones de vida de los habitantes de sus territorios o de aquellas personas que se verán beneficiadas con los servicios de cierto proyecto.

El primer paso en el proceso de emisión de bonos, es la planeación que realiza el emisor sobre sus necesidades de capital y sobre el o los proyectos que realizará con ese financiamiento. El emisor elabora para tal efecto un plan de incremento de capital (*capital improvement plan*), con un horizonte por lo general de cinco a diez años (Wesalo, 2001: 63).

Las unidades de gobierno pueden emitir deuda en dos formas: bonos de obligación general (*GO's*) o bonos de ingreso. La decisión de que tipo de bono emitir, depende del ambiente económico y político de la comunidad. Las presiones políticas y económicas pueden afectar la emisión de deuda municipal. En el caso de los *GO's*, su emisión está sujeta a la aprobación electoral de la comunidad. Esta aprobación de los votantes depende directamente de la salud en la economía y estabilidad política del país. Existen también para algunos gobiernos locales, limitantes en su legislación para el uso de deuda pública; tales limitantes pueden consistir en el tope de recaudación de impuestos o bien en cierto límite o monto de deuda.

Los defensores del bono de ingreso, consideran que los nuevos proyectos deben pagarlos quienes se beneficien de estos, por lo que estos bonos se liquidan con los ingresos o utilidades generadas por los proyectos financiados. Así los clientes o receptores de ese servicio o proyecto, pagarán por ello y no todos los habitantes de la comunidad.

El siguiente paso es la selección del equipo de financiamiento o de emisión. En el equipo se incluirá al consejo legal, al asesor financiero y al agente colocador.

El consejo legal es quien se encargará de todo lo referente al cumplimiento de los requisitos jurídicos contenidos en la legislación estatal y local. Asimismo, prepara y supervisa el procedimiento de emisión, obtiene las autorizaciones necesarias, confirma que los bonos estén exentos de impuesto y dictamina sobre la validez y veracidad de la emisión.

Por su parte, el asesor financiero se encarga de determinar las necesidades financieras y prepara los análisis y planes requeridos. También evalúa las diferentes opciones de emisión (venta negociada o competitiva) así como el tipo de bono a emitir (bono de ingreso o de obligación general) y el plazo de vencimiento. También preparará la presentación ante el agente calificador y realizará las recomendaciones necesarias para la valuación y venta de los bonos.

El agente colocador puede ser escogido mediante los procedimientos de venta competitiva y negociada, como ya se ha descrito anteriormente. En los Estados Unidos, la preferencia es por el método de venta negociada, llegando a ocupar el 74% de las emisiones de bonos municipales en 1999 (Wesalo, 2001: 64). Tanto en una venta negociada como en una competitiva, los agentes colocadores asumen todo el riesgo y la responsabilidad por la venta de los bonos. Los agentes colocadores exitosos son aquellos que logran encontrar el delicado balance del rendimiento que produzca el menor costo para el emisor y la máxima ganancia para el inversionista. Dentro de los gastos que realiza el agente colocador se encuentran: los honorarios del consejo, cuotas de seguro, juntas de información a inversionistas, viáticos, publicidad, cuotas para obtener el número *CUSIP*, salarios profesionales, comisiones de venta entre otros.

El equipo de financiamiento elabora entonces el documento que establecerá los acuerdos entre el emisor y los tenedores de bonos. El contrato de emisión o el contrato de bonos, incluirá la mecánica de la emisión, la fecha o fechas de pago de interés y principal, la forma y lugar de pago y para el caso de bonos a tasa variable, los términos en los que

será establecida la tasa de interés. También se incluirán opciones del bono (venta o compra anticipada) si la emisión así lo contempla.

El emisor es responsable por ciertos gastos del proceso, muchos de los cuales pueden ser recuperados del producto de la emisión. Además de los costos del proyecto de capital y fondos de reservas, el emisor realiza los gastos correspondientes a: honorarios de los asesores financieros, cuotas de seguro, pagos al agente calificador, honorarios al consejo legal, costos de impresión y otras cuotas por estudios financieros y de mercadotecnia.

Una vez que el contrato esta listo, se efectúa la notificación u oferta oficial (*oficial statement*), la cual es el documento por medio del cual la venta de bonos se hace pública. El documento incluye los términos de la emisión, el monto del principal, el interés, una breve descripción del emisor, de su capacidad financiera así como todos los aspectos legales, administrativos y financieros relevantes para la emisión. El documento es similar a lo que es en México un prospecto de colocación. Un ejemplo de la portada de este documento se puede apreciar en la figura 3.3.

Como se acaba de mencionar, la opinión del consejo legal es de suma importancia para la emisión pues da tranquilidad al tenedor de bonos al conocer sobre la legalidad de la emisión. La opinión del consejo legal o consejo de la emisión (*bond counsel*), es uno de los requisitos necesarios para las emisiones de deuda municipal, establecido a raíz de la crisis a principios del siglo XIX en el sector ferrocarrilero que se comentó al principio del capítulo.

Insured Ratings:	**Uninsured Ratings:**
Moody's: Aaa	Moody's: Aa3
S&P: AAA	S&P: AA-
Fitch: AAA	Fitch: AA
	(See "Ratings" herein)

In the opinion of Co-Bond Counsel, interest on the Bonds is excluded from gross income for federal income tax purposes and exempt from State of California personal income taxes. See "Tax Matters".

$500,000,000
STATE OF CALIFORNIA
GENERAL OBLIGATION BONDS

Dated: April 1, 2000 **Due: May 1, as shown below**

Interest is payable on May 1 and November 1 of each year, commencing November 1, 2000. Bonds may be purchased in book entry form only, in the principal amount of $5,000.00 or any integral multiple thereof. See APPENDIX B – "DTC AND THE BOOK ENTRY SYSTEM".

Certain of the Bonds are subject to redemption prior to their stated maturities. See "THE BONDS-Redemption Provisions." The Bonds are general obligations of the State to which the full faith and credit of the State are pledged. Principal of, premium if any, and interest on the Bonds are payable from any moneys in the General Fund of the State, subject only to the prior application of such moneys to the support of the public school system and public institutions of higher education. See "AUTHORIZATION OF AND SECURITY FOR THE BONDS."

Financial Guaranty Insurance Company, doing business in California as FGIC Insurance Company, at the requests of the initial purchasers, will issue simultaneously with the issuance of the Bonds maturing on May 1, 2001 through May 1, 2005 (identified with an asterisk (*) in the table below), as described herein.

The Treasurer will apply to list the Term Bonds due on May 1, 2026 and May 1, 2030 on the New York Stock Exchange.

This cover page contains certain information for quick reference only. It is not a summary of this issue. Investors must read the entire Official Statement to obtain information essential to the making of an informed investment decision.

MATURITIES, PRINCIPAL AMOUNTS, INTEREST RATES AND PRICES OR YIELDS

Maturity Date (May 1)	Principal Amount Maturing	Interest Rate	Price or Yield	CUSIP Number (130629)
2001*	$18,070,000	11.00%	3.95%	WE4
2002*	18,070,000	11.00	4.30	WF1
2003*	18,070,000	11.00	4.56	WG9
2004*	18,070,000	11.00	4.72	WH7
2005*	18,070,000	4.50	4.76	WJ3
2006	18,070,000	4.75	4.75	WK0
2007	18,070,000	4.75	4.80	WL8
2008	18,070,000	4.75	4.85	WM6
2009	18,070,000	4.75	4.90	WN4
2010	18,070,000	5.75	5.02	WP9
2011	15,965,000	5.50	5.08	WQ7

Maturity Date (May 1)	Principal Amount Maturing	Interest Rate	Price or Yield	CUSIP Number (130629)
2012	$15,965,000	5.50%	5.15%	WR5
2013	15,965,000	5.50	5.25	WS3
2014	15,965,000	5.50	5.30	WT1
2015	15,965,000	5.625	5.40	WU8
2016	15,965,000	5.625	5.45	WV6
2017	15,965,000	5.625	5.50	WW4
2018	15,965,000	5.625	5.55	WX2
2019	15,965,000	5.625	5.625	WY0
2020	15,965,000	5.625	5.625	WZ7
2021	15,965,000	5.625	5.68	XA1
2022	15,965,000	5.625	5.70	XB9

$63,860,000 5.625% Term Bonds due May 1, 2026, priced to yield 5.74% CUSIP No. 130629XF0
$63,860,000 5.75% Term Bonds due May 1, 2030, priced to yield 5.75% CUSIP No. 130629XK9
(plus accrued interest from April 1, 2000)

The Bonds are offered when, as and if issued and received by the purchasers, subject to the approval of legality by the Honorable Bill Lockyer, Attorney General of the State of California, and by Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP and the Law Offices of Julia Sylva, Co-Bond Counsel. Mallory & Associates, a professional Law Corporation, served as Disclosure Counsel for the State. Public Resources Advisory Group served as the Financial Advisor to the State. The Bonds will be available for delivery on or about April 27, 2000.

HONORABLE PHILIP ANGELIDES
Treasurer of the State of California

The Bonds were sold at competitive bid on April 19, 2000.
The initial reoffering prices and yields have been set by the successful bidder.

Dated: April 19, 2000.
***Insured Bonds**

Figura 3.3. Portada de notificación u oferta oficial. Fuente: (Wesalo, 2001: 69).

El dictamen de dicho consejo comprende tres aspectos: 1) que los bonos son válidos y expresan un compromiso del emisor, 2) provee información sobre el origen y seguridad del pago de los bonos y 3) la declaratoria de que los bonos están exentos de impuestos federales y locales. Un ejemplo del formato usado por el consejo legal de la emisión se puede apreciar en la figura 3.4 (texto en inglés).

Cuando el proceso de emisión se realiza a través de una venta negociada, se suscribe un contrato entre el emisor y el agente colocador llamado contrato de compra de bonos (*bond purchase agreement*). En este contrato se establece el precio de los bonos, el principal y su vencimiento, el interés y otros aspectos específicos del acuerdo. El consejo del agente colocador elabora este documento.

Cuando la emisión se llevó a cabo mediante una venta competitiva, el contrato de compra se compone de la noticia u oferta de venta (*notice of sale*) (ver figura 3.5), la oferta ganadora, la aceptación del emisor de la oferta ganadora y el contrato propiamente entre el emisor y el agente colocador ganador.

Ya que el agente colocador es responsable por la venta de los bonos, realiza un *road show*, consistente en visitar clientes potenciales y presentarles la oferta de bonos. Con la ayuda de Internet, el *road show* puede hacerse de manera virtual y con la posibilidad de abarcar una audiencia mucho mayor a un costo menor.

(Letterhead of bond counsel)

State of California

We have acted as bond counsel in connection with the issuance by the State of California (the "Issuer") of $500,000,000 Bonds dated April 1, 2000 (the "Bonds"). In such capacity, we have examined such law and such certified proceedings and other documents as we have deemed necessary to render this opinion.

As to questions of fact material to our opinion, we have relied upon the certified proceedings and other certifications of public officials and others furnished to us without undertaking to verify the same by independent investigation.

Based on the foregoing, we are of the opinion that under existing law:

1. The Bonds are valid and binding general obligations of the Issuer.
2. All taxable property in the territory of the Issuer is subject to *ad valorem* taxation without limitation as to rate or amount to pay the Bonds. The Issuer is required by law to include in its annual tax levy the principal and interest coming due on the Bonds to the extent the necessary funds are not provided from other sources.
3. Interest on the bonds is excluded from gross income for federal income tax purposes and is not an item of tax preference for purposes of the federal alternative minimum tax imposed on individuals and corporations; it should be noted, however, that, for the purpose of computing the alternative minimum tax imposed on certain corporations (as defined for federal income tax purposes), such interest is taken into account in determining adjusted current earnings. The opinion set forth in the preceding sentence is subject to the condition that the Issuer comply with all requirements of the Internal Revenue Code of 1986 as amended, that must be satisfied subsequent to the issuance of the Bonds in order that interest thereon be, or continue to be, excluded from gross income for federal income tax purposes. The Issuer has covenanted to comply with all such requirements. Failure to comply with certain of such requirements may cause interest on the Bonds to be included in gross income for federal income tax purposes retroactive too the date of issuance of the Bonds. We express no opinion regarding other federal tax consequences arising with respect to the Bonds.
4. [Opinion regarding state tax exemption, if any]

It is to be understood that the rights of the owners of the Bonds and the enforceability of the Bonds may be limited by bankruptcy, insolvency, reorganization, moratorium and other similar laws affecting creditors' right generally and by equitable principles, whether considered at law or in equity.

We express no opinion herein as to the accuracy, adequacy or completeness of the Official Statement relating to the Bonds.

[This opinion is given as of the date hereof and we assume no obligation to [update] [revise] or supplement this opinion to reflect any changes or circumstances that may hereafter come to our attention or any changes in law that may hereafter occur.]

Very truly yours,

Figura 3.4. Ejemplo del formato utilizado por un Consejo de Emisión. Fuente: (Wesalo, 2001: 71)

THE BOND BUYER

SUMMARY NOTICE OF SALE

$58,120,000*

UNIVERSITY SYSTEM OF MARYLAND

Auxiliary Facility and Tuition Revenue Bonds

2001 Series B

Notice is hereby given that sealed and electronic bids will be received by the University System of Maryland on **November 13, 2001** until 11:00 a.m. ET for the purchase of $58,120,000* principal amount of University System of Maryland Auxiliary Facility and Tuition Revenue Bonds, 2001 Series B (the "Bonds"). Bids must be delivered either (a) by hand to the University System of Maryland, 3300 Metzerott Road, Adelphi, MD 20783, or (b) through the facilities of and in accordance with the Rules of Participation requirements of BiDCOMP/Parity.

The Bonds offered for sale will be dated as of November 15, 2001 and will mature or have sinking fund redemptions on April 1 in the years 2003 through 2022, as more fully described in the Official Notice of Sale.

The Bonds will be awarded to the bidder complying with the terms of the Official Notice of Sale and offering to purchase all of the Bonds at the lowest interest cost, calculated in accordance with the true interest cost (TIC) method. All bids must be accompanied by a certified or cashier's check or surety bond in the amount of $581,200 payable to the University System of Maryland or naming it as the beneficiary, in the case of a surety bond.

The Preliminary Official Statement, the Official Notice of Sale, and the Official Bid Form are available in electronic form and are posted on www.thomsonprospectus.com. A copy of the Official Bid Form and the Official Notice of Sale are available from the financial advisor. For information, contact Stephanie Gibson at Public Financial Management, Inc., financial advisor to the University System of Maryland, tel: (617) 330-6914 or Mary Clemens at University System of Maryland. tel: (301) 445-1939.

*Preliminary, subject to change.

University System of Maryland

Nathan A. Chapman, Jr., Chairman of the Board of Regents

Donald N. Langenberg, Ph.D., Chancellor

Dated: November 6, 2001

Figura 3.5: Notificación de venta u oferta. Fuente: The Bond Buyer Co.

El mercado secundario.

El mercado secundario provee una gran variedad de instrumentos de deuda municipal, a la vez que proporciona liquidez a los inversionistas al permitirles vender sus bonos después de la oferta inicial (Wesalo, 2001: 104).

La negociación de títulos en el mercado secundario puede darse mediante dos formas de mercadeo: por intercambio (*exchange market*) o sobre el mostrador (*over-the-counter OTC*).

El mercado de intercambio es para entidades que con cierto mínimo de capitalización entre otros requisitos, se reúnen para negociar sus títulos en un lugar específico, centralizado.

En el mercado *OTC* en cambio, las transacciones se llevan a cabo a través de comerciantes y no en un lugar específico o centralizado. Los bonos municipales en los Estados Unidos son negociados en un mercado *OTC* ya sea ejecutando transacciones por teléfono o bien por medios electrónicos como el Internet.

Los inversionistas que desean vender sus bonos pueden obtener una mayor o menor ganancia dependiendo del riesgo de mercado y del riesgo crediticio. El riesgo de mercado se refiere a las fluctuaciones del precio del bono ocasionado por cambios en el nivel general de las tasas de interés. El riesgo crediticio, como se comentó anteriormente, está asociado con la fortaleza financiera del emisor.

Los comerciantes realizan transacciones con bonos municipales directamente con los inversionistas y con otros comerciantes ya sea para su venta inmediata o para almacenarlos y mantener sus propios inventarios.

Los *brokers* identifican compradores de bonos específicos o bien identifican ciertos tipos de bonos para sus clientes. La característica que distingue a los *brokers* de otros negociantes en el mercado secundario es su discreción, pues no revelan la identidad del cliente para el cual ejecutan la transacción.

Los comerciantes se especializan en ciertos tipos de bonos, dado el inmenso número de bonos en circulación. Se estima que diariamente, existen de 7,000 a 8,000 bonos municipales disponibles con un valor par de 1,400 millones de dólares (Wesalo, 2001: 105). Entre los tipos o segmentos diferentes de bonos se pueden mencionar los siguientes: bonos de ingreso, bonos por precio, de vivienda, de salud, bonos por nombre del estado emisor, de alto rendimiento, bonos por plazo de vencimiento, entre otros.

Como también se comentó con anterioridad, Internet ha facilitado las transacciones de este tipo de instrumentos en los Estados Unidos. Un ejemplo de los sitios de empresas dedicadas a este tipo de transacciones se puede ver en la figura 3.6

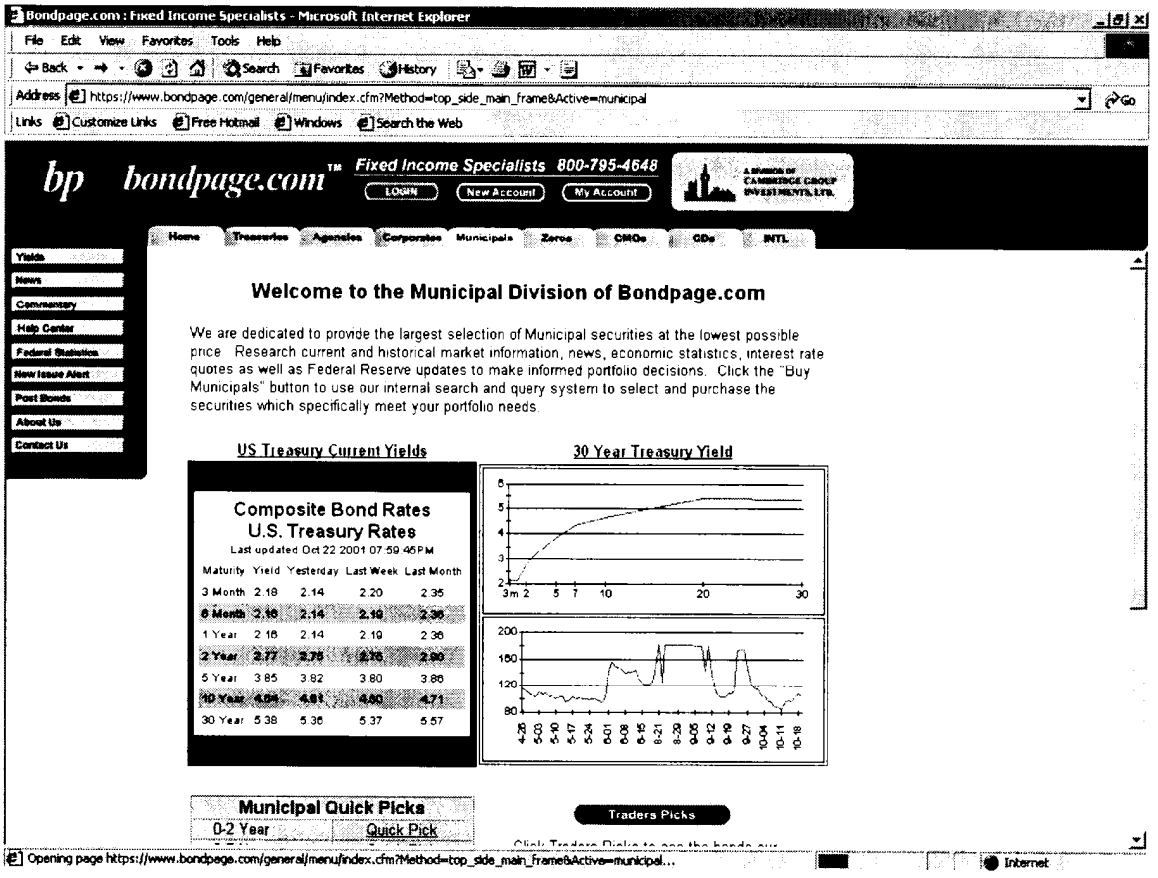


Figura 3.6: Ejemplo de sitio en Internet dedicado al mercado secundario de bonos. Fuente: Bondpage.com

CONCLUSIONES.

El mercado de bonos municipales en los Estados Unidos ha sido el motor financiero para los proyectos más diversos en sus comunidades. Como se pudo apreciar, es un mercado bien estructurado cuyo funcionamiento y utilidad es producto de décadas de experiencia que puede ser aplicada o adaptada a nuestro país, a fin de impulsar el desarrollo de los municipios del país.

CAPÍTULO IV

"Proporcionaremos infraestructura pública y servicios para apoyar y facilitar la incorporación de las micro, pequeñas y medianas empresas a la globalización y a la nueva economía".

Plan Nacional de Desarrollo 2001-2006

"Hemos escuchado al Gobierno federal hablar de una mayor inversión pública, infraestructura y vivienda, precisamente para sentar las bases para crecer. Sin embargo, no podemos crecer si no tenemos energía, petróleo, carreteras, agua, hospitales y escuelas."

José Valles.
Presidente del Instituto
Mexicano de Ejecutivos en
Finanzas (IMEF).

CAPÍTULO IV. DESARROLLO DEL BONO MUNICIPAL EN LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS.

En este capítulo, se expondrá la manera en la que es posible desarrollar un mercado vigoroso de deuda municipal en México, que sirva de motor a los proyectos de infraestructura que urgentemente necesitamos los que habitamos en cada uno de los 2,427 municipios del país. Se expondrá el avance que ha dado nuestro gobierno en ese sentido y se propondrá la estructura, elementos y participantes que hacen falta para tener un sano mercado de bonos municipales, basado en la experiencia de los Estados Unidos de Norteamérica por los motivos expuestos con anterioridad.

ANTECEDENTES.

Como se explicó al principio de este trabajo, la pugna de los municipios mexicanos por una libertad económica tiene raíces históricas profundas. Ha sido a través de una sistemática lucha política como de manera gradual se está alcanzando ese objetivo, aunque todavía falta mucho por hacer.

A finales de la administración del presidente Ernesto Zedillo Ponce de León (1994-2000), se iniciaron labores legislativas en materia de autonomía financiera para municipios. Destacan las reformas al Artículo 115 constitucional, así como las modificaciones a las reglas en materia de Sociedades Nacionales de Crédito y Banca Múltiple entre otros mecanismos hacendarios.

Por lo que toca a las reformas al Artículo 115, se encuentran en proceso de discusión cambios en relación a eliminar la disposición que prohíbe la reelección de los miembros de los ayuntamientos, a fin de dejar a las legislaturas locales la responsabilidad de legislar respecto de la forma, condiciones y demás supuestos en que pueda darse dicha reelección.

Esta reforma tiene como ventajas la profesionalización del gobierno, mayor eficacia y eficiencia en la gestión pública y una relàción más estrecha entre el gobierno y la ciudadanía. Se considera que la reelección inmediata rompería el círculo vicioso de alterar la representación política forzosamente cada tres años, disminuyendo el costo del aprendizaje y capitalizar la experiencia en el ámbito de la representación política (Pérez, 2001: 2).

Esta discusión se inició con la propuesta del Ejecutivo federal plasmada en el Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000. El 9 de abril de 2001, la propuesta se presentó por parte de diputados federales del grupo parlamentario del Partido Acción Nacional, correspondientes a la LVIII Legislatura del Congreso de la Unión. A noviembre de 2001, aún no se resolvía sobre el particular. Las últimas reformas al Artículo 115 se pueden apreciar en el apéndice 2.

Esta reforma es necesaria pues actualmente los municipios utilizan el crédito como un medio temporal para fortalecer su flujo de caja y no como un instrumento para financiar proyectos de inversión pública de largo plazo (Fitch, 2001: 3).

