

El Mercado de Valores: Una Opción para el Financiamiento Público Local

César Bojórquez León

indetec

1994

CONTENIDO

CONTENIDO

Presentación	7
Introducción	9
CAPITULO 1: EL ESCENARIO DE LA POLITICA FINANCIERA LOCAL.	11
1.1. El Panorama Internacional de la Economía y las Finanzas.	11
1.2. El Escenario Nacional de la Política Económica.	15
1.2.1. La Crisis de 1982 y el “crack” de 1987	15
1.2.2. El Pacto de Solidaridad Económica	16
1.2.3. La Reforma a la Política de Finanzas Públicas	18
1.2.4. La Apertura Comercial	22
1.2.5. La Modernización Financiera de México	24
1.3. Situación Actual y Mecanismos para el Financiamiento de las Haciendas Públicas Locales.	26
1.3.1. La Concesión de los Servicios Públicos	28
1.3.2. La Construcción de Obras Públicas mediante las Contribuciones y Aportaciones Basadas en el “Principio del Beneficio”	29
1.3.2.1. Las Contribuciones por Plusvalías	30
1.3.2.2. Las Contribuciones por Mejoras	31
1.3.2.3. Las Aportaciones para Obras Públicas	32
1.3.3. Los Consejos de Colaboración Municipal	32
1.3.4. Las Juntas de Colonos o Asociaciones de Vecinos	36
CAPITULO 2: MARCO CONCEPTUAL E INSTITUCIONAL DEL MERCADO DE VALORES.	43
2.1. Conceptos Elementales del Mercado de Valores	44

2.1.1. Fundamentos del Mercado de Valores	44
2.1.2. El Mercado Primario	45
2.1.3. El Mercado Primario Bursátil y el Mercado Primario Extrabursátil	46
2.1.4. El Mercado Secundario	46
2.1.5. La Intermediación Financiera	47
2.1.5.1. La Intermediación Directa	48
2.1.5.2. La Intermediación Indirecta	48
2.1.5.3. Los Títulos o Valores Secundarios	48
2.1.6. Clasificación del Mercado por la Naturaleza de los Valores	48
2.1.6.1. El Mercado de Dinero	49
2.1.6.2. El Mercado de Capitales	50
2.1.6.3. El Mercado de Metales	50
2.1.7. Instrumentos de Renta Fija y de Renta Variable	51
2.1.7.1. Instrumentos de Renta Fija	51
2.1.7.2. Instrumentos de Renta Variable	52
2.1.8. Los Emisores de Valores y los Inversionistas	52
2.1.8.1. Los Emisores de Valores	52
2.1.8.2. Los Inversionistas	53
2.2. Las Principales Instituciones que Intervienen en el Mercado de Valores	55
2.2.1. La Comisión Nacional de Valores	57
2.2.2. El Registro Nacional de Valores e Intermediarios	59
2.2.2.1. Mercado Principal y Mercado Intermedio	60
2.2.3. Las Bolsas de Valores	61
2.2.4. Las Casas de Bolsa y los Especialistas Bursátiles	64
2.2.4.1. Las Casas de Bolsa	65
2.2.4.2. Los Especialistas Bursátiles	66
2.2.5. Instituciones para el Resguardo de Valores	69
CAPITULO 3: PRINCIPALES ELEMENTOS PARA UN SISTEMA DE BONOS PARA EL DESARROLLO LOCAL	71
3.1. El Aspecto Jurídico.	72
3.2. Aplicación de los Recursos Crediticios.	77
3.2.1. El Establecimiento, Ampliación y Mejoramiento de los Servicios Públicos	77
3.2.2. Producción de Bienes y la Prestación de Servicios a Través de las Empresas Públicas o de Participación Estatad o Municipal	78