En materia de reformas hacendarias, el 13 de diciembre de 1999 se publicaron en el Diario Oficial de la Federación resoluciones que modifican las reglas para los requerimientos de capitalización de las Sociedades Nacionales de Crédito y las Instituciones de Banca Múltiple. En esas disposiciones emitidas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), se establecieron nuevas fórmulas para la determinación del capital neto requerido por riesgo de crédito en las operaciones activas de la banca con municipios, entidades federales, gobierno del Distrito Federal y sus organismos descentralizados.

Estas reformas, además de promover un nivel de capitalización de las instituciones bancarias congruente con su perfil de riesgo en operaciones financieras con entidades públicas estatales y municipales, hacen que el mercado propicie el endeudamiento responsable y prudente de una entidad pública local (González, 2000: 1).

En efecto, el mercado consigue con estas reformas una participación más activa en la evaluación del riesgo crediticio de los gobiernos locales ya que ahora es necesaria la nota de dos agencias calificadoras; las reglas especifican que podrán ser las agencias *Standard & Poor's*, *Moody's Investor Service* u otra que este reconocida por la Dirección General de Crédito Público de la SHCP.

Enrique González González (2000), miembro del Colegio de Economistas de Nuevo León, en un artículo publicado en el periódico El Norte, considera que los factores que justifican la participación más activa del mercado en la evaluación del riesgo crediticio de las operaciones bancarias de los gobiernos locales son principalmente:

1. El mercado penaliza el manejo inadecuado de los recursos públicos y promueve una gestión más apropiada de las finanzas públicas locales.
2. Se logra una mayor transparencia de la información estadística de las finanzas públicas estatales y municipales, toda vez que su difusión oportuna y puntual constituye un requisito básico en la obtención de una calificación crediticia y en el consiguiente acceso al mercado de crédito bancario.
3. Ayuda a los gobiernos locales a desarrollar un historial crediticio propio en el sistema bancario nacional.
4. Los gobiernos estatales y municipales asumirán una actitud más prudente y responsable en sus procesos de contratación de deuda.
5. El examen más riguroso de las entidades estatales y municipales fortalecerá sin duda sus sistemas de contabilidad, diseño de presupuestos y planeación de las inversiones.

La administración del presidente Vicente Fox Quesada, en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2001-2006, estampó la propuesta de la Asociación de Municipios de México, A.C. en el sentido de poder emitir deuda a través de un esquema de bonos municipales.

El PND señala en su apartado Crecimiento con Calidad, que:

..."un desarrollo más profundo del mercado de deuda pública es necesario para sentar las bases sobre las cuales puede desarrollarse aún más el mercado de deuda privada. En particular, el Ejecutivo federal buscará establecer las condiciones

que le permitan emitir instrumentos de largo plazo, privilegiando aquellos a tasa fija ya sea denominada en pesos o en UDIS, sentando así las bases para convertir el mercado de deuda privada en una alternativa de financiamiento efectiva para las empresas y gobiernos estatales y municipales del país". (PND, 2001: 106).

Finalmente, el 30 de abril de 2001, el Congreso de la Unión aprobó las reglas a la Ley del Mercado de Valores (LMV) y a la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), las cuales se publicaron el 1 de junio de 2001 y entraron en vigor el 4 de junio de ese mismo año.

La reforma a la LMV en su Artículo 14 bis 6, faculta al municipio para emitir deuda en el mercado de valores; textualmente señala que: "las sociedades anónimas, entidades de la administración pública federal, paraestatal, entidades federativas, municipios y entidades financieras cuando actúen en su carácter de fiduciarias, podrán emitir certificados bursátiles..." (LMV,2001: 32). Sin duda, este fue un gran paso para alcanzar una verdadera autonomía financiera de los gobiernos locales de nuestro país.

EL CERTIFICADO BURSÁTIL.

El Certificado Bursátil (CB), como lo marca el artículo 14 bis 7 de la LMV, son títulos de crédito que se emiten en serie o en masa, destinados a circular en el mercado de valores. El CB debe contener:

I. La mención de ser certificados bursátiles y títulos al portador;

II. El nombre o denominación del emisor, así como el objeto de la sociedad o de la entidad pública paraestatal de que se trate y, tratándose de fideicomisos, el fin

para el que fueron constituidos. Tratándose de entidades federativas y municipios, únicamente estarán obligadas a señalar su denominación;

III. El importe de la emisión, número de certificados y, cuando así se prevea, las series que la conforman, así como el valor nominal de cada uno de ellos. Adicionalmente la especificación del destino que haya de darse a los recursos que se obtengan con motivo de la emisión;

IV. El tipo de interés que, en su caso, devengarán;

V. El plazo para el pago de capital y, en su caso, intereses;

VI. Las condiciones y formas de amortización;

VII. El lugar de pago;

VIII. En su caso, las causas de vencimiento anticipado, entre las que podrán incorporarse las relativas al incumplimiento de obligaciones de hacer o no hacer a cargo del emisor;

IX. La especificación, en su caso, de las garantías que se constituyan para la emisión;

X. El lugar y fecha de emisión;

XI. La firma autógrafa del representante o apoderado del emisor, quien deberá contar con facultades generales para suscribir títulos de crédito en los términos de las leyes aplicables, y

XII. La firma autógrafa del representante común de los tenedores, haciendo constar su aceptación y declaración de haber comprobado la constitución y existencia de los bienes objeto de las garantías de la emisión, así como sus obligaciones y facultades.

Asimismo, también el Artículo 14 bis 7 señala:

"La emisión de los certificados bursátiles podrá constar de diferentes series, los cuales conferirán a sus tenedores iguales derechos dentro de cada una de ellas.

Los certificados bursátiles podrán llevar cupones adheridos para el pago de intereses y en su caso, para las amortizaciones parciales, los cuales podrán negociarse por separado. Los títulos podrán amparar uno o más certificados y se mantendrán depositados en alguna de las instituciones para el depósito de valores reguladas en la presente Ley.

Las entidades financieras que actúen como fiduciarias en fideicomisos cuya finalidad sea la emisión de certificados bursátiles, lo harán con base en un patrimonio afecto en fideicomiso irrevocable." (DOF, junio 2001: 32)

Omar Campuzano Pieras (2001), director de financiamiento corporativo de Valores Mexicanos Casa de Bolsa, señala que dentro de las ventajas de este nuevo instrumento se encuentran:

1. Son flexibles en cuanto a su estructuración.
2. Se pueden pactar amortizaciones parciales en cualquier periodo durante la vigencia de la emisión, con un periodo de gracia totalmente adaptable a las necesidades del emisor.
3. Se puede establecer la posibilidad de llevar a cabo una amortización anticipada, parcial o total en cualquier momento la vigencia de la emisión.

4. Proporcionan una mayor fortaleza jurídica para el inversionista, ya que sí se puede exigir anticipadamente el pago por incumplimiento del emisor.

5. Puede establecerse un programa de emisión de certificados bursátiles.

6. El tiempo de amortización es similar al de los pagarés de mediano plazo.

Asimismo, Aurelio Gerardo Cavazos Cárdenas, socio-director de Fitch México, S.A. de C.V., también considera que el CB además tiene las ventajas siguientes:

1. Tiene costos menores a otros instrumentos.

2. Es posible la negociación independiente de cupones.

3. Tiene una expectativa de alta bursatilidad.

4. Los trámites para su estructura son ágiles pues no necesita registro en el Registro Público de la Propiedad y no requiere Junta de Gobierno en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Cavazos, 2001).

La tabla 4.1 muestra un comparativo de instrumentos de deuda en el mercado mexicano de valores.

A raíz de la introducción de este instrumento, son varios los municipios que se han preparado para hacer uso de esta opción de financiamiento. En la tabla 4.2 pueden apreciarse algunas de las calificaciones crediticias que tienen algunos de los municipios del país.

	Pagaré de Mediano Plazo	**Obligaciones**	**Certificados Bursátiles**
Plazo	**De 1 a 7 años**	**Más de 5 años**	**Más de 1 año**
Moneda	Pesos, UDI's o indizado al dólar	Pesos, UDI's o indizado al dólar	Pesos, UDI's o indizado al dólar
Monto mínimo recomendado	$50 millones	$100 millones	$50 millones
Tiempo aproximado de implementación	12 semanas	20 semanas	12 semanas
Posibilidad de prepago	No	Si	Si
Posibilidad de pago parcial	No	Si	Si

Tabla 4.1. Comparativo de Instrumentos de deuda. Fuente:(Campuzano, 2001: 50)

Se estima que el número de entidades calificadas continuará creciendo de manera importante durante los próximos años. A noviembre de 2001, más de cincuenta gobiernos locales (estados, municipios y organismos públicos), contaban con por lo menos una calificación de su calidad crediticia (Fitch, 2001: 4).

Municipios	**Standard & Poor's**	**Fitch**	**Moody's**
Aguascalientes, Ags.	mxAA		Aa3.mx
Monterrey, N.L.	mxAA		Aa3.mx
Guadalupe, N.L.	mxA+	A(mex)	
Escobedo, N.L.	mxA	A(mex)	
San Pedro Garza García, N.L.		AA(mex)	
Santa Catarina, N.L.	mxA+	A(mex)	
San Luis Potosí, S.L.P.	mxA+	A+ (mex)	
Morelia, Mich.	mxA	A+(mex)	
Coatzacoalcos, Ver.		A-(mex)	

Tabla 4.2. Calificaciones obtenidas por algunos municipios mexicanos. Fuente: elaboración propia.

En el apéndice 3 se presenta un ejemplo de la calificación o nota que reciben los municipios, en donde se especifican los criterios de evaluación, la calificación obtenida y los porqué de esa calificación.

El municipio de Aguascalientes, es uno de los que a noviembre de 2001 se encontraba en preparativos para emitir certificados bursátiles, ya que si bien obtenían tasas preferenciales por las excelentes calificaciones crediticias (ver tabla 4.2), no se comparan con las tasas que se pueden obtener de acudir al gran público inversionista en el mercado de valores.

El municipio de Aguascalientes detectó necesidades en materia de obra pública mismas que han sido demandadas por la comunidad desde hace poco más de veinte años. Este requerimiento fue valuado por el Ayuntamiento en aproximadamente 150 millones de pesos en el 2001. El propio secretario de finanzas de ese municipio, Raúl Cuadra, señaló en entrevista para este trabajo que:

"se quiere que sea un bono de 150 millones de pesos, con un plazo a 5 o 7 años, la tasa de interés va a ser sobre la base de Cetes más 1.5 y creemos en base a lo que nos han manifestado las calificadoras que muy probablemente la calificación de este bono sea AAA. Creemos que la forma más adecuada es la del bono de obra pública para que si un inversionista del municipio quiere bonos, el sabe que con su dinero que está ahorrado, fomentará el crecimiento de su municipio, es una forma de compartir con los inversionistas hidrocálidos el orgullo de que ellos están participando y financiando el desarrollo de su municipio" (Cuadra, 2001).

El procedimiento de emisión de CB para los gobiernos locales prevé la creación de un fideicomiso maestro, mediante el cual las aportaciones o participaciones que entrega la federación son administradas a fin de servir las obligaciones financieras del gobierno emisor. Para el caso del municipio de Aguascalientes, las participaciones del ramo 28 que recibe del estado, se depositarían en ese fideicomiso a fin de que este realice por cuenta del municipio el pago a los acreedores por el servicio de la deuda. Esta mecánica se ejemplifica en la figura 4.1

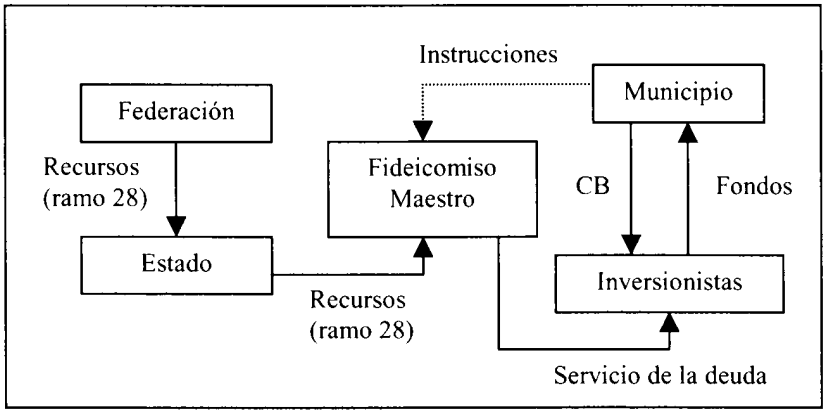


Figura 4.1. Mecánica del fideicomiso maestro en emisión de CB a nivel municipal.
Fuente: Elaboración propia.

Los participantes en el proceso de emisión de CB para los gobiernos locales, comprenden: a la SHCP y Tesorería de la Federación, quienes depositan las participaciones en ingresos federales (ramo 28) en el fideicomiso maestro y registran la deuda pública; el gobierno local, las agencias calificadoras de valores quienes otorgan la nota o calificación de riesgo crediticia tanto al emisor como a la emisión; la INDEVAL o sociedad de depósito y custodia de valores (ver capítulo I), 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 (BMV). También se

encuentra la propia BMV que como se vio en el primer capítulo es el foro en el que se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores organizado en México; el Registro Nacional de Valores, el cual es administrado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, en donde se inscriben los documentos objeto de la oferta pública; la casa de bolsa o intermediario financiero, que elabora el prospecto de colocación, asesora al gobierno local y coloca el instrumento entre el gran público inversionista; el representante común que puede ser una casa de bolsa o bien un banco que recibe y aplica los pagos de intereses a los tenedores del título y quien acepta salvaguardar los derechos de los tenedores, y finalmente el público inversionista o tenedores de los CB (ver tabla 4.3).

Participante	**Función**
SHCP	Deposita las participaciones en el fideicomiso maestro. Registra en Deuda Pública
Gobierno local	Solicita los recursos. Determina el plazo y el monto.
Agencias calificadoras	Otorgan nota sobre el municipio emisor y sobre las características de la emisión.
INDEVAL	Es la institución encargada de hacer las transferencias, compensaciones y liquidaciones de todos los valores involucrados en las operaciones del mercado de valores.
Bolsa Mexicana de Valores	Es el foro en el que se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores organizado en México.
Registro Nacional de Valores	Donde se registran los valores que pueden ser objeto de oferta pública.
Casa de bolsa	Estructura el financiamiento, elabora el prospecto de colocación, asesora al municipio y coloca el instrumento entre el público inversionista.
Representante común	Casa de bolsa o banco que recibe y aplica los pagos de intereses a los tenedores.
Inversionistas	Compra venta de CB

Tabla 4.3. Participantes del mercado de Certificados Bursátiles. Fuente: Monex.

Como señala la LMV, los CB pueden también ser emitidos por sociedades anónimas. La primera empresa en utilizar este instrumento es América Móvil, S.A. de C.V., quien presentó al mercado su programa de certificados bursátiles con un monto de cinco mil millones de pesos en el verano de 2001 (ver apéndice 4).

Este programa de CB fue diseñado bajo un esquema en el que se podrán efectuar una o varias emisiones (previa autorización de la CNBV), hasta el monto total del programa, sin exceder de treinta meses para realizar la totalidad de las emisiones. Cada emisión tendrá sus propias características de tasa de interés, calificación, monto y plazo, sin exceder este de cuarenta años. Cada emisión puede ser suscrita en pesos o en Unidades de Inversión (UDI's). Un ejemplo de la notificación de primera disposición o emisión, se puede apreciar en el apéndice 5.

A esta empresa le siguieron dos más: Teléfonos de México, S.A. de C.V. y Grupo Famsa, S.A. de C.V. (al mes de noviembre de 2001).

Para mediados del último trimestre de 2001 no se había registrado el uso de los CB por algún gobierno local, pues como señaló en entrevista para este trabajo el tesorero del municipio de Monterrey, Encarnación Ramones, los municipios están evaluando las posibilidades reales que tienen para emitir este tipo de instrumento financiero, tomando en cuenta todas las alternativas posibles de financiamiento a su alcance y las limitaciones de carácter legal que puedan existir.

ELEMENTOS Y PARTICIPANTES NECESARIOS PARA EL DESARROLLO DEL BONO MUNICIPAL EN MÉXICO.

De acuerdo a lo revisado en el capítulo anterior respecto al bono municipal como instrumento de financiamiento en los Estados Unidos, se puede ver que guarda cierta similitud respecto al CB en cuanto a algunos factores que se analizarán más adelante.

Algunas casas de bolsa como en el caso de Casa de Cambio Monex, S.A. de C.V., ofrecen a los gobiernos locales este tipo de emisiones como bonos municipales. Se puede decir que el CB es un tipo de bono tomando en cuenta las características vistas en el capítulo segundo de este trabajo. Incluso, por la ventaja del CB de poder negociar en forma independiente los cupones, se puede considerar que en este caso específico se trata de un bono desprendible (*stripped bond*), visto también en el capítulo dos del trabajo.

Para efectos de este trabajo, se considera que el CB es un buen inicio de bono municipal tal cual existe en los Estados Unidos. Algunos autores de publicaciones financieras incluso consideran que si un instrumento de financiamiento tiene un vencimiento superior al año, se trata entonces de un bono (Wesalo, 2001: 21).

El comparativo de las características tanto del CB como del bono Municipal se plasman en la tabla 4.4.

Características	**Bono Municipal**	**Certificado Bursátil emitido por municipios**
Plazo mayor a un año	√	√
El emisor es un gobierno local	√	√
Pueden tener opción de prepago (*call*)	√	√
Posibilidad de pago parcial	√	√
Posibilidad de negociar cupones aparte	√	√
Tasa fija o variable	√	√
Pago de interés semestral	√	√
Exención de impuesto federal a ingresos por interés	√	X
Exigibilidad del pago de manera anticipada por falta del emisor	√	√
Opinión o dictamen sobre la legalidad de la emisión	√	√
Procedimiento de colocación	Competitivo y negociado	Negociado
Requiere de oferta oficial o prospecto de colocación	√	√
Presenta calificación de riesgo crediticio	√	√

Tabla 4.4. Comparativo de las características del CB y del Bono Municipal. Fuente: elaboración propia

Exención fiscal.

Una de las características más específicas del bono municipal es la exención de impuestos, como se comentó en el capítulo anterior. En México sólo los instrumentos del gobierno federal tienen esta característica para cualquier plazo. El ingreso por intereses de los CB están exentos del Impuesto Sobre la Renta (ISR) sólo si su plazo de vencimiento

es superior a los tres años y cuyo periodo de revisión de la tasa de interés es de cuando menos seis meses, de acuerdo al artículo 77 fracción XIX de la Ley del ISR (apéndice 6).

Una de las propuestas que realizó la Asociación de Municipios de México al gobierno federal fue en el sentido de exentar del ISR a las emisiones de los municipios, tal cual ocurre en los Estados Unidos:

> "...Nuestra propuesta concreta es que se efectúen las modificaciones legales necesarias para que este tipo de instrumentos, cuando sean emitidos por gobiernos estatales, municipales o entidades descentralizadas tengan el beneficio de la exención de impuesto de sus rendimientos y que realmente se conviertan en un instrumento adecuado para promover el desarrollo local" (Ammac, 2000: 3).

A noviembre de 2001, aún no se ha discutido esa posibilidad en el seno del Congreso de la Unión. Tampoco se planteó en el PND 2001-2006, ni ha sido parte de las propuestas del Ejecutivo federal en materia de reforma fiscal, por lo que es poco probable que tal propuesta se plasme en la legislación. Sin embargo, este cambio sería de gran ayuda a los municipios en caso de que la propuesta de reforma al artículo 115 Constitucional en materia de reelección no fuese aprobada, pues implicaría la posibilidad de emitir deuda dentro de los plazos actuales de gobierno municipal (tres años).

En caso de que ninguna de las reformas proceda (reelección de ayuntamiento y exención fiscal a los ingresos por intereses), los municipios tendrían que buscar la

aprobación del Cabildo y del Congreso del Estado en caso de que el instrumento rebasara los tres años, para darle a los inversionistas el beneficio de la exención fiscal.

Procedimiento de colocación competitivo.

Otro de los puntos que pueden diferenciar al CB del bono municipal como se apreció en el cuadro 4.2, es la característica de su colocación. Actualmente, los procedimientos de colocación de valores se realizan de manera negociada, como se explicó en el capítulo anterior. El procedimiento competitivo de oferta a sobre cerrado, el que se usa en algunas emisiones de bonos municipales en los Estados Unidos, es bien conocida en México ya que un programa similar se utiliza en los procedimientos de adquisiciones gubernamentales. Este procedimiento similar al que se hace referencia esta contemplado en el Título Tercero de la Ley de Adquisiciones, Arrendamientos y Servicios del Sector Público (apéndice 7).

Este procedimiento daría mayor confianza al proceso de emisión, en el sentido de que no cabría el favoritismo o actos de corrupción para favorecer a alguna firma o intermediario colocador.

El procedimiento de colocación competitiva o venta competitiva (*competitive sale*), consiste básicamente en lo siguiente: una vez que el emisor decide emitir bonos municipales para financiar sus proyectos de capital y que ha analizado los aspectos de toda la emisión (plazo, montos, condiciones generales), elabora una notificación de emisión que publica en algún diario oficial del propio gobierno local (como el documento *notice of sale* al que se hizo referencia en el capítulo tres de este trabajo). Por medio de

esta notificación se avisa al mercado de las intenciones del municipio de emitir bonos, el monto de la emisión, fecha y hora de la presentación de propuestas, plazo de la emisión y en general las condiciones de ésta, así como el uso que se le dará a los recursos. También se les requiere una garantía de sostenimiento o seriedad de la oferta (ver figura 4.2).

$55,000,000

CITY OF LAS VEGAS, NEVADA

General Obligation (Limited Tax)

Sewer and Flood Control Bonds

(Additionally Secured by Pledged Revenues)

Series 2001

PUBLIC NOTICE is hereby given that sealed bids and electronic bids via Bloomberg and Dalcomp/Parity will be received by the City of Las Vegas, Nevada in the City Treasurer's office, City Hall, 400 East Stewart Ave., 6th Floor, Las Vegas, Nevada on

Tuesday, April 3, 2001*

at 8:00 a.m.* Pacific time for the purchase of $55,000,000 City of Las Vegas, Nevada General Obligation (Limited Tax) Sewer and Flood Control Bonds (Additionally Secured by Pledged Revenues), Series 2001 (the "2001 Bonds"). Regardless of the bidding method used, each bid must be for all of the 2001 Bonds.

The 2001 Bonds will be awarded to the bidder complying with the terms of the Official Notice of Sale and offering to purchase all of the 2001 Bonds at the lowest interest cost, calculated in accordance with the true interest cost (TIC) method.

All bids must be accompanied by a cashier's check or surety bond in the amount of $550,000 for the 2001 Bonds payable to the City of Las Vegas, Nevada or naming it as the beneficiary, in the case of a surety bond.

Copies of the Preliminary Official Statement, the Official Notice of Sale and the Official Bid Forms relating to the 2001 Bonds may be obtained from the City's financial advisors: Public Financial Management, Inc., at 505 Montgomery Street, Suite 800, San Francisco, California 94111 (415) 982-5544; or Hobbs, Ong & Associates, Inc., 3900 Paradise Road, Suite 152, Las Vegas, Nevada (702) 733-7223.

City of Las Vegas, Nevada

Dated: March 27, 2001

Figura 4.2. *Notice of sale*, como parte de un procedimiento de venta competitiva. Fuente: Bondbuyer.com

Una vez hecha la notificación, los agentes colocadores preparan su propuesta en sobre cerrado que presentan el día y hora señalado en la notificación de la emisión. Ahí, los sobres se abren en presencia de los asistentes, ganando la firma que ofrezca las mejores condiciones para el emisor. Cuando se trata de grandes montos de emisión, se permite que las firmas se agrupen para presentar ofertas conjuntas. En la tabla 4.5 se detallan algunas de las ventajas y desventajas tanto del método competitivo como del negociado.

La inclusión del procedimiento con venta negociada en las reglas del Mercado de Valores en nuestro país, añadiría transparencia a los procedimientos de emisión de deuda gubernamental, a manera de evitar cualquier posibilidad de prácticas corruptas.

Método competitivo	**Método negociado**
Ventajas	
Se obtiene el costo de capital más bajo, ya que los agentes colocadores buscan las mejores condiciones para el emisor.	El agente colocador puede ofrecer servicios alternos, evitando costos asociados como los de consultoría financiera.
Evitan la apariencia de injusticia o inequidad y abate cualquier indicio de corrupción en el proceso de selección.	Existe gran flexibilidad de cambio en la fecha de colocación o la estructura de la emisión, de acuerdo a las condiciones del mercado.
Desventajas	
Menor flexibilidad para cambiar las fechas de colocación o la estructura de la emisión, una vez que se publica la notificación.	No existe competencia directa entre los agentes colocadores para establecer las condiciones de la colocación.
Las ofertas pueden contener una prima al riesgo, ya que los oferentes no saben si ganarán la emisión.	Puede haber posibilidad de corrupción con las autoridades municipales encargadas de llevar a cabo la selección del agente.

Tabla 4.5. Ventajas y desventajas de los métodos de colocación. Fuente: Elaboración propia.

Seguros para emisiones de bonos municipales.

Otro aspecto importante de un bono municipal es su bajo riesgo en comparación con otros instrumentos de deuda privada. En los Estados Unidos se considera al bono municipal como el segundo instrumento de bajo riesgo después de los Bonos del Tesoro. Esta fortaleza financiera puede darse en México si el mercado desarrolla a un nuevo participante: la figura del apoyo a la calidad crediticia (*credit enhancers*). En términos simples, se trata de un seguro para las emisiones de deuda municipal.

Este nuevo participante proporcionaría mayor confianza al inversionista, reduciría los costos por intereses a los emisores, aumentaría la liquidez en el mercado secundario y daría soporte al precio del instrumento (Wesalo, 2001: 77).

Un seguro a las emisiones garantiza al inversionista que tanto intereses como principal serán pagados en tiempo y forma en el caso de que el emisor no estuviera en posibilidad de cumplir con el compromiso, incluso el seguro protege contra las reducciones a la calificación o nota crediticia del emisor y contra riesgos por causa fortuita (desastres naturales).

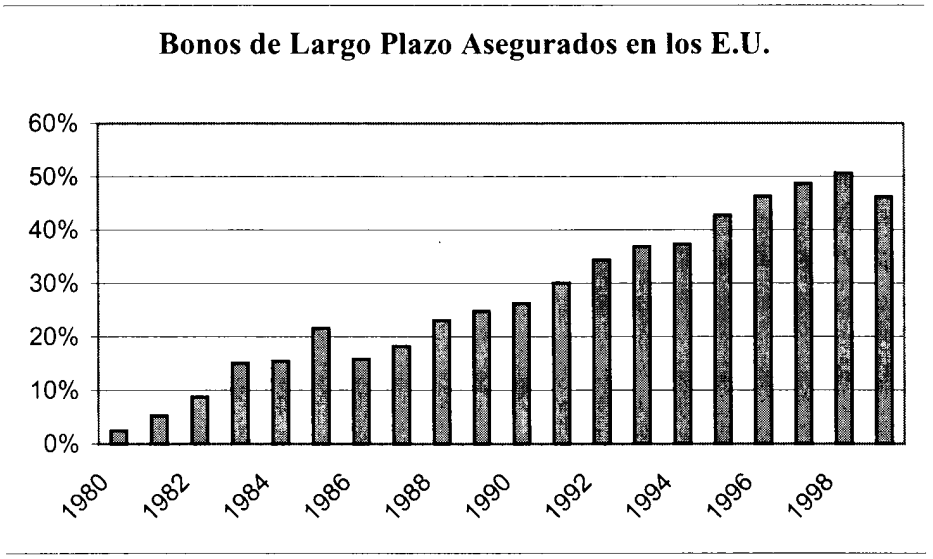
En México para algunos instrumentos de deuda se han utilizado las fianzas de crédito con corporaciones financieras internacionales y con la banca de desarrollo (NAFIN y Banobras), así como las cartas de crédito bancarias (Cavazos, 2001)

Es importante que el mercado de deuda municipal de México, capitalice la experiencia norteamericana de problemas de crédito municipal ocurridos a lo largo de la

historia, sobre todo, desde la gran Depresión de 1930. En la gráfica 4.1 se muestra como el mercado ha demandado la seguridad de un apoyo a la calidad crediticia a partir de la década de los años ochenta, al pasar de un 2.5% de emisiones aseguradas en 1980 a más de 46% en 1999.

En México, la búsqueda por instrumentos de inversión seguros no es diferente a la norteamericana. Guillermo Prieto Treviño (2001), presidente del Mercado Bursátil señala que la desconfianza es el estigma del mercado; a raíz del *crash* de 1987, la población no tiene confianza plena en el mercado de valores (Villegas, 2001).

Por tal motivo, la aparición de este participante en el mercado es imperativo para un sano desarrollo del mercado de bonos municipales en México.



Gráfica 4.1. Bonos con seguro en los EU. Fuente: (Wesalo, 2001: 14).

En Estados Unidos, existen dos grandes grupos aseguradores del mercado municipal: *Ambac Assurance Corporation*, subsidiaria de *Ambac Financial Group, Inc* y la *Financial Guaranty Insurance Company*, empresa de *GE Capital Company* (figura 4.3). Ambas empresas tienen la más alta calificación crediticia otorgada por las tres agencias calificadoras más importantes del mundo, por lo que las emisiones aseguradas con estas empresas proporciona la nota de crédito más alta. Ambas empresas operan a nivel global por lo que es de esperarse que incursionen en el naciente mercado de deuda municipal mexicano.

Figura 4.3. Principales empresas aseguradoras de bonos municipales en el mundo.

Planeación y presupuesto estratégicos.

Otro de los elementos necesarios para el desarrollo del mercado de bonos municipales en nuestro país es el de la planeación y elaboración de presupuestos multi anuales. La grave dependencia hacia la federación coartó la planeación estratégica del municipio, convirtiendo a la hacienda pública municipal en una ente que vive al día. Como ejemplo, la Ley Orgánica de la Administración Pública Municipal del Estado de Nuevo León, en sus artículos 126 y 130 limita a un año la elaboración de presupuestos en materia de ingresos y egresos municipales.

Se requiere pues que se legisle en este aspecto de tal forma que los gobiernos locales puedan presupuestar y planear de manera estratégica a largo plazo, a fin de dar seguridad a los proyectos de desarrollo comunitario. De esta forma, el municipio puede desarrollar un plan estratégico que brinde seguridad al mercado, ya que estaría en posibilidad de estudiar las necesidades futuras de su población en materia de infraestructura, como escuelas, hospitales, drenaje, agua potable, etc. Dicho plan se cuantificaría en un presupuesto que expresaría en dinero tales necesidades futuras e ingresos esperados. Ese presupuesto es indispensable en las emisiones de bonos municipales en los Estados Unidos, cuyo horizonte de planeación va desde los cinco a los diez años.

M.A. Thomas (2001), director asociado de *Center for Institutional Reform and the Informal Sector*, del departamento de economía de la Universidad de Maryland, efectuó una investigación con un grupo de 41 naciones clasificadas por el Banco Mundial como países pobres y altamente endeudados, encontrando que a pesar de la condonación de adeudos y apoyo financiero otorgado a esas naciones, la pobreza y la situación de bancarrota prevalecía porque carecían de la práctica y el procedimiento necesario para presupuestar y monitorear el uso del ingreso público. Esta debilidad en la planeación y elaboración de presupuestos, según Thomas, contribuyó a que el Fondo Monetario Internacional encontrase diferencias significativas entre el gasto planeado y el realmente ejercido en más de una tercera parte de los países que reciben apoyo en materia de deuda (Thomas, 2001: 39).

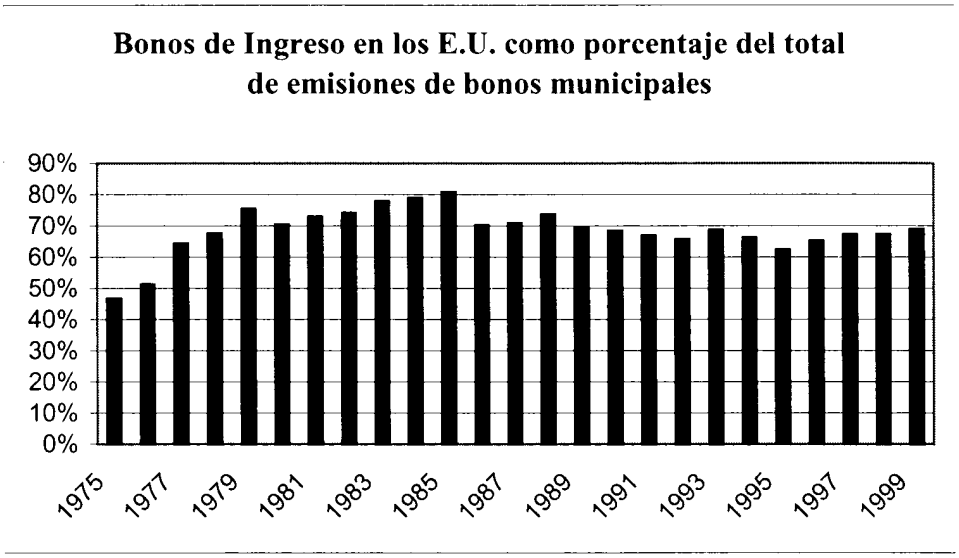
La figura del bono de ingreso.

El aspecto de la planeación es de vital importancia para el desarrollo del bono municipal de ingreso en México. El CB como está estructurado en la legislación actual posee las características de un bono municipal de obligación general (GO's) vistas en el capítulo anterior, en cuanto a que son los impuestos los que respaldan la emisión.

Sin embargo, el utilizar el poder fiscal de los gobiernos locales supone un límite preestablecido de endeudamiento. En el caso del municipio de Monterrey, por ejemplo, el límite establecido por el Congreso del Estado de Nuevo León es del 10% del presupuesto de ingresos (para el año 2001), que como se comentó tiene una vigencia anual. Ese nivel de endeudamiento no permite efectuar los proyectos de infraestructura necesarios para el mayor desarrollo de la comunidad.

Como se analizó con anterioridad, la teoría detrás del bono municipal de ingreso es la de que los usuarios o los beneficiarios directos sean los que paguen por las mejoras de capital y no la totalidad de los habitantes del municipio. Incluso esta teoría considera que el plazo de los bonos debe coincidir con la vida útil esperada del proyecto.

El problema de la deuda interna o déficit fiscal, como se analizará más adelante, ha provocado en Estados Unidos el uso cada vez mayor de los bonos de ingreso en sustitución a los bonos de obligación general, como puede apreciarse en la gráfica 4.2.



Gráfica 4.2. Participación del bono de ingreso respecto al de obligación general. Fuente: (Wesalo, 2001: 56)

El bono de ingreso en México satisface el espíritu del artículo 117 fracción VIII de nuestra Constitución, el cual contempla el endeudamiento responsable del municipio; textualmente señala: "los estados y municipios no podrán contraer obligaciones o empréstitos sino cuando se destinen a inversiones productivas...".

Este instrumento implicaría una mayor demanda de cuidado y planeación en materia de finanzas públicas ya que para cada emisión se requeriría un análisis económico de la demanda de servicios de la comunidad, análisis de costos y viabilidad operativa y financiera de los proyectos de infraestructura. Los bonos municipales de ingreso no constituirían una carga fiscal para las futuras generaciones ya que el mercado filtraría las emisiones y dejaría existir solo las que financien el crecimiento económico y el empleo. La emisión se liquidaría por completo con los ingresos futuros del proyecto.

El déficit en materia de infraestructura es enorme y está creciendo, desde obras de suministro de agua y drenaje hasta carreteras, vivienda, escuelas y electricidad. "La situación ha llegado a ser tan mala, que el año pasado la ciudad de Tijuana necesitó acción especial por parte del Congreso de Estados Unidos para financiar una planta privada, dirigida por estadounidenses, para tratar parte de los entre 50 y 60 millones de galones de aguas negras que produce la ciudad cada día" (Millman, 2000).

Por esto, existe un mercado potencial vasto para las emisiones de bonos municipales de ingreso. Este instrumento permitiría alcanzar el objetivo trazado por el gobierno federal en el PND 2001-2006:

"proporcionaremos infraestructura pública y servicios para apoyar y facilitar la incorporación de las micro, pequeñas y medianas empresas a la globalización y a la nueva economía" (PND, 2001: 55)

La figura de la autoridad emisora.

En los Estados Unidos, a fin de que el beneficio de los proyectos de infraestructura alcance a los gobiernos locales con menores recursos, a principios del siglo pasado se crearon entidades con el único objeto de crear proyectos y emitir bonos para financiarlos. A esta figura se le conoce como autoridades, cuyo alcance no se limita sólo a un municipio o gobierno local sino que puede abarcar áreas geográficas específicas que comprendan a varios estados o municipios. En Estados Unidos, tanto gobiernos locales como autoridades suman la impresionante cifra de 87,504 entidades facultadas para emitir bonos.

Fitch (2001), propone la implementación de la estructura de financiamiento conocida como Fondos de Valores Municipales (FVM). Señala que los FVM se están instrumentando con éxito en los Estados Unidos, Canadá, Europa, Sudáfrica y Japón, y que México podría ubicarse en Latinoamérica como país pionero y líder en la emisión conjunta de valores de deuda para beneficio de las entidades municipales.

De acuerdo a la calificadora de valores Fitch, el estado aprueba una ley para crear una autoridad que rija las funciones administrativas del fondo, el cual se crea con el propósito único de emitir valores en los mercados de capitales y segregar de los municipios los recursos que servirán para el financiamiento de los mismos. El FVM otorga créditos a los municipios con los recursos procedentes de la emisión; los pagos de capital e intereses por esos créditos representan la fuente de pago principal de los bonos del FVM (Fitch, 2001: 7).

Esta figura de la autoridad emisora sería una parte vital en el desarrollo del mercado de bonos municipales en nuestro país ya que financiarían proyectos como autopistas, puertos, aeropuertos, hospitales, etc., en beneficio de municipios marginados que no tendrían posibilidad de emitir bonos por si solos. La figura del fideicomiso sería una solución para formar grupos de estados y/o municipios para la consecución de emisiones de bonos que beneficien a las regiones geográficas más necesitadas del país.

Las razones que considera Fitch (2001) imposibilitan a esos municipios a acceder a los mercados de capitales son:

1. Los montos de capital que requieren algunos municipios son pequeños en relación a los costos que representa una emisión de valores de deuda.
2. Tanto los montos como el perfil de riesgo de muchos municipios, no se ajustan a los requerimientos de las instituciones mexicanas que invertirían en los valores de deuda de los mismos, si estos, individualmente, pretendieran colocar su deuda en los mercados de capitales.
3. Debilidades idiosincrásicas o específicas de los municipios.

Asimismo, Fitch (2001) considera que estas limitantes son mitigadas por el efecto de dispersión por la diversificación en la cartera de prestatarios que reúne el FVM.

Un vigoroso mercado de deuda municipal, sería la alternativa de financiamiento para los gobiernos locales ante la falta de créditos por parte de la banca de desarrollo (BD) en nuestro país. El poder de financiamiento de la BD para emprender el desarrollo productivo del país se ha diluido casi por completo, al advertirse que en 1995 el total de los créditos concedidos a las micro, pequeñas y medianas industrias representaron el 19% del Producto Interno Bruto (PIB), mientras que en septiembre de 2001, esa misma participación representó sólo el 7.5% (Gutiérrez, 2001).

Por su parte el sector inversionista obtiene una alternativa segura para su dinero, pues el bono municipal (certificado bursátil) tiene un riesgo asociado menor con respecto a otros instrumentos. Al mes de noviembre de 2001, el número de participantes en la Bolsa Mexicana de Valores había caído 14%. Los ajustes estructurales de la economía y

las expectativas de corto plazo en los indicadores nacionales son factores que juegan un papel determinante para desalentar las inversiones en acciones (Sandoval, 2001).

Por todo lo antes expuesto, el desarrollo del mercado de bonos municipales dará liquidez al mercado secundario y reforzará la demanda de instrumentos de largo plazo por parte de los inversionistas institucionales, aseguradoras y fondos de pensiones. Asimismo, el mercado de deuda municipal dará origen a instrumentos o productos derivados de bonos municipales, que distribuirán de manera más eficiente el riesgo financiero, lo que disminuirá la vulnerabilidad de los inversionistas ante eventos inesperados. Tal y como señala el PND 2001-2006:

> "En la medida que se logre crear un mercado de valores nacional más eficiente y profundo, el ahorro generado en el país podrá ser mejor canalizado y por ende tener un mayor efecto en la creación de riqueza, empleos y bienestar en el país."

DEUDA PÚBLICA.

Como se comentó con anterioridad, el cambio que ocurrió en la década de los ochenta en el mercado de bonos municipales de Estados Unidos, se debió a problemas de déficit fiscal muy grandes, provocados por cinco factores principalmente:

1. Disminución de impuestos.
2. Alto gasto en defensa militar.
3. Alto gasto en programas de apoyo a las personas de edad avanzada.
4. Enormes gastos en salud.
5. Mayores pagos por intereses.

La negativa de la administración Reagan en el recorte del gasto a la seguridad social, al gasto en defensa militar y en su postura de no aumentar impuestos, volvió imposible controlar el déficit en la década de los ochenta.

Con la administración del presidente Clinton, el déficit finalmente se controló mediante tres factores:

1. Mayores impuestos a las personas de más alto ingreso.
2. Se limitó el crecimiento del gasto, especialmente en defensa militar.
3. Se mantuvo una economía fuerte.

Clinton básicamente reorientó el gasto público hacia la inversión y destinó mayor gasto en proyectos de alta rentabilidad (Stiglitz, 2000: 780)

Existe una gran discusión entre los economistas respecto a los préstamos al gobierno. Señalan que pedir prestado para financiar infraestructura tiene sentido y es muy apropiado. Sin embargo, financiar por medio de deuda el gasto corriente de los gobiernos se puede convertir en un verdadero problema.

Financiar el gasto corriente mediante el uso de empréstitos en vez de aumentar los impuestos resulta en mayores niveles de consumo en el corto plazo. Mientras la economía se encuentre en pleno empleo, el alto consumo implicará menor dinero destinado a la inversión. Para mantener la economía con pleno empleo y sin inflación, el gobierno aumentará las tasas de interés. Finalmente el financiar ese déficit traerá como consecuencia menor inversión y en el largo plazo menor producción y consumo (Stiglitz, 2001: 786).

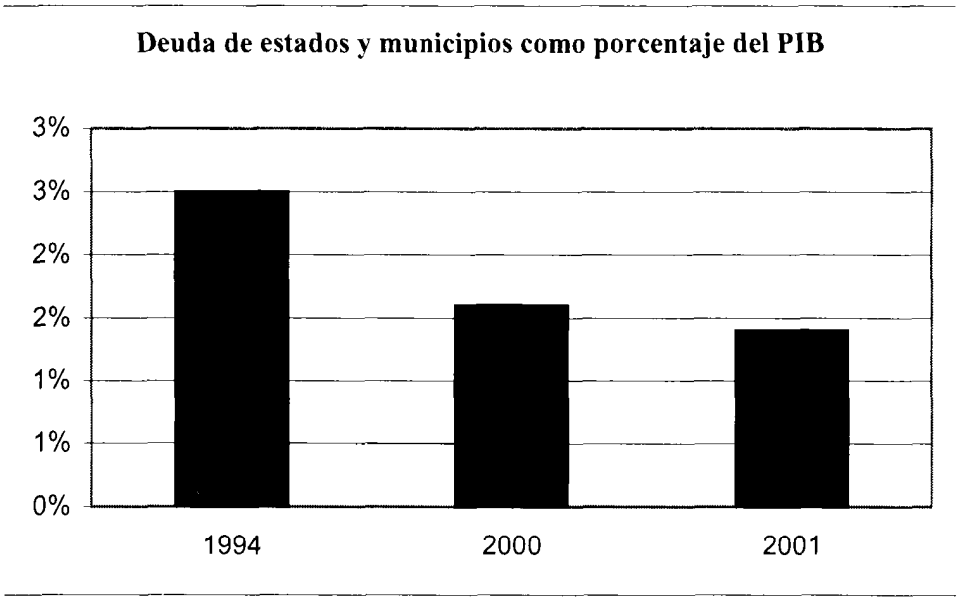
Sin embargo, Joseph E. Stiglitz, premio Nóbel de economía 2001, señala que cuando hay una sub-utilización de los recursos, los déficit pueden ayudar. Si la economía opera con bajos niveles de empleo, bajo la teoría tradicional macroeconómica, los déficit pueden estimular la economía. Las tasas de interés probablemente no subirían mucho, de tal forma que la inversión y por ende el crecimiento no se verá afectado. Cuando la economía no utiliza del todo sus recursos, tanto la producción actual como la futura pueden incrementarse. Esto es especialmente cierto si el déficit proviene de un mayor gasto de gobierno en inversión productiva (Stiglitz, 2001: 786).

La experiencia norteamericana y la enseñanza de las teorías macroeconómicas, respaldan la importancia del desarrollo del bono municipal pues se trata de un instrumento que puede impulsar la infraestructura y por consecuencia el crecimiento económico de los gobiernos locales.

La experiencia mexicana en materia de deuda, sin duda ha sido dolorosa; bajo el esquema de emplear las participaciones federales como garantías a los créditos, dio origen a un endeudamiento excesivo de algunos gobiernos locales, pues llegó a asumirse que bajo la Ley de Coordinación Fiscal, existían garantías implícitas por parte del gobierno federal. Tal situación se agravó con la nula investigación crediticia por parte de los bancos que derivó en la crisis financiera enfrentada por los gobiernos locales en años pasados (Moody's, 2000: 5).

Las reformas ya comentadas a las reglas de capitalización de la banca comercial y de fomento, fueron parte de la estrategia del gobierno federal para evitar ese tipo de

problemas nuevamente. Como lo muestra la gráfica 4.3, a partir de 1994 la deuda de los estados y municipios se ha reducido en un 44% para ubicarse en un 1.4% con respecto al Producto Interno Bruto. En 1994, la deuda de estados y municipios representaba casi el 73% de las participaciones que reciben de la federación; para el año 2001 la deuda representará aproximadamente el 37% de dichas participaciones federales.



Gráfica 4.3. Deuda de gobiernos locales mexicanos como porcentaje del PIB. Fuente: SHCP

Por lo que respecta al ámbito federal, al cierre del tercer trimestre de 2001, la deuda pública neta como porcentaje del PIB se ubicó en 24.7%, compuesta en un 11.6% del PIB como deuda interna y en un 13.1% también del PIB como deuda externa (ver gráfica 4.4).