3.3. Procedimiento para la Obtención y Aplicación de Créditos por los Gobiernos Locales	79
3.3.1. Análisis de Factibilidad	80
3.3.1.1. Proyecto Técnico	80
3.3.1.2. Estudio Técnico	81
3.3.1.3. Estudio Financiero	84
3.3.2. Autorización del Congreso del Estado para Tramitar el Crédito	87
3.3.3. Solicitud del Crédito ante el Organismo de Financiamiento	88
3.3.4. Obtención de la Aprobación del Crédito	88
3.3.5. Afectación de las Participaciones Federales	89
3.3.6. Formalización del Crédito	89
3.3.7. Licitación Pública del Crédito	90
3.3.8. Publicidad a Obras y Tarifas	90
3.3.9. Inversión de los Recursos Crediticios	91
3.3.10 El Apoyo de BANOBRAS para las Autoridades Locales	92
3.4. La Alternativa que Ofrece el Mercado de Valores	93
3.4.1. Beneficios para una Unidad Económica que Acude al Mercado de Valores	93
3.4.2. Experiencias y Perspectivas de los Gobiernos Locales en el Mercado de Valores	96
3.4.2.1. Los Certificados de Participación	96
3.4.2.2. Pagaré a Mediano Plazo	103
3.4.2.3. Los Bonos u Obligaciones	107
3.5. Requisitos de Inscripción de Títulos en la Bolsa Mexicana de Valores.	114
3.5.1. Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.	114
3.5.1.1. Inscripción de Acciones	129
3.5.1.2. Inscripción del Pagaré Empresarial Bursátil	133
3.5.1.3. Certificados de Participación Inmobiliaria	134
3.5.1.4. Obligaciones	135
3.5.2. Requisitos para la Inscripción de Títulos en el Mercado Intermedio de la BMV	137
CAPITULO 4: CONSIDERACIONES FINALES	143
BIBLIOGRAFIA	151

La C.P.A. y Lic. Ma. Concepción López Rosas recibió el encargo de analizar esta obra denominada “El Mercado de Valores: Una Opción para el Financiamiento Público Local”, con el fin de que el Instituto para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas se asegure que la misma satisface los objetivos que esta Institución se fijó en apoyo a las haciendas públicas del país.

INTRODUCCION

El impulso que ha tenido en los últimos 10 años el Sistema Financiero Mexicano, principalmente en el nivel representado por el mercado de valores, ha permitido que el gobierno federal y las empresas más representativas del sector privado, hayan acudido a esta instancia con el objeto de allegarse recursos para aplicarlos a sus programas de crecimiento e inversión.

Podríamos decir que, hoy en día, este mercado está dominado por los grandes emisores de valores, tanto del sector público como del sector privado, aunque en últimas fechas se han dado pasos tendientes a abrir una alternativa de financiamiento para empresas medianas. En efecto, este adelanto se manifiesta en la creación de un Mercado Intermedio o sección "B", dentro de la Bolsa Mexicana de Valores, medida que cobró vigencia a partir del mes de julio de 1993, en donde se cotizan dos tipos de instrumentos: las acciones y los certificados de participación ordinarios no amortizables que se emitan sobre acciones. Este es un adelanto y por lo mismo es una esperanza para los potenciales medianos emisores.

Justo es reconocer que la actual etapa de desarrollo del mercado y su nivel de utilización es aún incipiente, más que nada por los requisitos que las emisoras de valores tienen que cubrir y en cierta forma también por el desconocimiento que existe por parte de los interesados, de su forma de operación.

La fuente de recursos que nos ofrece el mercado de valores, la entendemos como una opción más dentro de todo un conjunto de instrumentos y mecanismos que tienen las autoridades estatales y municipales para darle solidez a sus programas de inversión.