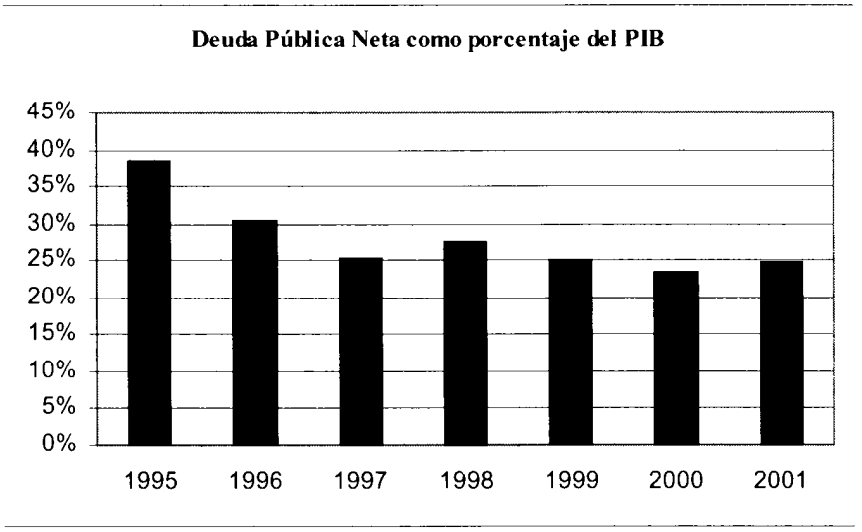
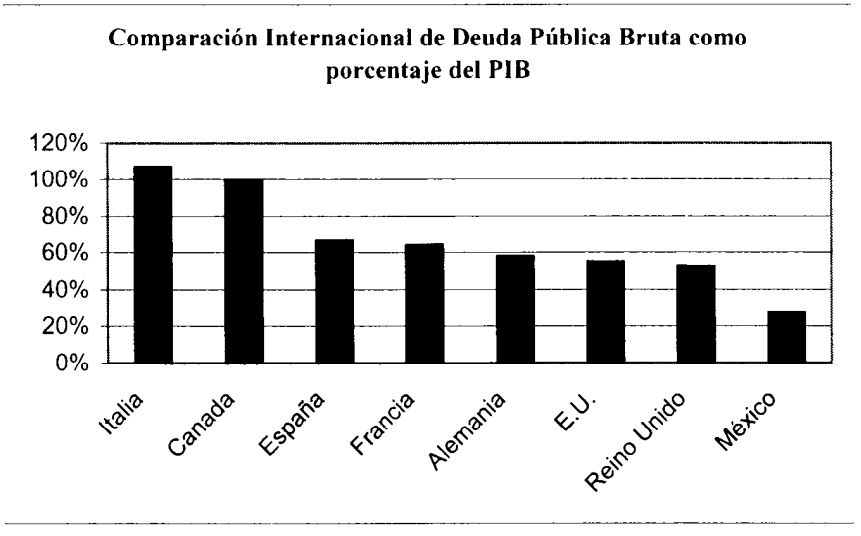


Gráfico 4.4. Deuda Pública Neta en México. Fuente: SHCP

De acuerdo a la SHCP, el nivel de deuda del sector público de México, medido respecto al PIB se comporta favorablemente en el ámbito internacional, situándose por debajo de algunos países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), como se puede apreciar en la gráfica 4.5.



Gráfica 4.5. Comparativo internacional de deuda pública. Fuente: SHCP

Como se ha podido apreciar, el monto de endeudamiento que tienen los gobiernos locales es generalmente de corto plazo, por las restricciones para la contratación de financiamientos que rebasen la gestión de los municipios, por lo que el nivel de endeudamiento tanto de los municipios como de los estados muestran niveles sustentables (Fitch, 2001: 8). También a nivel federal, el ritmo de endeudamiento presenta un comportamiento favorable como se comentó; incluso a noviembre de 2001, el balance público acumuló un superávit de poco más de cinco mil millones de pesos (SHCP, 2001: 12).

Asimismo, Fitch (2001) asegura que:

> "los niveles de flexibilidad financiera son generalmente adecuados, permitiendo que muchos municipios puedan comprometerse responsablemente a niveles de endeudamiento mayores y llevar a cabo su tarea de mejorar las condiciones de vida de las poblaciones urbanas de México" (Fitch, 2001: 8).

Por todo lo anteriormente expuesto, los bonos municipales son una efectiva herramienta de financiamiento y de inversión por lo que es necesario el desarrollo de este mercado en México. Una prueba del éxito que podría alcanzar este instrumento en el mercado, lo constituye el señalamiento que realiza la SHCP en el sentido de la gran aceptación que han tenido los bonos de desarrollo a tasa fija que emitió el gobierno federal en el mercado doméstico. Mientras que en el año 2000 el endeudamiento interno neto alcanzado por este tipo de instrumento representó el 22.2% del total del financiamiento que obtiene el gobierno, para el 2001 el bono de desarrollo a tasa fija representó el 69.8%. (SHCP, 2001: 31).

En noviembre de 2001 se calificó a lo que será la primera emisión de deuda pública de un gobierno estatal en la historia de México. Se trata de la emisión de certificados de participación ordinarios (CPO's) del Gobierno del Estado de Morelos. La calificación obtenida para esta emisión fue la segunda más alta en la escala de notas de Fitch para México. La figura utilizada para esta emisión es la del fideicomiso maestro; los detalles de esta emisión se pueden consultar en el apéndice 8.

Sin duda, esta acción confirma que es posible desarrollar un mercado de bonos municipales que convierta a los gobiernos locales de nuestro país, en verdaderos promotores del desarrollo de las comunidades. Los habitantes queremos mejores servicios públicos e infraestructura, el mercado requiere de mejores y más seguros instrumentos financieros para invertir y los gobiernos locales requieren de financiamiento al más bajo costo. Estas tres variables serán las detonantes para el desarrollo de un vigoroso mercado de deuda pública, que genere la riqueza que tanto demanda este país.

Conclusiones.

En este capítulo se analizó la figura del Certificado Bursátil y su similitud con el Bono Municipal. Asimismo, se estableció la necesidad de crear nuevos elementos y participantes para desarrollar un vigoroso mercado de deuda municipal que impulse los urgentes proyectos de infraestructura que este país requiere. Se observó pues que tal mercado es posible y necesario fomentar para el bien común.

V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.

A lo largo de este trabajo, se ha venido afirmando que la figura del bono municipal es un instrumento financiero que servirá para resarcir parte del daño hecho por una pésima distribución del ingreso del país; permitiría impulsar el desarrollo y combatir las carencias de los estados y municipios.

Se pudo apreciar de manera breve lo que es el mercado de valores, cómo funciona y su contribución a la generación de riqueza, ahorro e inversión.

También se analizaron las características del bono como instrumento de financiamiento, los riesgos asociados a éste, así como algunas fórmulas que permiten tanto al emisor como al inversionista, calcular el precio, rendimiento y encontrar la relación que existe entre estas variables y las tasas de interés.

Asimismo, se revisaron las características del bono municipal en los Estados Unidos de Norteamérica. Se comentó que por la experiencia de casi dos siglos en materia de deuda municipal, Estados Unidos sería un claro ejemplo de lo que en nuestro país puede desarrollarse: un sano y vigoroso mercado de deuda municipal en México, que fomente el desarrollo local.

Los pasos que ha dado el gobierno federal también han ido alentando el nacimiento de un mercado de deuda municipal. Se analizaron estos cambios y su similitud con respecto al mercado de deuda norteamericana. Se vio que la figura del certificado

bursátil marca el inicio de lo que en un futuro no muy lejano, se convertirá en un bono municipal con características iguales a las del instrumento de financiamiento norteamericano.

Los elementos que se consideraron necesarios para el desarrollo de un mercado de bonos municipales en México, son básicamente seis:

1. Exención fiscal: aunque se analizó que el certificado bursátil cuenta con este beneficio, si su plazo excede de tres años, se comentó que es necesario darle el mismo trato que a los instrumentos emitidos por el gobierno federal.
2. Procedimiento de colocación competitivo: se revisó que traería el beneficio de eliminar una posibilidad de prácticas corruptas a nivel municipal, entre otras ventajas.
3. Seguro para emisiones de bonos municipales: se comentó también la importancia de este elemento para brindar seguridad a los inversionistas en bonos municipales.
4. Planeación y presupuesto estratégicos: se revisó la gran importancia de permitir a los municipios desarrollar planes y presupuestos multi-anuales.
5. La figura del bono de ingreso: en este punto se comentó la relevancia de desarrollar esta figura como fuente de financiamiento y la importancia que tiene éste sobre el bono respaldado con impuestos.

6. La figura de la autoridad emisora: también se analizó la relevancia de crear en México esta figura, pues se permitiría acceder a los municipios más pobres del país a fuentes de financiamiento más baratas.

Por lo antes expuesto, considero que es factible el desarrollo de un mercado de deuda municipal en los Estados Unidos Mexicanos, que promueva la inversión en infraestructura, que genere empleos y riqueza en las comunidades. Es fundamental que continúe el movimiento en pos de la libertad económica de los municipios a fin de garantizar una mejor calidad de vida para las generaciones futuras.

Es necesario se continúe investigando en materia de finanzas públicas, especialmente en el manejo y control de la deuda y en el desarrollo de proyectos productivos, a fin de encontrar fórmulas que logren el delicado balance entre el pago de la deuda y el gasto en inversión que brinde bienestar a todos los mexicanos.

APÉNDICES

APÉNDICE 1

Hacienda Pública Municipal.

Concepto que los estudiosos del tema definen como "el conjunto de recursos y bienes con que cuenta el municipio así como la distribución y aplicación de dichos recursos mediante el gasto público, para alcanzar sus objetivos de gobierno de la comunidad".

Conceptos que integran la Hacienda Pública Municipal:

- Ingresos
- Egresos
- Patrimonio
- Deuda Pública

Los ingresos a su vez se dividen en:

- Tributarios y
- No Tributarios

Los ingresos Tributarios son:

- Los impuestos,
- Los derechos y las
- contribuciones especiales.

Impuestos.

Son contribuciones establecidas en la Ley, que deben pagar las personas físicas y morales con la situación jurídica necesaria para ello. Los impuestos pueden ser por los siguientes conceptos:

- Predial
- Sobre adquisición de inmuebles
- Sobre fraccionamientos
- A espectáculos y diversiones públicas
- Sobre loterías, rifas sorteos y juegos permitidos
- Sobre nóminas.
- Sobre prestación de servicios profesionales
- Sobre anuncios y propaganda
- Por plusvalía

Derechos.

Son las contribuciones establecidas en la ley, por el uso o aprovechamiento de los bienes del dominio público, así como por recibir servicios que presta el estado en sus funciones de derecho público. Por servicios de:

- Agua potable y alcantarillado.
- Alumbrado público.
- Limpia.
- Mercados y centrales de abasto.
- Panteones.

- Rastro.
- Calles.
- Parques y jardines.
- Tránsito.
- Inspección y vigilancia.
- Por certificaciones, legalizaciones y constancias.
- Expedición de copias de documentos.
- Licencias, registros y refrendos diversos.
- Actas del registro civil.
- Cooperación para obras públicas.
- Otros derechos.

Contribuciones especiales.

Se aplican para la realización de determinadas obras para beneficio colectivo, pero que, sin ser propósito expreso del municipio, se beneficia de manera particular a determinadas personas, por lo cual estas deben pagar al erario municipal el tributo llamado "contribución especial".

Los ingresos No Tributarios son:

- Los productos,
- los aprovechamientos y
- las participaciones.

Productos.

Son los ingresos que recibe la administración municipal derivadas del uso y explotación de los bienes que integran su patrimonio, así como de algunas actividades que no corresponden al desarrollo de funciones propias del derecho público y que no son susceptibles del establecimiento de contribuciones.

- Enajenación, renta o explotación de bienes muebles o inmuebles propiedad del municipio.
- Venta o realización de bienes mostrencos (bienes abandonados)
- Ocupación o aprovechamiento de la vía pública y de otros bienes de uso común.
- Arrendamiento de espacios en los mercados y autorización para ocupar sitios en la vía pública.
- Inversión de capitales, venta de basura y abono derivado de los rastros y plantas urbanas de desperdicio sólido.

Aprovechamientos.

Son todos los ingresos no clasificados como impuestos, derechos, contribuciones especiales, productos y participaciones. En este renglón están los ingresos provenientes del sistema sancionador y del crédito.

Participaciones.

Son los recursos que perciben los municipios derivados del sistema nacional de coordinación fiscal y de las participaciones que de la recaudación de los impuestos especiales federales establece la Constitución Federal. Son ingresos que reciben los

municipios por disposición de la Ley de Coordinación fiscal y por disposiciones de las leyes fiscales de los estados. La Ley de Coordinación Fiscal contiene un conjunto de disposiciones que permiten transferir la administración de impuestos a los gobiernos de los estados, otorgándoles una participación sobre la totalidad de los impuestos federales.

Egresos.

Son los gastos que hace el municipio. Tiene intima relación con los ingresos para formar el presupuesto público municipal.

Patrimonio.

Es según definición calificada, "el conjunto de bienes, derechos e inversiones que el municipio ha acumulado y posee a titulo de dueño o propietario". Se divide en: Bienes, Recursos, Derechos e Inversiones

Bienes.

Son todo aquello que puede ser objeto de apropiación, entendiendo como tales las cosas que no se encuentran fuera del comercio por naturaleza o disposición de ley. Los bienes pueden ser muebles e inmuebles. Pero además pueden ser clasificados en bienes de dominio público y bienes de dominio privado.

Bienes de dominio público.

Son aquellos sobre los que el municipio tiene la propiedad, sujetándolos a un régimen de derecho público. Son destinados al uso público y se caracterizan por inalienables, imprescriptibles e inembargables. El derecho del municipio no se extingue con el tiempo

y no podrá ser empleada la vía del apremio, en contra de los bienes del municipio. Ejemplos: Caminos, carreteras y puentes construidos por el gobierno municipal, plazas, paseos y parques públicos, monumentos artísticos e históricos y zanjas construidas por el municipio, edificios y ruinas históricas.

Bienes de dominio privado.

Son aquellos bienes muebles e inmuebles que no están afectados a la realización de un servicio público o a un propósito de interés general. Son inembargables, pero si pueden ser enajenables y prescriptibles, aplicándose las disposiciones del derecho común, debido a la capacidad que los estados y los municipios tienen para disponer de ellos libremente. Son utilizados por las dependencias y sus empleados; no están sujetos al uso de la comunidad. Bienes inmuebles que no tengan dueño cierto y reconocido o muebles abandonados. Bienes inmuebles que se desincorporen del dominio público mediante decreto, mobiliario de oficina o dependencias municipales, bibliotecas, hospitales institutos científicos, etc. Lo que nunca se ha afectado como dominio público.

Derechos.

En la esfera del patrimonio esto se relaciona con la facultad del municipio para disponer de bienes que formen parte del patrimonio de personas físicas o morales, mediante el arrendamiento o comodato, siendo el municipio el arrendatario o comodatario. En este caso el municipio actúa como particular y al hacer uso de esos bienes adquiere derechos sobre ellos.

Inversiones.

Es la colocación de dinero para hacerlo productivo e incrementar así el patrimonio local.

Deuda pública municipal.

Constituye el conjunto de obligaciones financieras del gobierno municipal con respecto a otros gobiernos, empresas, instituciones o particulares. Los municipios no pueden contraer directa o indirectamente obligaciones o empréstitos con gobiernos, sociedades o particulares extranjeros, ni cuando deban pagarse en moneda extranjera o fuera del territorio nacional. Los congresos de los estados fijan anualmente conceptos y montos de las obligaciones o empréstitos en los respectivos presupuestos.

APÉNDICE 2

ARTÍCULO 115 CONSTITUCIONAL

TEXTO ORIGINAL Y REFORMAS

TEXTO ORIGINAL

"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:
"I.- Cada municipio será administrado por un Ayuntamiento de elección popular directos y no habrá ninguna autoridad intermedia entre este y el gobierno del Estado.
"II.- Los municipios administrarán libremente su hacienda, la cuál se formará de las contribuciones que señalen las legislaturas de los Estados, y que en todo caso serán suficientes para atender sus necesidades.
"III.- Los municipios serán investidos de personalidad jurídica para todos los efectos legales.
"El Ejecutivo Federal y los gobernadores de los Estados tendrán el mando de la fuerza pública en los municipios donde residieren habitual o transitoriamente. Los gobernadores constitucionales no podrán ser reelectos ni durar en su encargo más de 4 años.
"Son aplicables a los gobernadores, sustitutos o interinos, las prohibiciones del artículo 83.
"El número de representantes en las legislaturas de los Estados será proporcional al de habitantes de cada uno; pero, en todo caso, el número de representantes de una legislatura local no podrá ser menor de 15 diputados propietarios.
"En los estados, cada distrito electoral nombrará un diputado propietario y un suplente.
"Sólo podrá ser gobernador constitucional de un estado un ciudadano mexicano por nacimiento y nativo de él, o con vecindad no menor de cinco años, inmediatamente anteriores al día de la elección".

PRIMERA REFORMA

20 de agosto de 1928
Se reforma el párrafo cuarto de la fracción III
"El número de representantes en las legislaturas de los Estados, será proporcional al de habitantes de cada uno: pero en todo caso no podrá ser menor de 7 diputados en los Estados cuya población exceda de este número y no llegue a 800 mil, y de 11 en los estados cuya población sea superior a esta".

SEGUNDA REFORMA

Diario Oficial del 29 de abril de 1933
Se reforma y adicionan los incisos a) y b) y 5 párrafos
"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:
"Los presidentes municipales, regidores y síndicos de los Ayuntamientos electos popularmente por elección directa, no podrán ser reelectos para el período inmediato.
"Las personas que por elección indirecta o por nombramiento o designación de alguna autoridad, desempeñen las funciones propias de esos cargos, cualquiera que sea la denominación que se les dé, no podrán ser elegidos para el período inmediato.

"Todos los funcionarios antes mencionados cuando tengan el carácter de propietarios, no podrán ser elegidos para el período inmediato con el carácter de suplentes, pero los que tengan el carácter de suplentes, si podrán ser elegidos para el período inmediato como propietarios a menos que hayan estado en ejercicio.
"II.- Los municipios administrarán libremente su hacienda, la cual se formará de las contribuciones que señalen las legislaturas de los estados y que, en todo caso, serán las suficientes para atender las necesidades municipales.
"III.- Los municipios serán investidos de personalidad jurídica para todos los efectos legales.
"El Ejecutivo Federal y los gobernadores de los estados tendrán el mando de la fuerza pública en los municipios donde residieren habitual o transitoriamente.
"Los gobernadores de los Estados no podrán durar en su encargo más de 4 años.
"La elección de los gobernadores de los estados y de las legislaturas locales serán directas y en los términos que dispongan las leyes electorales respectivas.
"Los gobernadores de los Estados, cuyo origen sea la elección popular, ordinaria o extraordinaria, en ningún caso y por ningún motivo podrán volver a ocupar ese cargo ni aún con el carácter de interinos, provisionales, sustitutos o encargados del despacho.
"Nunca podrán ser elegidos para el período inmediato:
"a) El gobernador substituto constitucional o el designado para concluir el período en caso de falta absoluta del constitucional aún cuando tenga distinta denominación.
"b) El gobernador interino, el provisional o el ciudadano, que, bajo cualquier denominación, supla las faltas temporales del gobernador, siempre que desempeñen el cargo en los 2 últimos años del período.
"Sólo podrá ser gobernador constitucional de un estado, un ciudadano mexicano por nacimiento y nativo de él, o con residencia no menor de 5 años inmediatamente anteriores al día de la elección.
"El número de representantes en las legislaturas de los estados será proporcional al de habitantes de cada uno; pero, en todo caso, no podrán ser menos de 7 diputados en los estados cuya población no llegue a 400,000 mil habitantes, de 9 en aquellos cuya población exceda de este número y no llegue a 800 mil, y de 11 en los estados cuya población sea superior a esta última cifra.
"Los diputados a las legislaturas de los estados no podrán ser reelegidos para el período inmediato. Los diputados, suplentes podrán ser elegidos para el período inmediato con el carácter de propietarios, siempre que no hubieren estado en ejercicio, pero los diputados propietarios no podrán ser elegidos para el período inmediato con el carácter de suplentes".

TERCERA REFORMA

Diario Oficial del 8 de enero de 1943
Se reforma el párrafo tercero de la fracción III
"Los gobernadores de los estados no pueden durar en su encargo más de 6 años".

CUARTA REFORMA

Diario Oficial del 12 de febrero de 1947
Se adiciona con un párrafo segundo a la fracción I pasando el anterior a ser párrafo tercero
"En las elecciones municipales participarán las mujeres, en igualdad de condiciones que los varones, con el derecho de votar y ser votadas."

QUINTA REFORMA

Diario Oficial del 17 de octubre de 1953
Se deroga el segundo párrafo de la fracción I y se reforma el tercer párrafo, pasando a ser segundo párrafo de la misma fracción
"Los presidentes municipales, regidores y síndicos del Ayuntamiento electos popularmente por elección directa, no podrán ser reelectos para el período inmediato. Las personas que por elección indirecta o por nombramiento o designación de alguna autoridad, desempeñen las funciones propias de esos cargos, cualquiera que sea la denominación que se les dé, no podrán ser electos para el período inmediato. Todos los funcionarios antes mencionados, cuando tengan el carácter de propietarios, no podrán ser electos para el período inmediato con el carácter de suplentes, pero los que tengan el carácter de suplentes, si podrá ser electos para el período inmediato como propietarios a menos que hayan estado en ejercicio."

SEXTA REFORMA

Diario Oficial del 6 de febrero de 1976.
Se adicionan las fracciones IV y V
"IV.- Los estados y municipios en el ámbito de sus competencias, expedirán las leyes, reglamentos y disposiciones administrativas que sean necesarias para cumplir con los fines señalados, en el párrafo III del artículo 27 de esta Constitución, en lo que refiere a los centros urbanos y de acuerdo con la Ley Federal de la materia; y
"V.- Cuando dos o más centros urbanos situados en territorios municipales de dos o más entidades federativas tiendan a formar una continuidad geográfica, la federación, las entidades federativas, planearan y regularan de manera conjunta y coordinada el desarrollo de dichos centros con apego a la Ley Federal de la materia".

SÉPTIMA REFORMA.

Diario Oficial del 6 de diciembre de 1977.
Se adiciona la fracción III con un último párrafo
"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 siguientes bases:
"De acuerdo con la legislación que se expida en cada una de las entidades federativas se introducirá el sistema de diputados de minoría en la elección de las legislaturas locales y el principio de representación proporcional en la elección de los Ayuntamientos de los municipios cuya población sea de 300 mil o más habitantes."

OCTAVA REFORMA

Diario Oficial 3 de febrero de 1983.
Se reforma y adiciona con cinco fracciones para quedar como sigue:
"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:
"I.- Cada municipio será administrado por un Ayuntamiento de elección popular directa y no había ninguna autoridad intermedia entre este y el gobierno del Estado.
"Los presidentes municipales, regidores y síndicos de los Ayuntamientos, electos popularmente por elección directa, no podrán ser reelectos para el período inmediato.

Las personas que por elección indirecta, o por nombramiento o designación de alguna autoridad desempeñen las funciones propias de esos cargos, cualquiera que sea la denominación que se les dé, no podrán ser electos para el período inmediato. Todos los funcionarios antes mencionados, cuando tengan el carácter de propietarios no podrán ser electos para el período inmediato con el carácter de suplentes, pero los que tengan el carácter de suplentes si podrán ser electos para el período inmediato como propietarios a menos que hayan estado en ejercicio.

"Las legislaturas de los estados, por acuerdo de las 2 terceras partes de sus integrantes, podrán suspender ayuntamientos, declarar que estos han desaparecido y suspender o revocar el mandato a alguno de sus miembros, por alguna de las causas graves que la Ley Local prevenga siempre y cuando sus miembros hayan tenido oportunidad suficiente para rendir las pruebas y hacer los alegatos que a su juicio convengan.

"En caso de declararse desaparecido un ayuntamiento o por renuncia o por falta absoluta de la mayoría de sus miembros, si conforme ala ley no procediere que entraren en funciones los suplentes ni que se celebren nuevas elecciones, las legislaturas designarán entre los vecinos los consejos municipales que concluirán los períodos respectivos.

"Si alguno de los miembros dejaré de desempeñar su cargo, será sustituido por su suplente, o se procederá según lo disponga la ley.

"II.- Los municipios estarán investidos de personalidad jurídica y manejaran su patrimonio conforme a la ley.

"Los ayuntamientos poseerán facultades para expedir de acuerdo con las bases normativas que deberán establecer las legislaturas de los estados, los bandos de policía y buen gobierno, los reglamentos, circulares y disposiciones administrativas de observancia general dentro de sus respectivas jurisdicciones.

"III.- Los municipios, con el concurso de los estados cuando así fuere necesario y lo determinen las leyes, tendrán a su cargo los siguientes servicios públicos.

"a) agua potable y alcantarillado
b) alumbrado público
c) limpieza
d) mercados y centrales de abasto
e) panteones
f) rastro
g) calles, parques y jardines
h) seguridad pública y tránsito
i) las demás que las legislaturas locales determinen según las condiciones territoriales y socioeconómicas de los municipios, así como su capacidad administrativa y funciones.

"Los municipios de un mismo estado, previo acuerdo entre sus ayuntamientos y con sujeción a la ley, podrán coordinarse y asociarse para la más eficaz prestación de los servicios públicos que les correspondan.

"IV.- Los municipios administrarán libremente su hacienda, la cuál se formará de los rendimientos de los bienes que les pertenezcan, así como de las contribuciones y otros ingresos que las legislaturas establezcan a su favor, y en todo caso:

"a).- Percibirán las contribuciones incluyendo tasas adicionales que establezcan los estados sobre la propiedad inmobiliaria de su fraccionamiento, su división,. consolidación, traslación y mejora, así como las que tengan por base el cambio de valor de los inmuebles.

"Los municipios podrán celebrar convenios con el estado para que este se haga cargo de alguna de las funciones relacionadas con la administración de esas contribuciones.

"b).- Las participaciones federales que serán cubiertas por la federación a los municipios con arreglo a las bases, montos y plazos que anualmente se determinen por las legislaturas de los estados.
"c).- Los ingresos derivados de la prestación de servicios públicos a su cargo
"Las leyes federales no limitarán la facultad de los estados para establecer las contribuciones a que se refieren los incisos a) y c), ni concederán exenciones en relación con las mismas.
"Las leyes locales no establecerán exenciones o subsidios respecto de las mencionadas contribuciones, en favor de personas físicas o morales ni de instituciones oficiales o privadas.
"Solo los bienes del dominio público de la federación, de los estados y de los municipios estarán exentos de dichas contribuciones.
"Las legislaturas de los estados aprobarán las leyes de ingresos de los ayuntamientos y revisarán sus cuentas públicas. Los presupuestos de egresos serán aprobados por los ayuntamientos con base en sus ingresos disponibles.
"V.- Los municipios en los términos de las leyes federales y estatales relativas, estarán facultados para formular, aprobar y administrar la zonificación y planes de desarrollo municipal; participar en la creación y administración de sus reservas territoriales; controlar y vigilar la utilización del suelo en sus jurisdicciones territoriales; intervenir en la regularización de la tenencia de la tierra urbana; otorgar licencias y permisos de construcciones y participar en la creación y administración de zonas de reserva ecológica. Para tal efecto y de conformidad con los fines señalados en el párrafo tercero del artículo 27 de esta Constitución, expedirán los reglamentos necesarios y disposiciones administrativas que fueren necesarias.
"VI.- Cuando dos o más centros urbanos situados en territorios municipales de 2 o más entidades federativas forman o tienden a formar una continuidad demográfica, la federación, las entidades federativas y los municipios respectivos, en el ámbito de sus competencias, planearon y regularan de manera conjunta y coordinada el desarrollo de dichos centros con apego ala Ley Federal de la materia.
"VII.- El ejecutivo federal y los gobernadores de los estados tendrán el mando de la fuerza pública en los municipios donde residieren habitual o transitoriamente.
"VIII.- Los gobernadores de los estados no podrán durar en su cargo mas de seis años.

"La elección de los gobernadores de los estados y de las legislaturas locales será directa y en los términos que dispongan las leyes electorales respectivas.
"Los gobernadores de los Estados, cuyo origen sea la elección popular, ordinaria o extraordinaria, en ningún caso y por ningún motivo podrán volver a ocupar ese cargo, ni aún con el carácter de interinos, provisionales, sustitutos o encargados del despacho.
"Nunca podrán ser electos para el período inmediato
"a) El gobernador sustituto constitucional, o el designado para concluir el período en el caso de falta absoluta del Constitucional, aún cuando tengan distinta denominación.
"b) El gobernador interino, el provisional o el ciudadano que, bajo cualquiera denominación, supla las faltas temporales del gobernador, siempre que desempeñe el cargo los 2 últimos años del periodo.
"Sólo podrá ser gobernador Constitucional de un Estado, un ciudadano mexicano por nacimiento y nativo de él, con residencia efectiva no menor de 5 años inmediatamente anteriores al día de la elección.

"El número de representantes en las legislaturas de los estados será proporcional al de habitantes de cada uno; pero en todo caso no podrá ser menor de 7 diputados en los estados cuya población no llegue a 400 mil habitantes; de nueve en aquellos cuya población exceda de éste número y no llegue a 800 mil habitantes y de 11 en los estados cuya población sea superior a esta última cifra.

"Los diputados de las legislaturas de los estados no podrán ser reelectos para el período inmediato. Los diputados suplentes podrán ser electos para el período inmediato con el carácter de propietarios, siempre que no hubieren estado en ejercicio, pero los diputados propietarios no podrán ser electos para el período inmediato con el carácter de suplentes.

"De acuerdo con la legislación que se expida en cada una de las entidades federativas se introducirá el sistema de diputados de minoría en la elección de las legislaturas locales y el principio de representación proporcional en la elección de los Ayuntamientos de todos los municipios.

"IX.- Las relaciones de trabajo entre los estados y sus trabajadores se regirán por las leyes que expidan las legislaturas de los estados con base a lo dispuesto en el artículo 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y sus disposiciones reglamentarias a los municipios observarán estas mismas reglas por lo que a sus trabajadores se refiere.

"X.- La federación y los estados, en los términos de la ley, podrán convenir la asunción por parte de estos en el ejercicio de sus funciones, la ejecución y operación de las obras y la prestación de servicios públicos cuando el desarrollo económico y social lo haga necesario.

"Los estados estarán facultados para celebrar esos convenios con sus municipios, a efecto de que estos asuman la prestación de los servicios o la atención de sus funciones a las que se refiere el párrafo anterior".

NOVENA REFORMA

Diario Oficial del 17 de marzo de 1987.

Se reforma la fracción VIII y se derogan las fracciones IX y X

"VIII.- Las leyes de los estados introducirán el principio de la representación proporcional en la elección de los ayuntamientos de todos los municipios.

"Las relaciones de trabajo entre los municipios y sus trabajadores, se regirán las leyes que expidan las legislaturas de los estados, con base en lo dispuesto en el artículo 123 de esta Constitución y sus disposiciones reglamentarias".

TEXTO VIGENTE

"Artículo 115.

"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:

"I.- Cada municipio será administrado por un Ayuntamiento de elección popular directa y no había ninguna autoridad intermedia entre este y el gobierno del Estado.

"Los presidentes municipales, regidores y síndicos de los Ayuntamientos, electos popularmente por elección directa, no podrán ser reelectos para el período inmediato. Las personas que por elección indirecta, o por nombramiento o designación de alguna autoridad desempeñen las funciones propias de esos cargos, cualquiera que sea la denominación que se les dé, no podrán ser electos para el período inmediato. Todos los funcionarios antes mencionados, cuando tengan el carácter de propietarios no podrán ser

electos para el período inmediato con el carácter de suplentes, pero los que tengan el carácter de suplentes si podrán ser electos para el período inmediato como propietarios a menos que hayan estado en ejercicio.
"Las legislaturas de los estados, por acuerdo de las 2 terceras partes de sus integrantes, podrán suspender ayuntamientos, declarar que estos han desaparecido y suspender o revocar el mandato a alguno de sus miembros, por alguna de las causas graves que la Ley Local prevenga siempre y cuando sus miembros hayan tenido oportunidad suficiente para rendir las pruebas y hacer los alegatos que a su juicio convengan.
"En caso de declararse desaparecido un ayuntamiento o por renuncia o por falta absoluta de la mayoría de sus miembros, si conforme ala ley no procediere que entraren en funciones los suplentes ni que se celebren nuevas elecciones, las legislaturas designarán entre los vecinos los consejos municipales que concluirán los períodos respectivos.
"Si alguno de los miembros dejaré de desempeñar su cargo, será sustituido por su suplente, o se procederá según lo disponga la ley.
"II.- Los municipios estarán investidos de personalidad jurídica y manejaran su patrimonio conforme a la ley.
"Los ayuntamientos poseerán facultades para expedir de acuerdo con las bases normativas que deberán establecer las legislaturas de los estados, los bandos de policía y buen gobierno, los reglamentos, circulares y disposiciones administrativas de observancia general dentro de sus respectivas jurisdicciones.
"III.- Los municipios, con el concurso de los estados cuando así fuere necesario y lo determinen las leyes, tendrán a su cargo los siguientes servicios públicos.
"a) agua potable y alcantarillado
b) alumbrado público
c) limpieza
d) mercados y centrales de abasto
e) panteones
f) rastro
g) calles, parques y jardines
h) seguridad pública y tránsito
i) las demás que las legislaturas locales determinen según las condiciones territoriales y socioeconómicas de los municipios, así como su capacidad administrativa y funciones.
"Los municipios de un mismo estado, previo acuerdo entre sus ayuntamientos y con sujeción a la ley, podrán coordinarse y asociarse para la más eficaz prestación de los servicios públicos que les correspondan.
"IV.- Los municipios administrarán libremente su hacienda, la cuál se formará de los rendimientos de los bienes que les pertenezcan, así como de las contribuciones y otros ingresos que las legislaturas establezcan a su favor, y en todo caso:
"a).- Percibirán las contribuciones incluyendo tasas adicionales que establezcan los estados sobre la propiedad inmobiliaria de su fraccionamiento, su división,. consolidación, traslación y mejora, así como las que tengan por base el cambio de valor de los inmuebles.
"Los municipios podrán celebrar convenios con el estado para que este se haga cargo de alguna de las funciones relacionadas con la administración de esas contribuciones.
"b).- Las participaciones federales que serán cubiertas por la federación a los municipios con arreglo a las bases, montos y plazos que anualmente se determinen por las legislaturas de los estados.
"c).- Los ingresos derivados de la prestación de servicios públicos a su cargo

"Las leyes federales no limitarán la facultad de los estados para establecer las contribuciones a que se refieren los incisos a) y c), ni concederán exenciones en relación con las mismas.
"Las leyes locales no establecerán exenciones o subsidios respecto de las mencionadas contribuciones, en favor de personas físicas o morales ni de instituciones oficiales o privadas.
"Solo los bienes del dominio público de la federación, de los estados y de los municipios estarán exentos de dichas contribuciones.
"Las legislaturas de los estados aprobarán las leyes de ingresos de los ayuntamientos y revisarán sus cuentas públicas. Los presupuestos de egresos serán aprobados por los ayuntamientos con base en sus ingresos disponibles.
"V.- Los municipios en los términos de las leyes federales y estatales relativas, estarán facultados para formular, aprobar y administrar la zonificación y planes de desarrollo municipal; participar en la creación y administración de sus reservas territoriales; controlar y vigilar la utilización del suelo en sus jurisdicciones territoriales; intervenir en la regularización de la tenencia de la tierra urbana; otorgar licencias y permisos de construcciones y participar en la creación y administración de zonas de reserva ecológica. Para tal efecto y de conformidad con los fines señalados en el párrafo tercero del artículo 27 de esta Constitución, expedirán los reglamentos necesarios y disposiciones administrativas que fueren necesarias.
"VI.- Cuando dos o más centros urbanos situados en territorios municipales de 2 o más entidades federativas forman o tienden a formar una continuidad demográfica, la federación, las entidades federativas y los municipios respectivos, en el ámbito de sus competencias, planearon y regularan de manera conjunta y coordinada el desarrollo de dichos centros con apego ala Ley Federal de la materia.
"VII.- El ejecutivo federal y los gobernadores de los estados tendrán el mando de la fuerza pública en los municipios donde residieren habitual o transitoriamente.
"VIII.- Las leyes de los estados introducirán el principio de la representación proporcional en la elección de los ayuntamientos de todos los municipios.
"Las relaciones de trabajo entre los municipios y sus trabajadores, se regirán las leyes que expidan las legislaturas de los estados, con base en lo dispuesto en el artículo 123 de esta Constitución y sus disposiciones reglamentarias".

APÉNDICE 3

Resumen
Análisis de Crédito

San Pedro Garza García, Municipio del Estado de Nuevo León. MÉXICO

Calificación (Octubre 2001)
San Pedro Garza García,
Municipio del Estado de Nuevo León
Obligación General..... **AA(mex)**

Gobierno Federal Mexicano
Obligación General..... **AAA(mex)**

Contactos
Lic. Alfredo Gómez Garza
alfredo.gomez@fitchmexico.com
Lic. Arturo Orozco Padilla
arturo.orozco@fitchmexico.com
Lic. Humberto Panti Garza
humberto.panti@fitchmexico.com
t. +52 8335 7179
f. +52 8378 4406

Indicadores Relevantes
2000 (Millones de pesos)

Impuesto Predial	$107.1
Ingresos Propios	$241.9
IFOs (Ing. Discrecionales)	$392.9
Ingresos Totales	**$469.9**
Gasto Operativo	$285.5
Inversión Municipal	$91.6
Gasto Total	**$474.8**
Ahorro Interno (AI)	$101.1
AI / IFOs	25.7%
Saldo al	**30.09.01**
Deuda Pública Municipal	$70.9

Fortalezas
- Sobresaliente recaudación y dinamismo en ingresos propios
- Generación estable de ahorro interno, niveles superiores al promedio
- Niveles moderados de endeudamiento relativo
- Capacidad administrativa; calidad en la información financiera
- Elevados niveles de bienestar social

Limitantes
- Contingencias en el largo plazo relacionadas con el pago de pensiones

■ Calificación Asignada

Fitch asignó una calificación de AA(mex) a la calidad crediticia del Municipio de San Pedro Garza García, N.L., como Obligación General. Para propósitos de referencia, la deuda del Gobierno Federal en pesos, en dicha escala, tiene una calificación de AAA(mex). Cabe mencionar que la calificación de AA(mex) obtenida por el Municipio de San Pedro Garza García, es la más alta calificación asignada a la fecha por Fitch a un municipio mexicano. El objetivo fundamental de la calificación es opinar sobre la voluntad y la capacidad de pago del Municipio para cubrir oportunamente la totalidad de sus compromisos financieros, así como su flexibilidad para incrementar su deuda en forma prudente, sin afectar significativamente la calificación inicialmente asignada.

■ Fundamentos de la Calificación

Entre los principales factores positivos que apoyan la calificación asignada, destacan los siguientes: 1° Sobresaliente recaudación de ingresos propios, tanto en términos de su población, como de su estructura de ingresos totales. Asimismo, elevado dinamismo en su recaudación durante el período 1996-2000, particularmente en el impuesto predial; 2° Buen desempeño de las finanzas públicas en el período de análisis, reflejado en balances financieros equilibrados y en una generación estable de ahorro interno (flujo libre para servir la deuda y/o realizar inversión), la cual representó un 28.4% de sus ingresos discrecionales (IFOs, Ingresos Fiscales Ordinarios) en el período de estudio, proporción superior al promedio (23.7%) observado por el Grupo de Municipios Calificados por Fitch (GMF); 3° Niveles moderados de deuda pública municipal, en términos de los IFOs y de su generación de ahorro interno; 4° Capacidad administrativa; buenos sistemas de recaudación, planeación y control; calidad en la información financiera, presentando estados auditados por despacho externo desde el ejercicio 1998; 5° Elevados niveles de bienestar social, siendo San Pedro Garza García el municipio menos marginado del país.

Cabe mencionar que un aspecto que limita la calificación del Municipio está relacionado con las contingencias que pudieran presentarse en el largo plazo, derivadas de la parte no fondeada de los pasivos por pensiones y jubilaciones de los trabajadores al servicio del municipio. Actualmente no existe un sistema formal de pensiones; sin embargo, el municipio ya realizó un estudio actuarial, el cual servirá de base para dimensionar el problema y tomar las medidas conducentes. En el ejercicio 2001, las erogaciones por pago de pensiones ascenderán a $7 millones de pesos, equivalentes a un 1.9% de sus ingresos discrecionales, proporción similar a la observada en el GMF. El Municipio de San Pedro cuenta con una planta laboral de 2,032

trabajadores activos, de los cuales 924 son sindicalizados y 155 eventuales.

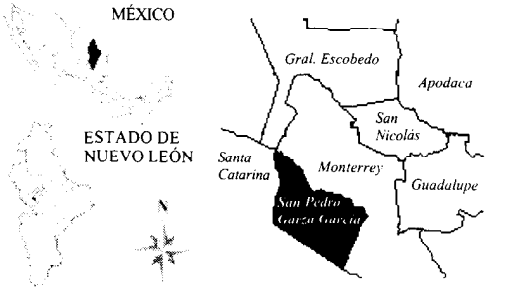
Por otra parte, como todos los municipios del país, San Pedro presenta una dependencia significativa de ingresos federales, si bien en mucho menor medida que el promedio de los municipios mexicanos. En lo que se refiere a los servicios de agua potable, drenaje y saneamiento, éstos son provistos por Servicios de Agua y Drenaje de Monterrey, organismo que depende directamente del Gobierno del Estado de Nuevo León, no representando una contingencia para el Municipio de San Pedro.

Finanzas Públicas y Deuda Pública

En el ejercicio 2000, los ingresos propios del municipio ($242 millones de pesos) contribuyeron con un 51.5% del total de sus ingresos ($470 millones), proporción muy superior a la media observada en el GMF (30.5%). Por su parte, el impuesto predial recaudado ascendió a $107 millones de pesos, equivalentes a $849 pesos por habitante, nivel muy superior al promedio observado en el GMF ($94). Los ingresos discrecionales del Municipio (IFOs) ascendieron a $393 millones de pesos, mientras que el ahorro interno generado totalizó $101 millones, es decir 25.7% de los IFOs.

Al cierre del tercer trimestre de 2001, el municipio presenta un saldo de deuda pública de $70.9 millones de pesos, representado por dos créditos (con vencimiento promedio de siete años) relacionados con el Fideicomiso para la Interconexión de la Avenida Alfonso Reyes, de participación estatal y municipal. Uno de estos créditos, cuyo saldo asciende a $28.1 millones, es servido en 39.8% por el municipio y 60.2% por el estado. Por lo anterior, el saldo total de deuda que el municipio debe servir directamente asciende a $54.0 millones, que representa 0.14 veces sus IFOs y 0.53 veces el ahorro interno generado en 2000. Actualmente, el municipio tiene abierta una línea de crédito por hasta $36 millones de pesos –límite establecido por el Congreso del Estado– la cual sólo sería utilizada en caso necesario para disposiciones de muy corto plazo, como apoyo al flujo de caja. En adición a lo anterior, el municipio no tiene planes para suscribir nueva deuda pública en el corto plazo; sin embargo, realiza estudios preliminares para evaluar la posibilidad de realizar una emisión de deuda en el mediano plazo, con el objeto de financiar proyectos de inversión pública en infraestructura municipal.

Contexto Económico-Social



El municipio de San Pedro se localiza al sur-poniente del Área Metropolitana de la Ciudad de Monterrey, capital del Estado de Nuevo León, siendo el menos poblado de los siete municipios conurbados y el séptimo más poblado del estado, con una población de 126 mil habitantes y una tasa media anual de crecimiento (tmac) para el período 1995-2000 de 0.9%, inferior a las medias estatal y nacional (1.5% y 1.3%, respectivamente). Como parte del área metropolitana, comparte con los otros municipios conurbados la infraestructura y los servicios de educación y salud que ofrece la Ciudad de Monterrey. De acuerdo al CONAPO, el Municipio de San Pedro Garza García es el menos marginado del país, en términos de sus niveles de cobertura de servicios básicos, educación, ingresos y condiciones de vivienda.

Significado de la Calificación

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

Municipio de San Pedro Garza García, N.L.

Estado de Origen y Aplicación de Recursos (Cifras en miles de pesos nominales)	1996 Real	1997 Real	1998 Real	1999 Real	2000 Real	2001-III Real
Ingresos Totales	**173,353**	**236,493**	**305,852**	**399,399**	**469,906**	**407,455**
Ingresos Propios	89,427	101,891	157,636	183,084	241,895	213,642
Impuestos	61,621	73,487	105,167	121,668	169,896	162,428
Predial	41,694	50,384	61,593	80,075	107,054	116,562
Otros Impuestos	19,927	23,103	43,574	41,593	62,842	45,866
Otros (Derechos, Productos, Aprovechamientos, etc.)	27,806	28,404	52,469	61,416	72,000	51,215
Otros Ingresos	83,926	134,602	148,216	216,315	228,011	193,812
Participaciones Federales al Municipio (PFM)	47,850	71,682	79,780	102,141	128,227	117,321
F-III: Fondo de Infraestructura Social (Ramo 33)	-	-	2,712	3,069	2,981	3,331
F-IV: Fondo de Fortalecimiento Municipal (Ramo 33)	-	-	9,167	19,893	22,732	19,786
Otras Aportaciones	36,075	62,920	56,556	91,212	74,070	53,375
Egresos Totales	**155,129**	**232,740**	**261,825**	**379,085**	**475,990**	**355,776**
Gasto Primario	155,129	219,659	245,519	369,518	460,336	346,016
Gasto Operativo	114,205	144,965	179,422	229,496	285,487	254,210
Inversión Municipal	21,170	35,506	14,166	39,492	91,549	43,536
Otras Erogaciones	19,755	39,188	51,931	100,530	68,792	48,270
Balance Primario	**18,223**	**16,834**	**60,333**	**29,881**	**9,570**	**61,439**
Intereses	n.d.	13,081	16,306	9,567	15,654	9,760
Balance Financiero	**n.d.**	**3,753**	**44,027**	**20,314**	**(6,084)**	**51,678**
Movimientos en el Saldo de Deuda	n.d.	15,428	(2,314)	(6,285)	(6,297)	(5,873)
Balance Fiscal	**13,671**	**19,181**	**41,713**	**14,029**	**(12,381)**	**45,806**
(+) Movimiento Neto en Cuentas de Balance	(13,586)	(19,081)	967	(2,666)	(1,845)	(94)
(+) Efectivo al Inicio del Período	4,634	4,719	4,819	47,499	58,862	44,635
Efectivo al Final del Período	**4,719**	**4,819**	**47,499**	**58,862**	**44,635**	**90,347**
Deuda Pública Municipal (DPM)	**76,207**	**91,636**	**89,322**	**83,037**	**76,740**	**70,867**
Ahorro Interno	**10,768**	**42,476**	**74,499**	**83,412**	**101,119**	**n.a.**
Ingresos Fiscales Ordinarios (IFOs)	**137,277**	**173,573**	**246,584**	**305,118**	**392,855**	**350,749**
Nivel de Deuda						
DPM / IFOs (veces)	0.56	0.53	0.36	0.27	0.20	n.a.
DPM / PFM (veces)	1.59	1.28	1.12	0.81	0.60	n.a.
DPM / Ahorro Interno (veces)	7.08	2.16	1.20	1.00	0.76	n.a.
Sostenibilidad y Capacidad de Pago						
Serv. de la Deuda Pública (Int. + Amort.) / IFOs (%)	n.d.	7.5	6.6	3.1	4.0	2.8
Serv. de la Deuda Pública (Int. + Amort.) / PFM (%)	n.d.	18.2	20.4	9.4	12.2	8.3
Serv. de la Deuda Pública (Int. + Amort.) / Ahorro Interno (%)	n.d.	30.8	21.9	11.5	15.5	n.a.

n.d. - no disponible **n.a. - no aplica**

DEFINICIONES:

Ingresos Fiscales Ordinarios = Ingresos Propios + Participaciones Federales al Municipio + Fondo de Fortalecimiento Municipal (F-IV Ramo 33)
Gasto Primario = Gasto Operativo + Erogaciones del Ramo 33 y Otras + Inversión Municipal
Ahorro Interno = Balance Primario + Inversión Municipal + Erogaciones del Ramo 33 (F-IV, sólo las destinadas a Inversión y Adefas)
Inversión Municipal = Obras Públicas + Adquisición de Bienes Muebles e Inmuebles

© 2001 Fitch México, S.A. de C.V. Ave San Pedro 902 Nte. Col. Fuentes del Valle. 66220 Garza García, N.L.
Teléfonos: Monterrey +52 8335 7179, Fax +52 8378 4406; México +52 5202 7602, Fax +52 5202 7302.
El material contenido en esta publicación sólo podrá ser reproducido, total o parcialmente, con el consentimiento escrito por parte de Fitch México, y en todos los casos habrá de citarse la fuente. Las calificaciones asignadas por Fitch México constituyen una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad federativa. Es importante subrayar que si bien dichas calificaciones toman en consideración aspectos cuantitativos y cualitativos, donde la calidad de la administración posee un rol importante, su objetivo fundamental se centra en opinar respecto a la flexibilidad y capacidad de pago de la entidad frente a sus compromisos financieros. Por lo tanto, no constituyen ni deben de interpretarse como una evaluación sobre la gestión desarrollada por la administración gubernamental de la entidad. La información y las cifras utilizadas para la determinación de estas calificaciones, no son auditadas por Fitch México, por lo que su veracidad y autenticidad son responsabilidad de la institución y/o fuente que las emite; en consecuencia, no se hace responsable de posibles errores y omisiones en la información, o de los resultados obtenidos en el uso de la misma. Asimismo, las calificaciones citadas no constituyen una recomendación de compra o venta de valores, por lo que Fitch México no se hace responsable de ninguna decisión basada en ésta o en cualquiera de sus publicaciones.

APÉNDICE 4

AMÉRICA MÓVIL, S.A. DE C.V.

PROGRAMA DE CERTIFICADOS BURSÁTILES

MONTO AUTORIZADO PARA CIRCULAR

$ 5,000'000,000.00

(CINCO MIL MILLONES DE PESOS 00/100 M.N.)

Cada emisión de Certificados Bursátiles hecha al amparo del presente Programa contará con sus propias características, tales como plazo, tasa de interés. fecha de vencimiento y monto en pesos o Unidades de Inversión. Podrán realizarse una o varias emisiones hasta por el monto autorizado del Programa.

Denominación de la Emisora:	América Móvil, S.A. de C.V.
Tipo de Documento:	Certificados Bursátiles.
Monto autorizado para circular:	$ 5,000'000,000.00 (CINCO MIL MILLONES DE PESOS 00/100 M.N.).
Vigencia del Programa:	2.5 años.
Valor Nominal de los Pagarés:	$100.00 (CIEN PESOS 00/100 M.N.) o 100 (CIEN) Unidades de Inversión.
Lugar de pago de intereses y principal:	Un solo pago en la fecha de vencimiento, de cada emisión. En las oficinas de la S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores, ubicadas en Paseo de la Reforma No. 255, 3er piso, Colonia Cuauhtémoc, C.P. 06500, México, D.F.
Garantía:	Los Certificados Bursátiles serán quirografarios y cuentan con el aval de Radiomóvil Dipsa, S.A. de C.V., subsidiaria de la sociedad.
Calificación otorgada por Standard & Poor's, S.A. de C.V.:	"mxAAA", que indica que tiene extraordinarias características sobre el grado de seguridad de pago oportuno. Esta designación es la más alta categoría de la escala CaVal.
Depositario:	S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores.
Posibles Adquirentes:	Personas físicas y morales mexicanas y extranjeras, incluyendo instituciones de crédito, casas de bolsa, instituciones y sociedades mutualistas de seguros e instituciones de fianzas, sociedades de inversión, sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro, fondos de pensiones, jubilaciones y primas de antigüedad, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje y uniones de crédito, conforme a la legislación aplicable.
Régimen Fiscal:	La tasa de retención aplicable respecto a los intereses pagados se encuentra sujeta a: i) personas físicas y morales residentes en México para efectos fiscales, a lo previsto en el artículo 126 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta; y ii) para las personas físicas y morales residentes en el extranjero para efectos fiscales, a lo previsto en el artículo 154 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.
Representante Común:	Value, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero.

INTERMEDIARIO COLOCADOR:

INVERSORA BURSATIL, S.A. DE C.V.
Casa de Bolsa
GRUPO FINANCIERO INBURSA

Los Certificados Bursátiles objeto del Programa se encuentran inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores y se cotizarán en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
El Programa de Certificados Bursátiles fue autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, mediante Oficio No. DGE - 396 - 484 del 9 de agosto de 2001. La inscripción en el Registro Nacional de Valores no implica certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor.

México, D.F., a 9 de agosto de 2001.

Aut. DGE-396-484 de fecha 9 de agosto de 2001.

APÉNDICE 5

CON BASE EN EL PROGRAMA DE CERTIFICADOS BURSÁTILES CONSTITUIDO POR

AMÉRICA MÓVIL, S.A. de C.V.

DESCRITO EN EL PROSPECTO DE DICHO PROGRAMA POR UN MONTO DE HASTA:
$ 5,000,000,000.00 (CINCO MIL MILLONES DE PESOS 00/100 M.N.)
SE LLEVA A CABO LA PRESENTE OFERTA PUBLICA DE 15,000,000 (QUINCE MILLONES DE CERTIFICADOS BURSÁTILES
CON VALOR NOMINAL DE $100.00 (CIEN PESOS 00/100 M.N.) CADA TITULO
MONTO DE LA OFERTA: $1,500'000,000.00 (MIL QUINIENTOS MILLONES DE PESOS 00/100 M.N.
FECHA DE OFRECIMIENTO: 10 DE AGOSTO DE 2001.

Caracteristicas de la emisión:

Denominación de la Emisora:	América Móvil, S.A. de C.V.
Monto autorizado para circular:	$5,000'000,000.00 (Cinco mil millones de pesos 00/100 M.N.).
Tipo de documento:	Certificados Bursátiles.
Vigencia del Programa:	2.5 años.
Plazo:	5 años equivalentes en 1,826 días
Clave de pizarra:	AMX 01.
Valor nominal de los Certificados Bursátiles:	$100.00 (Cien pesos 00/100 M.N.) cada uno.
Precio:	$95.00 (Noventa y cinco pesos 00/100 M.N.) cada uno.
Fecha de emisión:	10 de agosto de 2001.
Fecha de registro en bolsa:	10 de agosto de 2001.
Fecha de liquidación:	10 de agosto de 2001.
Fecha de vencimiento:	10 de agosto de 2006.
Calificación otorgada por Standard & Poor's a la emisión:	"**mxAAA**", es decir, se considera que tiene extraordinarias características sobre el grado de seguridad de pago oportuno. Esta designación es la más alta categoria de la escala CaVal.
Calificación otorgada por Moody's de México, S.A. de C.V. a la emisión:	"**Aaa.mx**", es decir, muestra la capacidad crediticia más fuerte y la menos probabiliad de pérdida de crédito con respecto a otras emisiones nacionales.
Garantía:	Los Certificados Bursátiles serán quirografarios y cuentan con el aval de Radiomóvil Dipsa, S.A. de C.V., subsidiaria de la empresa.

Intereses: A partir de su fecha de emisión, y en tanto no sean amortizados, los Certificados Bursátiles generarán un interés bruto anual sobre su valor nominal, que el Representante Común calculará dentro de los 3 (tres) días hábiles anteriores al inicio de cada semestre ("Fecha de Determinación de la Tasa de Interés Bruto Anual"), computado a partir de la fecha de emisión y que regirá durante ese período, para lo cual el Representante Común deberá considerar una tasa de interés anual neta de 11.33% (once punto treinta y tres por ciento) ("Tasa de Interés Anual Neta") la cual se mantendrá fija durante la vigencia de la emisión.
En el caso exclusivamente de los intereses pagaderos a personas físicas y morales residentes para efectos fiscales en México, a la Tasa de Interés Anual Neta se le aplicará, en su caso, una sobretasa tal (que adicionada a la Tasa de Interés Anual Neta dará como resultado la "Tasa de Interés Bruto Anual"), que una vez descontada la tasa de retención por ingresos por intereses que fije la Ley del Impuesto Sobre la Renta para personas físicas o morales residentes para efectos fiscales en México, vigente en la Fecha de Determinación de la Tasa de Interés Bruto Anual, resulte a los inversionistas mexicanos un pago de intereses igual al que hubieran recibido de no aplicarse dicha retención.
El interés que devengarán los Certificados Bursátiles se computará a partir de su fecha de emisión y al inicio de cada periodo semestral de intereses y los cálculos para determinar el monto a pagar, deberán comprender los días naturales de que efectivamente consten los periodos respectivos. Los cálculos se efectuarán cerrándose a centésimas. Iniciado cada periodo, la Tasa de Interés Anual Neta, o en su caso, Tasa de Interés Bruto Anual determinada para dicho periodo, no sufrirá cambios durante el mismo.
Los Certificados Bursátiles dejarán de causar intereses a partir de la fecha señalada para su pago, siempre que la emisora hubiere constituido el depósito del importe, la amortización y, en su caso de los intereses correspondientes, en las oficinas de la S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores, a más tardar a las 11:00 horas de ese día.
Para determinar el monto de los intereses pagaderos en cada periodo respecto de los Certificados Bursátiles, el Representante Común utilizará la fórmula que aparece en el contenido de este Supiemento.
Intereses moratorios: En caso de incumplimiento en el pago de principal, se causará una tasa de interés moratorio sobre el principal igual a multiplicar por 2.0 (dos punto cero) veces la última Tasa de Interés Bruto Anual de los Certificados Bursátiles que haya determinado el Representante Común. Los intereses moratorios resultantes serán pagaderos a la vista desde la fecha correspondiente y hasta que la suma principal haya quedado íntegramente cubierta. La suma que se adeude por concepto de intereses moratorios deberá ser cubierta en el mismo lugar y en la misma moneda que la suma principal.
Amortización: En un solo pago en la fecha de vencimiento de la emisión contra la entrega de la constancia correspondiente.
Amortización Anticipada: Los Certificados Bursátiles a que se refiere la presente emisión, serán amortizados una sola vez al vencimiento de la emisión. No obstante, la Emisora se reserva el derecho de amortizar totalmente en forma anticipada los Certificados Bursátiles que emita, si existiera alguna modificación o cambio en cualquier ley, reglamento, regla particular u otro ordenamiento legal de México o de cualquier subdivisión política o autoridad fiscal Mexicana, o bien, cualquier cambio, modificación o emisión de algún pronunciamiento oficial administrativo o decisión judicial que entre en vigor después de la fecha de emisión de los Certificados Bursátiles y que implique la causación de un impuesto mayor al que se causa conforme a la legislación aplicable en la fecha de emisión de los Certificados Bursátiles. En este último caso, a opción de la Emisora, ésta podrá amortizar anticipadamente la totalidad, pero no menos de la totalidad de los Certificados Bursátiles a un precio del 100% de la suma de principal adeudada, más los intereses generados a la fecha de amortización anticipada y cualesquiera otras sumas adeudadas, siempre que la Emisora cumpla con lo siguiente: (a) que el Representante Común lo informe por escrito a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, a la S.D. INDEVAL, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores y a la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., y a la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., a través de los medios que esta determine, así como a los tenedores de los Certificados Bursátiles, cuando menos con 30 días naturales de anticipación a la fecha en que se pretenda hacer la amortización; (b) se llevará a cabo la amortización en las oficinas de la S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores, ubicadas en Paseo de la Reforma No. 255, 3er. Piso, Colonia Cuauhtémoc, México, Distrito Federal, o mediante sistema electrónico de transferencia; y (c) deberá coincidir con fecha de pago de intereses, mediante el aviso respectivo a través de un medio de comunicación masivo, dado por lo menos con 30 días naturales de anticipación a la fecha de pago. La Emisora no pagará prima alguna por concepto de la amortización anticipada a que se refiere lo anterior.
Cualquier modificación a las disposiciones fiscales que implique para las personas físicas y morales residentes en México para efectos fiscales, la causación de un impuesto mayor al que se causa conforme a la legislación aplicable en la fecha de emisión de Certificados Bursátiles, ya sea por el pago de los intereses, la amortización de los Certificados Bursátiles o su enajenación antes del vencimiento, la Emisora se obliga a pagar una sobretasa de interés tal, que una vez descontado el impuesto adicional que se cause, resulte una cantidad equivalente a la que percibirían los inversionistas mexicanos si no hubiera existido tal modificación.
Régimen Fiscal: La tasa de retención aplicable respecto a los intereses pagados se encuentra sujeta a: i) personas físicas y morales residentes en México para efectos fiscales, a lo previsto en el artículo 126 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta; y ii) para las personas físicas y morales residentes en el extranjero para efectos fiscales, a lo previsto en el artículo 154 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.
Periocidad de pago de intereses Los intereses que generen los Certificados Bursátiles serán pagaderos semestralmente contra la entrega de la constancia correspondiente, el día 10 o, si fuere inhábil, el siguiente día hábil de los meses de febrero y agosto de cada año, durante la vigencia de la emisión. El primer pago de intereses se efectuará precisamente el día 10 de febrero de 2002.
Lugar de pago de intereses y principal: El lugar de amortización y pago de los intereses será en las oficinas de la S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores, ubicada en Paseo de la Reforma No. 255 3er. Piso, Col. Cuauhtémoc, México, D.F.
Posibles adquirentes: Estos Certificados Bursátiles podrán ser adquindos por: Personas físicas y morales mexicanas y extranjeras, incluyendo instituciones de crédito, casas de bolsa, instituciones y sociedades mutualistas de seguros e instituciones de fianzas, sociedades de inversión, sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro, fondos de pensiones, jubilaciones y primas de antigüedad, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, empresas de factoraje y uniones de crédito, conforme a la legislación aplicable.
Recurso neto que obtendrá el Emisor con la colocación: $1,425'000,000.00 (mil cuatrocientos veinticinco millones de pesos 00/100 M.N.)
Depositario: S.D. INDEVAL, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores.
Representante Común: Value, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero.

INTERMEDIARIOS COLOCADORES LIDERES

INVERSORA BURSATIL, S.A. DE C.V.

Casa de Bolsa BBVA Bancomer

COLIDERES

CITIBANK

Casa de Bolsa Citibank, S.A. de C.V.,
Grupo Financiero Citibank

ING BARINGS

ING BARING (MEXICO), S.A. DE C.V.,
CASA DE BOLSA

Deutsche Bank

JPMorganChase

Los Certificados Bursátiles objeto de la presente Oferta Pública se encuentran inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores y cotizarán en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
La presente emisión y oferta publica forman parte de un Programa de Certificados Bursátiles que fué autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores mediante oficio número DGE-396-484 de fecha 9 de agosto de 2001.
La inscripción en el Registro Nacional de Valores no implica certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor.
México, D.F. a 10 de agosto de 2001.

Aut. C.N.B.V. DGE-396-484 de fecha 9 de agosto de 2001.

El Prospecto del Programa y el Suplemento podrá consultarse en Internet en la siguiente dirección: http:\\www.bmv.com.mx

APÉNDICE 6

temporal de bienes o para realizar inversiones financieras, ni los traspasos entre cuentas del contribuyente, o a cuentas de su cónyuge, de sus ascendientes o descendientes en línea recta en primer grado.

Cuando el contribuyente obtenga ingresos de los previstos en este Título y no presente declaración anual, se aplicará este precepto como si la hubiera presentado sin ingresos.

Artículo 76

Cuando los ingresos de las personas físicas deriven de bienes en copropiedad, deberá designarse a uno de los copropietarios como representante común, el cual deberá llevar los libros, expedir y recabar la documentación que determinen las disposiciones fiscales, conservar los libros y documentación referidos y cumplir con las obligaciones en materia de retención de impuestos a que se refiere esta Ley.

Cuando dos o más contribuyentes sean copropietarios de una negociación, se estará a lo dispuesto en el artículo 113.

Los copropietarios responderán solidariamente por el incumplimiento del representante común.

Lo dispuesto en los párrafos anteriores es aplicable a los integrantes de la sociedad conyugal.

El representante legal de la sucesión pagará en cada año de calendario el impuesto por cuenta de los herederos o legatarios, considerando el ingreso en forma conjunta, hasta que se haya dado por finalizada la liquidación de la sucesión. El pago efectuado en esta forma se considerará como definitivo, salvo que los herederos o legatarios opten por acumular los ingresos respectivos que les corresponda, en cuyo caso podrán acreditar la parte proporcional de impuesto pagado.

Artículo 77

No se pagará el impuesto sobre la renta por la obtención de los siguientes ingresos:

I.- Las prestaciones distintas del salario que reciban los trabajadores del salario mínimo general para una o varias áreas geográficas, calculadas sobre la base de dicho salario, cuando no excedan de los mínimos señalados por la legislación laboral, así como las remuneraciones por concepto de tiempo extraordinario o prestación de servicios que se realice en los días de descanso sin disfrutar de otros en sustitución, hasta el límite establecido en la legislación laboral que perciban dichos trabajadores. Tratándose de los demás trabajadores, el 50% de las remuneraciones por concepto de tiempo extraordinario o de la prestación de servicios que se realice en los días de descanso sin disfrutar de otros en sustitución, que no exceda el límite previsto en la legislación laboral y sin que esta exención exceda del equivalente de 5 veces el salario mínimo general del área geográfica del trabajador por cada semana de servicios.

Por el excedente de las prestaciones exceptuadas del pago del impuesto a que se refiere esta fracción, se pagará el impuesto en los términos de este Título.

II.- Las indemnizaciones por riesgos o enfermedades, que se concedan de acuerdo con las leyes o contratos de trabajo respectivos.

III.- Las jubilaciones, pensiones, haberes de retiro, así como las pensiones vitalicias u otras formas de retiro, provenientes de la subcuenta del seguro de retiro o de la subcuenta de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez, previstas en la Ley del Seguro Social y las provenientes de la cuenta individual del sistema de ahorro para el retiro prevista en la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado, en los casos de invalidez, incapacidad, cesantía, vejez, retiro y muerte, cuyo monto diario no exceda de nueve veces el salario mínimo general del área geográfica del contribuyente. Por el excedente se pagará el impuesto en los términos de este Título.

IV.- Los percibidos con motivo del reembolso de gastos médicos, dentales, hospitalarios y de funeral, que se concedan de manera general, de acuerdo con las leyes o contratos de trabajo.

V.- Las prestaciones de seguridad social que otorguen las instituciones públicas.

VI.- Los percibidos con motivo de subsidio por incapacidad, becas educacionales para los trabajadores o sus hijos, guarderías infantiles, actividades culturales y deportivas, y otras prestaciones de previsión social, de naturaleza análoga, que se concedan de manera general, de acuerdo con las leyes o por contratos de trabajo.

VII.- La entrega de las aportaciones y sus rendimientos provenientes de la subcuenta de vivienda de la cuenta individual prevista en la Ley del Seguro Social, de la subcuenta del Fondo de la Vivienda de la cuenta individual del sistema de ahorro para el retiro, prevista en la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado o del Fondo de la Vivienda para los miembros del activo del Ejército, Fuerza Aérea y Armada, previsto en la Ley del Instituto de Seguridad Social para las Fuerzas Armadas Mexicanas, así como las casas habitación proporcionadas a los trabajadores, inclusive por las empresas cuando se reúnan los requisitos de deducibilidad del Título II o, en su caso, de este Título.

VIII.- Los provenientes de cajas de ahorro de trabajadores y de fondos de ahorro establecidos por las empresas cuando reúnan los requisitos de deducibilidad del Título II o, en su caso, de este Título. Por los ingresos a que se refiere el artículo 78-A cuando se trate de préstamos concedidos de manera general a los trabajadores sindicalizados comprendidos en los apartados A y B del artículo 123 constitucional, incluyendo a los trabajadores al servicio de los Estados y de los Municipios, y se cumpla con los siguientes requisitos:

a) Que los ingresos del trabajador incluyendo aquéllos en efectivo, en bienes, en crédito o en servicios, inclusive cuando no estén gravados por esta Ley, no se consideren ingresos por la misma o se trate de servicios obligatorios, sin incluir dentro de estos últimos a los útiles, instrumentos y materiales necesarios para la ejecución del trabajo al que se refiere la Ley Federal del Trabajo, no hayan excedido en el ejercicio inmediato anterior de un monto equivalente a siete veces el salario mínimo general del área geográfica del contribuyente elevado al año.

b) Que la totalidad del préstamo en el ejercicio de que se trate, no exceda de un monto equivalente a un salario mensual, por un periodo máximo de tres meses y siempre que los ingresos del trabajador adicionados del beneficio de esta exención se encuentren en los límites establecidos en el último párrafo de este artículo.

IX.- La cuota de seguridad social de los trabajadores pagada por los patrones.

X.- Los que obtengan las personas que han estado sujetas a una relación laboral en el momento de su separación, por concepto de primas de antigüedad, retiro e indemnizaciones u otros pagos, así como los obtenidos con cargo a la subcuenta del seguro de retiro o a la subcuenta de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez, previstas en la Ley del Seguro Social y los que obtengan los trabajadores al servicio del Estado con cargo a la cuenta individual del sistema de ahorro para el retiro, prevista en la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado, hasta por el equivalente a noventa veces el salario mínimo general del área geográfica del contribuyente por cada año de servicio o de contribución en el caso de la subcuenta del seguro de retiro, de la subcuenta de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez o de la cuenta individual del sistema de ahorro para el retiro. Los años de servicio serán los que se hubieran considerado para el cálculo de los conceptos mencionados. Toda fracción de más de seis meses se considerará un año completo. Por el excedente se pagará el impuesto en los términos de este Título.

XI.- Las gratificaciones que reciban los trabajadores de sus patrones, durante un año de calendario, hasta el equivalente del salario mínimo general del área geográfica del trabajador elevado a 30 días, cuando dichas gratificaciones se otorguen en forma general; así como las primas vacacionales que otorguen los patrones durante el año de calendario a sus trabajadores en forma general y la participación de los trabajadores en las utilidades de las empresas, hasta por el equivalente a 15 días de salario mínimo general del área geográfica del trabajador, por cada uno de los conceptos señalados. Tratándose de primas dominicales hasta por el equivalente de un salario mínimo general del área geográfica del trabajador por cada domingo que se labore.

Por el excedente de los ingresos a que se refiere esta fracción se pagará el impuesto en los términos de este Título.

XII.- Las remuneraciones por servicios personales subordinados que perciban los extranjeros, en los siguientes casos:

a) Los agentes diplomáticos.

b) Los agentes consulares, en el ejercicio de sus funciones, en casos de reciprocidad.

c) Los empleados de embajadas, legaciones y consulados extranjeros, que sean nacionales de los países representados, siempre que exista reciprocidad.

d) Los miembros de delegaciones oficiales, en caso de reciprocidad, cuando representen países extranjeros.

e) Los miembros de delegaciones científicas y humanitarias.

f) Los representantes, funcionarios y empleados de los organismos internacionales con sede u oficina en México, cuando así lo establezcan los tratados o convenios.

g) Los técnicos extranjeros contratados por el gobierno federal, cuando así se prevea en los acuerdos concertados entre México y el país de que dependan.

XIII.- Los percibidos para gastos de representación y viáticos, cuando sean efectivamente erogados en servicio del patrón y se compruebe esta circunstancia con documentación de terceros que reúnan los requisitos fiscales.

XIV.- Los que provengan de contratos de arrendamiento prorrogados por disposición de Ley (rentas congeladas).

XV.- Los derivados de la enajenación de casa-habitación, siempre que el contribuyente haya habitado el inmueble cuando menos los dos últimos años anteriores a la enajenación.

XVI.- Los obtenidos con motivo de la enajenación de acciones u otros títulos valor que se realicen a través de bolsa de valores autorizada o mercados de amplia bursatilidad que determine la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en reglas generales que al efecto expida, y siempre que dichos títulos sean de los que se coloquen entre el gran público inversionista conforme a dichas reglas generales. En los casos de fusión de sociedades, no será aplicable la exención prevista en esta fracción por las acciones que se enajenen y que se hayan obtenido del canje efectuado de sus acciones de las sociedades fusionadas si las acciones de estas sociedades no eran de las que se consideran colocadas entre el gran público inversionista en los términos de esta fracción.

En el caso de operaciones financieras derivadas de capital a que se refiere el artículo 7o-D de esta Ley, no se pagará el impuesto cuando los bienes objeto de la operación sean acciones o títulos valor de los mencionados en el párrafo anterior, o las operaciones se encuentren referidas a índices, canastas o rendimientos sobre los mismos, por los ingresos que se deriven de dichas operaciones, siempre que, en ambos casos, las operaciones se realicen a través de bolsa de valores o mercados de amplia bursatilidad que determine la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en las reglas generales que al efecto expida.

XVII.- Los provenientes de la enajenación de bienes muebles, excluyendo las partes sociales, los títulos valor y las inversiones del contribuyente, cuando en un año de calendario la diferencia entre el total de la enajenación y el costo comprobado de las adquisiciones, no exceda de tres veces el salario mínimo general del área geográfica del contribuyente elevado al año. Por la utilidad que exceda se pagará el impuesto en los términos de este Título.

XVIII.- Los provenientes de actividades agrícolas, ganaderas, o silvícolas o pesqueras, siempre que no excedan en un año de calendario de 20 veces el salario mínimo general correspondiente al área geográfica del contribuyente elevado al año.

Por los ingresos que excedan a la cantidad señalada en el párrafo anterior, el contribuyente pagará el impuesto en los términos de este Título y efectuará sus deducciones en la proporción que guarden los ingresos gravables del ejercicio respecto del total de ingresos obtenidos en el mismo.

No les será aplicable la exención prevista en esta fracción a los contribuyentes que opten por determinar el impuesto en los términos de la sección II del capítulo VI de este Título.

Lo dispuesto en esta fracción no será aplicable para los contribuyentes que obtengan ingresos a que se refiere el primer párrafo de la misma que opten por pagar el impuesto en los términos de la Sección III del Capítulo VI de este Título.

XIX.- Los intereses pagados por instituciones de crédito y sociedades de ahorro y préstamo, siempre que los mismos correspondan a depósitos de ahorro efectuados por un monto que no exceda del equivalente al doble del salario mínimo general del área geográfica del Distrito Federal, elevado al año, y la tasa de interés pagada no sea mayor que la que fije anualmente el Congreso de la Unión. Tampoco se estará obligado a pagar el impuesto por los intereses que se perciban de instituciones de crédito y de sociedades de ahorro y préstamo y que provengan de inversiones que éstas hubieran

hecho en valores a cargo del Gobierno Federal inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Las instituciones de crédito y las sociedades de ahorro y préstamo calcularán el monto de los intereses por el que no se pagará el impuesto en los términos de esta fracción, de conformidad con las reglas generales que al efecto dicte la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Asimismo, no se pagará el impuesto por los intereses que provengan de títulos de crédito que reúnan los requisitos mencionados en el artículo 125 de esta Ley, denominados en pesos, cuyo plazo de vencimiento sea superior a tres años y cuyo periodo de revisión de tasa de interés sea de cuando menos seis meses. La tasa de interés nominal que pagarán estos títulos en cada periodo de cuando menos seis meses debe ser fijada a más tardar el día que inicia dicho periodo. Tampoco se pagará el impuesto por los intereses que provengan de títulos de crédito que reúnan los requisitos mencionados en el artículo 125 de esta Ley, denominados en unidades de inversión, cuyo plazo de vencimiento sea superior a tres años y cuya tasa de interés real se fije al inicio de su vigencia y se mantenga sin cambio durante todo el plazo de vigencia de los títulos. En el caso de que el emisor adquiera o redima total o parcialmente los títulos mencionados antes del plazo señalado, el impuesto que corresponda a los intereses derivados de dichos valores se pagará en los términos de este Título.

XX.- Los intereses recibidos por bonos y obligaciones que emitan instituciones de crédito internacionales, de las que forme parte el gobierno mexicano o alguna institución nacional de crédito.

XXI.- Los intereses provenientes de bonos emitidos por el Gobierno Federal o por sus agentes financieros, en moneda extranjera, en los que se establezca la franquicia de este impuesto, los que deriven de bonos de regulación monetaria emitidos por el Banco de México y los que provengan de bonos o planes de ahorro con garantía incondicional de pago del propio Gobierno Federal, así como los premios que se deriven de dichos bonos o planes de ahorro que se perciban por sorteos previstos en Ley.

Asimismo, tratándose de intereses provenientes de certificados y pagarés de la Tesorería de la Federación o de bonos de desarrollo del Gobierno Federal, siempre que se cumpla con los siguientes requisitos:

a) Que dichos títulos se adquieran o, en su caso, se enajenen en instituciones de crédito o casas de bolsa y se mantengan durante todo el plazo de tenencia, depositados en dichas instituciones o casas de bolsa, en las cuentas que para tales efectos lleven con ellas las personas físicas propietarias de dichos títulos.

b) Que no se den en préstamo.

c) Que no se enajenen con entrega diferida de los títulos, o en general que no se celebren respecto de los mismos, contratos distintos al de reporto con instituciones de crédito o casas de bolsa.

XXII.- Las cantidades que paguen las instituciones de seguros a los asegurados y por beneficiarios cuando ocurre el riesgo amparado por las pólizas contratadas, así como las que por dividendos, intereses o por la terminación del contrato de seguro o valor de rescate del mismo se entreguen a quien contrató el seguro o a sus beneficiarios en caso de fallecimiento del asegurado, siempre que no se trate de seguros relacionados con bienes de activo fijo.

Lo dispuesto en el párrafo anterior no se aplicará a los dividendos, intereses, así como a cualquier cantidad derivada de rescates o vencimientos que paguen las instituciones de seguros a los asegurados, a sus beneficiarios o a otra persona, cuando dichos pagos provengan de un contrato de seguro que haya sido pagado por el empleador en favor de sus trabajadores. En el caso de que el trabajador haya pagado parte de la prima del contrato de seguro, sólo se pagará el impuesto sobre la parte de los dividendos, intereses o de las cantidades derivadas de rescates o vencimientos que no correspondan al porcentaje de la prima pagada por el trabajador.

XXIII.- Los que se reciban por herencia o legado.

XXIV.- Los que se reciban como donativos:

a) Entre cónyuges o entre ascendientes y descendientes en línea recta, cualquiera que sea su monto.

b) Los demás donativos, siempre que el valor total de los recibidos en un año de calendario no exceda de tres veces el salario mínimo general del área geográfica del contribuyente elevado al año. Por el excedente se pagará impuesto en los

términos de este Título.

Para los efectos del inciso b) de esta fracción, se considerará donativo, el remanente distribuible en bienes que se obtengan de las personas morales a que se refieren los artículos 70 y 73 de esta Ley.
Lo dispuesto en este párrafo no será aplicable a los integrantes de sociedades cooperativas.

XXV.- Los que se obtengan por concepto de loterías, rifas, sorteos o concursos, a que se refiere el capítulo IX de esa Ley, siempre que el valor de cada premio no exceda de $500. 00, así como los premios obtenidos con motivo de un concurso científico, artístico o literario, abierto al público en general o bien a determinado gremio o grupo de profesionales.

XXVI.- Las indemnizaciones por daños que no excedan al valor del mercado del bien de que se trate. Por el excedente se pagará el impuesto en los términos de este Título.

XXVII.- Los percibidos en concepto de alimentos en los términos de ley.

XXVIII.- Los que deriven de la enajenación de derechos parcelarios de ejidatarios, siempre y cuando sea la primera transmisión que se efectúa sobre dicha parcela, y la misma se realice en los términos de la legislación de la materia.

XXIX.- Los impuestos que se trasladen por el contribuyente en los términos de ley.

Lo dispuesto en las fracciones XVI, XVII, XIX, XX, XXI, XXII y XXVI de este artículo, no será aplicable tratándose de ingresos por las actividades empresariales a que se refiere el capítulo VI de este Título.

No se podrán hacer deducciones que correspondan a aquellos ingresos por los que no se está obligado al pago del impuesto en los términos de este artículo.

La exención contenida en la fracción VI de este artículo se limitará cuando la suma de los ingresos por la prestación de servicios personales subordinados y el monto de esta exención exceda de una cantidad equivalente a siete veces el salario mínimo general de la área geográfica del contribuyente, elevado al año; cuando dicha suma exceda de la cantidad citada, solamente se considerará como ingreso no sujeto al pago del impuesto por los conceptos mencionados en la fracción de referencia, un monto hasta de un salario mínimo general del área geográfica del contribuyente, elevado al año. Esta limitación en ningún caso deberá dar como resultado que la suma de los ingresos por la prestación de servicios personales subordinados y el importe de la exención prevista en la fracción citada, sea inferior a siete veces el salario mínimo general del área geográfica del contribuyente, elevado al año.

XXX.- Los que obtengan por permitir a terceros la publicación de obras escritas de su creación en libros, periódicos o revistas, o bien, en la reproducción en serie de grabaciones de obras musicales de su creación, siempre que los libros, periódicos o revistas, así como los bienes en lo que se contengan las grabaciones, se destinen para su enajenación al público por la persona que efectúa los pagos por estos conceptos y siempre que el creador de la obra expida por dichos ingresos el comprobante respectivo que contenga la leyenda Ingreso percibido en los términos de la fracción XXX del artículo 77 de la Ley del Impuesto sobre la Renta.

La exención a que se refiere esta fracción no se aplicará en cualquiera de los siguientes casos:

a).- Cuando quien perciba estos ingresos obtenga también de la persona que los paga ingresos de los señalados en el Capítulo I de este Título.

b).- Cuando quien perciba estos ingresos sea socio o accionista en más del 10% del capital social de la persona moral que efectúa los pagos.

c).- Cuando se trate de ingresos que deriven de ideas o frases publicitarias, logotipos, emblemas, sellos distintivos, diseños o modelos industriales, manuales operativos u obras de arte aplicado.

XXXI.- Los derivados de la enajenación de inmuebles, certificados de vivienda, derechos de fideicomitente o fideicomisario que recaigan sobre inmuebles, que realicen los contribuyentes como dación en pago o adjudicación judicial o fiduciaria a contribuyentes que por disposición legal no puedan conservar la propiedad de dichos bienes. En

estos casos, el adquirente deberá manifestar en el documento que se levante ante fedatario público y en el que conste la enajenación que cumplirá con lo dispuesto en el artículo 54-A de esta Ley.

Las personas físicas que tributen conforme a la Sección I del Capítulo VI del Título IV de esta Ley, que enajenen los bienes a que se refiere esta fracción, no podrán deducir la parte aún no deducida correspondiente a dichos bienes que tengan a la fecha de enajenación, a que se refiere el artículo 108, último párrafo de esta Ley, según corresponda, debiendo manifestar en el documento que se levante ante fedatario público el monto original de la inversión o la parte aún no deducida sin actualización, según sea el caso, así como la fecha de adquisición de los bienes a que se refiere este artículo.

No será aplicable lo dispuesto en esta fracción cuando los ingresos se deriven de la explotación de las obras escritas o musicales de su creación en actividades empresariales distintas a la enajenación al público de sus obras, o en la prestación de servicios.

XXXII.- Los retiros efectuados de la subcuenta de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez de la cuenta individual abierta en los términos de la Ley del Seguro Social, por concepto de ayuda para gastos de matrimonio, así como el traspaso de los recursos de la cuenta individual entre administradoras de fondos para el retiro, entre instituciones de crédito o entre ambas.

Artículo 77-A

Las aportaciones que efectúen los patrones y el Gobierno Federal a la subcuenta de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez de la cuenta individual que se constituya en los términos de la Ley del Seguro Social, así como las aportaciones que se efectúen a la cuenta individual del sistema de ahorro para el retiro, en los términos de la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado, incluyendo los rendimientos que generen, no serán ingresos acumulables del trabajador en el ejercicio en que se aporten o generen, según corresponda.

Las aportaciones que efectúen los patrones, en los términos de la Ley del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores, a la subcuenta de vivienda de la cuenta individual abierta en los términos de la Ley del Seguro Social, y las que efectúe el Gobierno Federal a la subcuenta del Fondo de la Vivienda de la cuenta individual del sistema de ahorro para el retiro, en los términos de la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado, o del Fondo de la Vivienda para los miembros del activo del Ejército, Fuerza Aérea y Armada, previsto en la Ley del Instituto de Seguridad Social para las Fuerzas Armadas Mexicanas, así como los rendimientos que generen, no serán ingresos acumulables del trabajador en el ejercicio en que se aporten o generen, según corresponda.

Artículo 77-B

(Se deroga).

CAPITULO I
De los ingresos por salarios y en general por la prestación de un servicio personal subordinado

Artículo 78

Se consideran ingresos por la prestación de un servicio personal subordinado, los salarios y demás prestaciones que deriven de una relación laboral, incluyendo la participación de los trabajadores en las utilidades de las empresas y las prestaciones percibidas como consecuencia de la terminación de la relación laboral. Para los efectos de este impuesto, se asimilan a estos ingresos los siguientes:

I.- Las remuneraciones y demás prestaciones, obtenidas por los funcionarios y trabajadores de la Federación, las entidades federativas y los municipios, aun cuando sean por concepto de gastos no sujetos a comprobación, así como los obtenidos por los miembros de las fuerzas armadas.

II.- Los rendimientos y anticipos que obtengan los miembros de las sociedades cooperativas de producción, así como los anticipos que reciban los miembros de sociedades y asociaciones civiles.

APÉNDICE 7

I. Propiciar y fortalecer la comunicación de las propias dependencias y entidades con los proveedores, a fin de lograr una mejor planeación de las adquisiciones, arrendamientos y servicios;
II. Colaborar en la instrumentación de programas de desarrollo de proveedores nacionales;
III. Promover y acordar programas de sustitución eficiente de importaciones, así como de simplificación interna de trámites administrativos que realicen las dependencias o entidades relacionados con las adquisiciones, arrendamientos y servicios;
IV. Emitir recomendaciones sobre metas de utilización de las reservas de compras pactadas con otros países;
V. Promover acciones que propicien la proveeduría con micro, pequeñas y medianas empresas, así como el consumo por parte de otras empresas de los bienes o servicios que produzcan o presten aquéllas;
VI. Difundir y fomentar la utilización de los diversos estímulos del gobierno federal y de los programas de financiamiento para apoyar la fabricación de bienes;
VII. Informar a los comités de adquisiciones, arrendamientos y servicios las recomendaciones planteadas en el seno de las comisiones;
VIII. Elaborar y aprobar el manual de integración y funcionamiento de la comisión, conforme a las bases que expida la Contraloría, y
IX. Conocer y opinar sobre los programas de licitaciones internacionales de la dependencia o entidad de que se trate.

Artículo 24.- En los contratos de adquisiciones, arrendamientos y servicios, cuya vigencia rebase un ejercicio presupuestal, las dependencias o entidades deberán determinar tanto el presupuesto total como el relativo a los ejercicios de que se trate; en la formulación de los presupuestos de los ejercicios subsecuentes se considerarán los costos que, en su momento, se encuentren vigentes, y se dará prioridad a las previsiones para el cumplimiento de las obligaciones contraídas en ejercicios anteriores.

Para los efectos de este artículo, las dependencias y entidades observarán lo dispuesto en el artículo 30 de la Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Federal.

Título Tercero De los Procedimientos de Contratación

Capítulo Primero Generalidades

Artículo 25.- Las dependencias y entidades podrán convocar, adjudicar o contratar adquisiciones, arrendamientos y servicios, solamente cuando se cuente con la autorización global o específica, por parte de la Secretaría, del presupuesto de inversión y de gasto corriente, conforme a los cuales deberán programarse los pagos respectivos.

En casos excepcionales y previa aprobación de la Secretaría, las dependencias y entidades podrán convocar sin contar con dicha autorización.

Artículo 26.- Las dependencias y entidades, bajo su responsabilidad, podrán contratar adquisiciones, arrendamientos y servicios, mediante los procedimientos de contratación que a continuación se señalan:

I. Licitación pública;
II. Invitación a cuando menos tres personas, o
III. Adjudicación directa.

En los procedimientos de contratación deberán establecerse los mismos requisitos y condiciones para todos los participantes, especialmente por lo que se refiere a tiempo y lugar de entrega, forma y tiempo de pago, penas convencionales, anticipos y garantías; debiendo las dependencias y entidades proporcionar a todos los interesados igual acceso a la información relacionada con dichos procedimientos, a fin de evitar favorecer a algún participante.

La Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, tomando en cuenta la opinión de la Contraloría, determinará de acuerdo con lo establecido en el artículo 28 de esta Ley el carácter nacional o internacional de los procedimientos de contratación y los criterios para determinar el contenido nacional de los bienes a ofertar, en razón de las reservas, medidas de transición u otros supuestos establecidos en los tratados.

La Contraloría pondrá a disposición pública, a través de los medios de difusión electrónica que establezca, la información que obre en su base de datos correspondiente a las convocatorias y bases de las licitaciones y, en su caso, sus modificaciones; las actas de las juntas de aclaraciones y de visita a instalaciones, los fallos de dichas licitaciones o las cancelaciones de éstas, y los datos relevantes de los contratos adjudicados; ya sea por licitación, invitación a cuando menos tres personas o adjudicación directa.

Artículo 27.- Las adquisiciones, arrendamientos y servicios se adjudicarán, por regla general, a través de licitaciones públicas, mediante convocatoria pública, para que libremente se presenten proposiciones solventes en sobre cerrado, que será abierto públicamente, a fin de asegurar al Estado las mejores condiciones disponibles en cuanto a precio, calidad, financiamiento, oportunidad y demás circunstancias pertinentes, de acuerdo con lo que establece la presente Ley.

El sobre a que hace referencia este artículo podrá entregarse, a elección del licitante, en el lugar de celebración del acto de presentación y apertura de proposiciones; o bien, si así lo establece la convocante, enviarlo a través del servicio postal o de mensajería, o por medios remotos de comunicación electrónica, conforme a las disposiciones administrativas que establezca la Contraloría.

En el caso de las proposiciones presentadas por medios remotos de comunicación electrónica el sobre será generado mediante el uso de tecnologías que resguarden la confidencialidad de la información de tal forma que sea inviolable, conforme a las disposiciones técnicas que al efecto establezca la Contraloría.

Las proposiciones presentadas deberán ser firmadas autógrafamente por los licitantes o sus apoderados; en el caso de que éstas sean enviadas a través de medios remotos de comunicación electrónica, se emplearán medios de identificación electrónica, los cuales producirán los mismos efectos que las leyes otorgan a los documentos correspondientes y, en consecuencia, tendrán el mismo valor probatorio.

La Contraloría operará y se encargará del sistema de certificación de los medios de identificación electrónica que utilicen los licitantes y será responsable de ejercer el control de estos medios, salvaguardando la confidencialidad de la información que se remita por esta vía.

Capítulo Segundo De la Licitación Pública

Artículo 28.- Las licitaciones públicas podrán ser:

I. Nacionales, cuando únicamente puedan participar personas de nacionalidad mexicana y los bienes a adquirir sean producidos en el país y cuenten por lo menos con un cincuenta por ciento de contenido nacional, el que será determinado tomando en cuenta el costo de producción del bien, que significa todos los costos menos la promoción de ventas, comercialización, regalías y embarque, así como los costos financieros. La Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, mediante reglas de carácter general, establecerá los casos de excepción correspondientes a dichos requisitos, así como un procedimiento expedito para determinar el grado de contenido nacional de los bienes que se oferten, para lo cual tomará en cuenta la opinión de la Secretaría y de la Contraloría.

   La Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, de oficio o a solicitud de la Contraloría, podrá realizar visitas para verificar que los bienes cumplen con los requisitos señalados en el párrafo anterior, o

II. Internacionales, cuando puedan participar tanto personas de nacionalidad mexicana como extranjera y los bienes a adquirir sean de origen nacional o extranjero.

   Solamente se deberán llevar a cabo licitaciones internacionales, en los siguientes casos:

   a) Cuando resulte obligatorio conforme a lo establecido en los tratados;
   b) Cuando, previa investigación de mercado que realice la dependencia o entidad convocante, no exista oferta de proveedores nacionales respecto a bienes o servicios en cantidad o calidad requeridas, o sea conveniente en términos de precio;
   c) Cuando habiéndose realizado una de carácter nacional, no se presente alguna propuesta o ninguna cumpla con los requisitos a que se refiere la fracción I de este artículo, y
   d) Cuando así se estipule para las contrataciones financiadas con créditos externos otorgados al gobierno federal o con su aval.

   En este tipo de licitaciones la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, mediante publicación en el **Diario Oficial de la Federación**, determinará los casos en que los participantes deban manifestar ante la convocante que los precios que presentan en su propuesta económica no se cotizan en condiciones de prácticas desleales de comercio internacional en su modalidad de discriminación de precios o subsidios.

   Podrá negarse la participación a extranjeros en licitaciones internacionales, cuando con el país del cual sean nacionales no se tenga celebrado un tratado y ese país no conceda un trato recíproco a los licitantes, proveedores, bienes o servicios mexicanos.

Artículo 29.- Las convocatorias podrán referirse a uno o más bienes o servicios, y contendrán:

I. El nombre, denominación o razón social de la dependencia o entidad convocante;

II. La indicación de los lugares, fechas y horarios en que los interesados podrán obtener las bases de la licitación y, en su caso, el costo y forma de pago de las mismas. Cuando las bases impliquen un costo, éste será fijado sólo en razón de la recuperación de las erogaciones por publicación de la convocatoria y de la reproducción de los documentos que se entreguen; los interesados podrán revisarlas previamente a su pago, el cual será requisito para participar en la licitación. Igualmente, los interesados podrán consultar y adquirir las bases de las licitaciones por los medios de difusión electrónica que establezca la Contraloría;

III. La fecha, hora y lugar de celebración de las dos etapas del acto de presentación y apertura de proposiciones;

IV. La indicación de si la licitación es nacional o internacional; y en caso de ser internacional, si se realizará o no bajo la cobertura del capítulo de compras del sector público de algún tratado, y el idioma o idiomas, además del español, en que podrán presentarse las proposiciones;

V. La indicación que ninguna de las condiciones contenidas en las bases de la licitación, así como en las proposiciones presentadas por los licitantes, podrán ser negociadas;

VI. La descripción general, cantidad y unidad de medida de los bienes o servicios que sean objeto de la licitación, así como la correspondiente, por los menos, a cinco de las partidas o conceptos de mayor monto;

VII. Lugar y plazo de entrega;

VIII. Condiciones de pago, señalando el momento en que se haga exigible el mismo;

IX. Los porcentajes de los anticipos que, en su caso, se otorgarían;

X. La indicación de que no podrán participar las personas que se encuentren en los supuestos del artículo 50 de esta Ley, y

XI. En el caso de arrendamiento, la indicación de si éste es con o sin opción a compra.

Artículo 30.- Las convocatorias se publicarán en el **Diario Oficial de la Federación**.

Artículo 31.- Las bases que emitan las dependencias y entidades para las licitaciones públicas se pondrán a disposición de los interesados, tanto en el domicilio señalado por la convocante como en los medios de difusión electrónica que establezca la Contraloría, a partir del día en que se publique la convocatoria y hasta, inclusive, el sexto día natural previo al acto de presentación y apertura de proposiciones, siendo responsabilidad exclusiva de los interesados adquirirlas oportunamente durante este periodo. Las bases contendrán en lo aplicable como mínimo lo siguiente:

I. Nombre, denominación o razón social de la dependencia o entidad convocante;

II. Forma en que deberá acreditar la existencia y personalidad jurídica el licitante;

III. Fecha, hora y lugar de la junta de aclaraciones a las bases de la licitación, siendo optativa la asistencia a las reuniones que, en su caso, se realicen; fecha, hora y lugar de celebración de las dos etapas del acto de presentación y apertura de proposiciones; comunicación del fallo y firma del contrato;

IV. Señalamiento de que será causa de descalificación el incumplimiento de alguno de los requisitos establecidos en las bases de la licitación, así como la comprobación de que algún licitante ha acordado con otro u otros elevar los precios de los bienes o servicios, o cualquier otro acuerdo que tenga como fin obtener una ventaja sobre los demás licitantes;

V. Idioma o idiomas, además del español, en que podrán presentarse las proposiciones. Los anexos técnicos y folletos podrán presentarse en el idioma del país de origen de los bienes o servicios, acompañados de una traducción simple al español;

VI. Moneda en que se cotizará y efectuará el pago respectivo. En los casos de licitación internacional, en que la convocante determine efectuar los pagos a proveedores extranjeros en moneda extranjera, los licitantes nacionales podrán presentar sus proposiciones en la misma moneda extranjera que determine la convocante. No obstante, el pago que se realice en el territorio nacional deberá hacerse en moneda nacional y al tipo de cambio vigente en la fecha en que se haga dicho pago;

VII. La indicación de que ninguna de las condiciones contenidas en las bases de la licitación, así como en las proposiciones presentadas por los licitantes podrán ser negociadas;

VIII. Criterios claros y detallados para la adjudicación de los contratos de conformidad a lo establecido por el artículo 36 de esta Ley;

IX. Descripción completa de los bienes o servicios, o indicación de los sistemas empleados para identificación de los mismos; información específica que requieran respecto a mantenimiento, asistencia técnica y capacitación; relación de refacciones que deberán cotizarse cuando sean parte integrante del

contrato; aplicación de normas a que se refiere la fracción VII del artículo 20 de esta Ley; dibujos; cantidades; muestras, y pruebas que se realizarán, así como método para ejecutarlas;

X. Plazo y condiciones de entrega; así como la indicación del lugar, dentro del territorio nacional, donde deberán efectuarse las entregas;

XI. Requisitos que deberán cumplir quienes deseen participar, los cuales no deberán limitar la libre participación de los interesados;

XII. Condiciones de precio y pago, señalando el momento en que se haga exigible el mismo. Tratándose de adquisiciones de bienes muebles, podrá establecerse que el pago se cubra parte en dinero y parte en especie, siempre y cuando el numerario sea mayor, sin perjuicio de las disposiciones relativas de la Ley General de Bienes Nacionales;

XIII. Datos sobre las garantías; así como la indicación de si se otorgará anticipo, en cuyo caso deberá señalarse el porcentaje respectivo y el momento en que se entregará, el que no podrá exceder del cincuenta por ciento del monto total del contrato;

XIV. La indicación de si la totalidad de los bienes o servicios objeto de la licitación, o bien, de cada partida o concepto de los mismos, serán adjudicados a un solo proveedor, o si la adjudicación se hará mediante el procedimiento de abastecimiento simultáneo a que se refiere el artículo 39 de esta Ley, en cuyo caso deberá precisarse el número de fuentes de abastecimiento requeridas, los porcentajes que se asignarán a cada una y el porcentaje diferencial en precio que se considerará;

XV. En el caso de contratos abiertos, la información a que alude el artículo 47 de este ordenamiento;

XVI. Penas convencionales por atraso en la entrega de los bienes o en la prestación de los servicios;

XVII. La indicación de que el licitante que no firme el contrato por causas imputables al mismo será sancionado en los términos del artículo 60 de esta Ley, y

XVIII. En su caso, términos y condiciones a que deberá ajustarse la participación de los licitantes cuando las proposiciones sean enviadas a través del servicio postal o de mensajería, o por medios remotos de comunicación electrónica. El que los licitantes opten por utilizar alguno de estos medios para enviar sus proposiciones no limita, en ningún caso, que asistan a los diferentes actos derivados de una licitación.

Para la participación, contratación o adjudicación en adquisiciones, arrendamientos o servicios no se le podrá exigir al particular requisitos distintos a los señalados por esta Ley.

Artículo 32.- El plazo para la presentación y apertura de proposiciones de las licitaciones internacionales no podrá ser inferior a veinte días naturales, contados a partir de la fecha de publicación de la convocatoria.

En licitaciones nacionales, el plazo para la presentación y apertura de proposiciones será, cuando menos, de quince días naturales contados a partir de la fecha de publicación de la convocatoria.

Cuando no puedan observarse los plazos indicados en este artículo porque existan razones justificadas del área solicitante de los bienes o servicios, siempre que ello no tenga por objeto limitar el número de participantes, el titular del área responsable de la contratación podrá reducir los plazos a no menos de diez días naturales, contados a partir de la fecha de publicación de la convocatoria.

Artículo 33.- Las dependencias y entidades, siempre que ello no tenga por objeto limitar el número de licitantes, podrán modificar los plazos u otros aspectos establecidos en la convocatoria o en las bases de licitación, a partir de la fecha en que sea publicada la convocatoria y hasta, inclusive, el sexto día natural previo al acto de presentación y apertura de proposiciones, siempre que:

I. Tratándose de la convocatoria, las modificaciones se hagan del conocimiento de los interesados a través de los mismos medios utilizados para su publicación, y

II. En el caso de las bases de la licitación, se publique un aviso en el **Diario Oficial de la Federación**, a fin de que los interesados concurran ante la propia dependencia o entidad para conocer, de manera específica, las modificaciones respectivas.

No será necesario hacer la publicación del aviso a que se refiere esta fracción, cuando las modificaciones deriven de las juntas de aclaraciones, siempre que, a más tardar dentro del plazo señalado en este artículo, se entregue copia del acta respectiva a cada uno de los licitantes que hayan adquirido las bases de la correspondiente licitación.

Las modificaciones de que trata este artículo en ningún caso podrán consistir en la sustitución de los bienes o servicios convocados originalmente, adición de otros de distintos rubros o en variación significativa de sus características.

Cualquier modificación a las bases de la licitación, derivada del resultado de la o las juntas de aclaraciones, será considerada como parte integrante de las propias bases de licitación.

Artículo 34.- La entrega de proposiciones se hará en dos sobres cerrados que contendrán, por separado, la propuesta técnica y la propuesta económica. La documentación distinta a las propuestas podrá entregarse, a elección del licitante, dentro o fuera del sobre que contenga la propuesta técnica.

Dos o más personas podrán presentar conjuntamente proposiciones en las licitaciones sin necesidad de constituir una sociedad, o nueva sociedad en caso de personas morales, siempre que, para tales efectos, en la propuesta y en el contrato se establezcan con precisión y a satisfacción de la dependencia o entidad, las partes a que cada persona se obligará, así como la manera en que se exigiría el cumplimiento de las obligaciones. En este supuesto la propuesta deberá ser firmada por el representante común que para ese acto haya sido designado por el grupo de personas.

Previo al acto de presentación y apertura de proposiciones, las convocantes podrán efectuar el registro de participantes, así como realizar revisiones preliminares a la documentación distinta a la propuesta técnica y económica. Lo anterior será optativo para los licitantes, por lo que no se podrá impedir el acceso a quienes hayan cubierto el costo de las bases y decidan presentar su documentación y proposiciones durante el propio acto.

Artículo 35.- El acto de presentación y apertura de proposiciones se llevará a cabo en dos etapas, conforme a lo siguiente:

I. En la primera etapa, una vez recibidas las proposiciones en sobres cerrados, se procederá a la apertura de la propuesta técnica exclusivamente y se desecharán las que hubieren omitido alguno de los requisitos exigidos;

II. Por lo menos un licitante, si asistiere alguno, y dos servidores públicos de la dependencia o entidad presentes, rubricarán las partes de las propuestas técnicas presentadas que previamente haya determinado la convocante en las bases de licitación, las que para estos efectos constarán documentalmente, así como los correspondientes sobres cerrados que contengan las propuestas económicas de los licitantes, incluidos los de aquéllos cuyas propuestas técnicas hubieren sido desechadas, quedando en custodia de la propia convocante, quien de estimarlo necesario podrá señalar nuevo lugar, fecha y hora en que se dará apertura a las propuestas económicas;

III. Se levantará acta de la primera etapa, en la que se harán constar las propuestas técnicas aceptadas para su análisis, así como las que hubieren sido desechadas y las causas que lo motivaron; el acta será firmada por los asistentes y se pondrá a su disposición o se les entregará copia de la misma, la falta de firma de algún licitante no invalidará su contenido y efectos, poniéndose a partir de esa fecha a disposición de los que no hayan asistido, para efectos de su notificación;

IV. La convocante procederá a realizar el análisis de las propuestas técnicas aceptadas, debiendo dar a conocer el resultado a los licitantes en la segunda etapa, previo a la apertura de las propuestas económicas;

V. En la segunda etapa, una vez conocido el resultado técnico, se procederá a la apertura de las propuestas económicas de los licitantes cuyas propuestas técnicas no hubieren sido desechadas, y se dará lectura al importe de las propuestas que cubran los requisitos exigidos. Por lo menos un licitante, si asistiere alguno, y dos servidores públicos presentes rubricarán las propuestas económicas.

Se señalarán lugar, fecha y hora en que se dará a conocer el fallo de la licitación; esta fecha deberá quedar comprendida dentro de los veinte días naturales siguientes a la fecha de inicio de la primera etapa, y podrá diferirse, siempre que el nuevo plazo fijado no exceda de veinte días naturales contados a partir del plazo establecido originalmente para el fallo, y

VI. Se levantará acta de la segunda etapa en la que se hará constar el resultado técnico, las propuestas económicas aceptadas para su análisis, sus importes, así como las que hubieren sido desechadas y las causas que lo motivaron; el acta será firmada por los asistentes y se pondrá a su disposición o se les entregará copia de la misma, la falta de firma de algún licitante no invalidará su contenido y efectos, poniéndose a partir de esa fecha a disposición de los que no hayan asistido, para efecto de su notificación.

Artículo 36.- Las dependencias y entidades para hacer la evaluación de las proposiciones deberán verificar que las mismas cumplan con los requisitos solicitados en las bases de licitación.

No serán objeto de evaluación, las condiciones establecidas por las convocantes que tengan como propósito facilitar la presentación de las proposiciones y agilizar la conducción de los actos de la licitación; así como cualquier otro requisito cuyo incumplimiento, por sí mismo, no afecte la solvencia de las propuestas. La inobservancia por parte de los licitantes respecto a dichas condiciones o requisitos no será motivo para desechar sus propuestas.

En la evaluación de las proposiciones en ningún caso podrán utilizarse mecanismos de puntos o porcentajes, excepto cuando se trate de servicios, en los que se demuestre la conveniencia de aplicar dichos mecanismos para evaluar objetivamente la solvencia de las propuestas, de acuerdo con los lineamientos que para tal efecto emita la Contraloría.

Dentro de los criterios de adjudicación, podrá establecerse el relativo a costo beneficio, siempre y cuando sea definido, medible y aplicable a todas las propuestas.

Una vez hecha la evaluación de las proposiciones, el contrato se adjudicará de entre los licitantes, a aquel cuya propuesta resulte solvente porque reúne, conforme a los criterios de adjudicación establecidos en las bases de licitación, las condiciones legales, técnicas y económicas requeridas por la convocante, y garantice satisfactoriamente el cumplimiento de las obligaciones respectivas.

Si resultare que dos o más proposiciones son solventes porque satisfacen la totalidad de los requerimientos solicitados por la convocante, el contrato se adjudicará a quien presente la proposición cuyo precio sea el más bajo, incluyendo, en su caso, el porcentaje previsto por el artículo 14 de este ordenamiento.

La convocante emitirá un dictamen que servirá como base para el fallo, en el que se hará constar una reseña cronológica de los actos del procedimiento, el análisis de las proposiciones y las razones para admitirlas o desecharlas.

Artículo 37.- En junta pública se dará a conocer el fallo de la licitación, a la que libremente podrán asistir los licitantes que hubieren participado en el acto de presentación y apertura de proposiciones, levantándose el acta respectiva que firmarán los asistentes, a quienes se entregará copia de la misma. La falta de firma de algún licitante no invalidará su contenido y efectos, poniéndose a partir de esa fecha a disposición de los que no hayan asistido, para efectos de su notificación. En sustitución de esa junta, las dependencias y entidades podrán optar por notificar el fallo de la licitación por escrito a cada uno de los licitantes, dentro de los cinco días naturales siguientes a su emisión.

En el mismo acto de fallo o adjunta a la comunicación referida, las dependencias y entidades proporcionarán por escrito a los licitantes la información acerca de las razones por las cuales su propuesta no resultó ganadora.

Contra la resolución que contenga el fallo no procederá recurso alguno; sin embargo, procederá la inconformidad que se interponga por los licitantes en los términos del artículo 65 de esta Ley.

Artículo 38.- Las dependencias y entidades procederán a declarar desierta una licitación cuando las propuestas presentadas no reúnan los requisitos de las bases de la licitación o sus precios no fueren aceptables, y expedirán una segunda convocatoria.

Tratándose de licitaciones en las que una o varias partidas se declaren desiertas, la convocante podrá proceder, sólo respecto a esas partidas, a celebrar una nueva licitación, o bien un procedimiento de invitación a cuando menos tres personas o de adjudicación directa, según corresponda.

Las dependencias y entidades podrán cancelar una licitación por caso fortuito o fuerza mayor. De igual manera, podrán cancelar cuando existan circunstancias, debidamente justificadas, que provoquen la extinción de la necesidad para adquirir o arrendar los bienes o contratar la prestación de los servicios, y que de continuarse con el procedimiento de contratación se pudiera ocasionar un daño o perjuicio a la propia dependencia o entidad.

Artículo 39.- Las dependencias y entidades previa justificación de la conveniencia de distribuir, entre dos o más proveedores de la partida de un bien o servicio, podrán hacerlo siempre que así se haya establecido en las bases de la licitación.

En este caso, los precios de los bienes o servicios contenidos en una misma partida y distribuidos entre dos o más proveedores no podrán exceder del cinco por ciento respecto de la propuesta solvente más baja.

Capítulo Tercero De las Excepciones a la Licitación Pública

Artículo 40.- En los supuestos que prevé el artículo 41 de esta Ley, las dependencias y entidades, bajo su responsabilidad, podrán optar por no llevar a cabo el procedimiento de licitación pública y celebrar contratos a través de los procedimientos de invitación a cuando menos tres personas o de adjudicación directa.

La selección del procedimiento que realicen las dependencias y entidades deberá fundarse y motivarse, según las circunstancias que concurran en cada caso, en criterios de economía, eficacia, eficiencia, imparcialidad y honradez que aseguren las mejores condiciones para el Estado. El acreditamiento de los criterios mencionados y la justificación de las razones para el ejercicio de la opción, deberá constar por escrito y ser firmado por el titular del área usuaria o requirente de los bienes o servicios.

APÉNDICE 8

FITCH IBCA, DUFF & PHELPS

COMUNICADO DE PRENSA

FITCH asignó la calificación de AA+(mex) a la Emisión de Certificados de Participación Ordinarios (CPO's) del Gobierno del Estado de Morelos, por un monto de hasta $222.8 millones de pesos

Monterrey, N.L. (Noviembre 7, 2001). Fitch asignó la calificación de **AA+(mex) 'Doble A más'** a la Emisión de Certificados de Participación Ordinarios (CPO's) por hasta $222,800,000.00 (Doscientos veintidós millones ochocientos mil pesos 00/100 M.N.), que el Gobierno del Estado de Morelos pretende colocar entre el gran público inversionista a través de un Fideicomiso Irrevocable Emisor (FIE) de dichos títulos. Dicha operación constituye la primera emisión de deuda pública de un gobierno estatal en México, respaldada con participaciones federales presentes y futuras, a través de la estructura de un Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago (FMorelos) responsable de servir las obligaciones financieras del Estado de Morelos.

La calificación de **AA+(mex)** significa: Muy alta calidad crediticia. Implica una muy sólida calidad crediticia respecto a otras entidades, emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de las entidades, emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

La calificación asignada a esta emisión está fundamentada principalmente en los siguientes factores: 1° La fortaleza de la estructura jurídica del FIE y del FMorelos implementado por el Estado; 2° La certidumbre existente en la generación de flujos de participaciones federales que en última instancia sirven los CPO's, ya que dichos ingresos son depositados directamente por la Tesorería de la Federación (TESOFE) en el FMorelos, el cual destinará el 30.0% de su patrimonio al FIE durante la vigencia de la emisión; 3° Los altos márgenes de seguridad (aforos) del servicio de los CPO's (intereses y amortizaciones) ante proyecciones de escenarios adversos, derivadas de: a) El porcentaje que se pretende asignar (30.0%) del patrimonio del FMorelos para el pago de las obligaciones del FIE, y b) Las características de la estructura financiera de la emisión; 4° La constitución de una reserva de seis meses de intereses y una reserva de seis meses de capital, las cuales mitigan considerablemente la volatilidad que presentan los flujos mensuales disponibles para servir los CPO's; y 5° La calidad crediticia del Estado como Obligación General 'A-(mex)', así como su perspectiva de endeudamiento moderado en el mediano y largo plazo.

La operación financiera calificada, forma parte del plan del Gobierno del Estado de Morelos para refinanciar y sustituir su Deuda Pública Directa, el cual fue autorizado por el Congreso del Estado mediante el decreto número 240, publicado en el Periódico Oficial del Estado el 20 de julio de 2001. Asimismo, en dicho decreto se autorizó la constitución de un Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago (FMorelos) al cual se afectaría un porcentaje de los derechos sobre las participaciones en ingresos federales (Ramo 28) presentes y futuras, correspondientes al Estado de Morelos; para que dicho fideicomiso realice por cuenta del Gobierno del Estado el pago a los acreedores por el servicio de sus financiamientos. El contrato del FMorelos fue celebrado el 20 de agosto de 2001, entre el Gobierno del Estado de Morelos y Banco Santander Mexicano, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander

Serfin, División Fiduciaria; quedando afectado el 16.4% de las participaciones federales presentes y futuras del Estado de Morelos a dicho fideicomiso. Cabe mencionar, que la cantidad límite sobre la que tendrá derecho el FIE para servir los CPO's, será del 30.0% del flujo de recursos mensuales que ingresan al FMorelos.

De acuerdo a la Ley de Ingresos de 2001 del Estado de Morelos, los ingresos totales del Gobierno del Estado se estiman en $6,807.0 millones de pesos, representando las participaciones federales un 42.3% de éstos ($2,878.1 millones de pesos). Partiendo de estas cifras, la entidad estaría afectando aproximadamente $472.0 millones al FMorelos y un 30.0% de dicho monto ($141.6 millones) al FIE para cubrir las obligaciones correspondientes a los CPO's.

El Estado de Morelos se localiza en la región centro-sur de México, está integrado por 33 municipios y su capital es la Ciudad de Cuernavaca. De acuerdo al INEGI, su población en 2000 ascendió a 1.555 millones de habitantes (1.6% de la población nacional). La economía estatal contribuye aproximadamente con el 1.60% del PIB, y durante los últimos años las actividades económicas que han presentado un mayor dinamismo se concentran en la industria textil-confección, automotriz, electrónica y farmacéutica, así como en el turismo.

La calificación asignada constituye exclusivamente la opinión de Fitch México sobre la probabilidad de pago oportuno de la citada emisión, incluyendo principal e intereses. Asimismo, no constituye una recomendación de compra o venta de valores, por lo que Fitch México no se hace responsable de ninguna decisión basada en ésta o en cualquiera de sus publicaciones.

Para mayor información favor de visitar nuestra página de internet: http://www.fitchmexico.com

Contactos:

Lic. Alfredo Gómez Garza
alfredo.gomez@fitchmexico.com
t. +52/ 8335 7179

Lic. Eugenio López Garza
eugenio.lopez@fitchmexico.com
t. +52/ 8356 6880

Lic. Humberto Panti Garza
humberto.panti@fitchmexico.com
t. +52/ 8335 7179

BIBLIOGRAFÍA

Asociación de Municipios de México, A. C. (Ammac). (2000). *Propuestas respecto al paquete fiscal federal de 2000.*

Bolsa Mexicana de Valores (BMV). (2000). *Cotizar en Bolsa.* Folleto informativo. México, D.F.

Carrillo Ruiz, Hebert. (2000). *Finanzas Municipales y Coordinación Hacendaria, Estatal y Nacional. Participación del Diputado del Congreso del Estado de Quintana Roo.* CIDE, A.C.

Campuzano Pieras, Omar. (2001). *Una nueva alternativa de financiamiento. Certificados Bursátiles.* Revista Ejecutivos en Finanzas. (IMEF). Noviembre de 2001.

Cavazos, Aurelio. (2001). *Entrevista con el Lic. Aurelio Gerardo Cavazos Cárdenas, Socio Director de Fitch México.* 5 de octubre de 2001.

Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. 2001.

Cuadra, Raúl. (2001). *Entrevista con el C.P. Raúl G. Cuadra García. Secretario de Finanzas del Ayuntamiento de Aguascalientes.* 20 de julio de 2001.

Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Diario Oficial de la Federación (DOF). 1 de junio de 2001.

Fabozzi, Frank. (1999). *Bond Markets, analysis and strategies.* Third edition. Prentice Hall.

Fisher, Ronald C. (1996). *State and local public finance: Institutions, theory, policy.* 2nd. Ed. Irwin.

Fitch. (2001). *Financiamiento a Estados, Municipios y Organismos Mexicanos: Alternativas y Estrategias.* Septiembre 2001.

Grupo Financiero Bancomer. (1998). *Glosario Bursátil y Financiero.*

Gutiérrez, Elvia. (2001). *Deteriorado, el crédito para el crecimiento; en la banca commercial cayó 11.8 por ciento en términos reales.* Periódico El Financiero. Sección Análisis. 5 de noviembre de 2001. Año XXI. No 5907.

González, Enrique. (2000). Brújula Económica / Nuevo esquema de endeudamiento subnacional. Periódico El Norte. 16 de marzo de 2000.

Investor's Business Daily (IBD). (1996). *Investor's Business Daily Guide to the Markets*. John Wiley & Sons, Inc.

Instituto de Capacitación Especializada (ICE). (2000). *Economía, Mercado y Banca*. Curso para empleados de Banca Patrimonial Bancomer.

Ley de Sociedades de Inversión. Diario Oficial de la Federación (DOF). 4 de junio de 2001.

Ley Orgánica de la Administración Pública Municipal del Estado de Nuevo León (LOAPMNL). (1999).

Millman, Joel. (2001). Recursos a Estados y Municipios. Periódico Excelsior. 26 de febrero de 2001.

Moody's Investors Service. (2000). *Calificaciones de Crédito para Estados y Municipios: El caso Mexicano. Metodología para la Calificación*. Septiembre 2000.

Morris, Kenneth and Siegel, Alan. (1993). *Guide To Understanding Money and Investing*. The Wall Street Journal. Lightbulb Press, Inc.

Presupuesto de Egresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal del año 2001.

Pérez Esquer, Marcos. (2001). Iniciativa de reforma al Artículo 115 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. Grupo Parlamentario del Partido Acción Nacional. 9 de abril de 2001.

Pérez González Hugo Nicolás. (1993). *Alternativas de Financiamiento para el Desarrollo Municipal*. Premio Nacional Banobras 1993. Revista Federalismo y Desarrollo. Banco Nacional de Obras Públicas.

Patrón Sánchez, Fernando. (1999). *Recursos Transferidos a Municipios*. División de Administración Pública. Centro de Investigación y Docencia Económicas, A.C.

Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2001-2006. Poder Ejecutivo Federal.

Ramones, Encarnación. (2001). *Entrevista con el C.P. Encarnación Porfirio Ramones Saldaña. Secretario de Finanzas y Tesorería del Municipio de Monterrey*. 7 de noviembre de 2001.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (2001). *Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*. Tercer trimestre de 2001.

Sandoval, Antonio (2001). *Masificación de inversiones bursátiles, para mejor ocasión; el número de emisoras listadas cae 14% en 10 años*. Periódico El Financiero. Sección Análisis. 29 de octubre de 2001. Año XXI No. 5902.

Salinas Sandoval, María del Carmen. (1997). *Semblanza Histórica del Municipio en México*. Participación en la conmemoración del 478 Aniversario de la Fundación del Primer Ayuntamiento en la América Continental.

Stiglitz, E. Joseph. (2000). *Economics of the public sector*. Third Edition. W.W. Norton & Co.

Thomas, M. A. (2001). *Getting Debt Relief Right*. Foreign Affairs. Volume 8. No.5

Valladares Valle, Yolanda. (2000). *El Municipio y la Coordinación Intergubernamental*. Participación de la Diputada del Congreso del Estado de Campeche. CIDE, A.C.

Van Horne, James (1997). *Administración Financiera*. Décima edición. Prentice Hall.

Wesalo, Judy. (2001). *The Fundamentals of Municipal Bonds*. The Bond Market Association. John Wiley & Sons. Fifth edition.