Los municipios, actualmente tienen como forma tradicional de allegarse recursos, principalmente a través de los siguientes conceptos de ingresos:

- o Tributarios
- o Patrimoniales
- o Transferidos a los gobiernos locales
- o Derivados de los sistemas de sanciones
- o Del crédito público

En el último concepto de ingresos, es decir, los que provienen del crédito público, la parte más significativa de los financiamientos proviene de la Banca de Fomento, dentro de la cual destaca el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos S.N.C. (BANOBRAS), organismo que cumple la función de otorgar préstamos a los municipios en condiciones preferenciales, lo cual significa tasas más bajas y plazos mayores que los ofrecidos por la banca comercial. Los municipios acuden normalmente a los recursos ofrecidos por la banca comercial, en casos de contingencias financieras de muy corto plazo (pago de nómina o pago a proveedores a principios del año, por ejemplo), es decir, son créditos que se utilizan para equilibrar los flujos entre ingresos y egresos dentro de un mismo ejercicio presupuestal, razón por la cual no podemos considerarla como una fuente de financiamiento, ya que son importes de dinero que no se destinan a los gastos de inversión.

En el momento en que pensamos en ampliar nuestras fuentes crediticias, desde luego que estamos considerando su aplicación en proyectos de larga maduración, que requieren inversiones cuya recuperación es para varios años. Y esta es precisamente una de las características del mercado de valores, ya que permite el acceso a recursos, tanto a mediano como a largo plazo. Cabe agregar que cuando examinamos a este mercado como una opción más de financiamiento para las haciendas locales, estamos previendo que se justifica su empleo siempre y cuando el destino de los recursos sea para proyectos productivos y en los cuales es muy importante considerar una satisfactoria recuperación de la inversión, con el objeto de no incurrir en un inconveniente e indeseable sobreendeudamiento.

El presente trabajo se centrará en el estudio del conjunto de mecanismos que permiten realizar la emisión, colocación y distribución de los valores, que es precisamente lo que da origen al mercado de valores, así como en los

principales elementos para un sistema de bonos para el desarrollo estatal y municipal. El documento se divide de la siguiente forma: En el capítulo primero, expondremos los principales aspectos políticos, económicos y sociales que justifican acudir a este tipo de financiamiento, todo ello analizado desde la perspectiva del cambio estructural que está observando la economía mexicana, la cual a su vez está fuertemente influenciada por las transformaciones que tienen lugar en el plano internacional. En el capítulo segundo, enunciaremos los principales conceptos del mercado de valores, y describiremos las instituciones financieras bursátiles más importantes, con el objeto de dilucidar el funcionamiento de los mecanismos de ese mercado. En el capítulo tercero, enunciaremos los principales elementos que integran un sistema de bonos para el desarrollo local. Por último, en el capítulo cuarto, nos proponemos formular algunas consideraciones finales, a manera de conclusiones al presente trabajo.

CAPITULO 1.

EL ESCENARIO DE LA POLÍTICA FINANCIERA LOCAL

La realidad actual de las finanzas locales está condicionada por múltiples factores, como son los económicos, políticos y sociales. En este trabajo no pretendemos agotar la discusión sobre todos estos temas, ya que un esfuerzo así requeriría una tarea por separado. Sin embargo, aunque sea tangencialmente, abordaremos estos puntos, con el objeto de apoyarnos para el desarrollo posterior de este trabajo.

Vivimos en un escenario nacional e internacional que es cambiante e interdependiente. Por esta razón, es conveniente analizar, en primer lugar, los procesos que se están presentando en otros países en el ámbito de la economía y las finanzas públicas, con el objeto de ubicar en un escenario global el tema que nos ocupa. En segundo lugar, procede averiguar la realidad de la economía nacional para completar el círculo del cambio en el que estamos inmersos.

Como trataremos de ver enseguida, la realidad de las finanzas locales no está explicada por fenómenos coyunturales o de corto plazo. Más bien son factores y reformas estructurales de la economía mexicana los que la explican y la determinan.

1.1. EL PANORAMA INTERNACIONAL DE LA ECONOMIA Y LAS FINANZAS

Una de las características esenciales de los tiempos que estamos viviendo, es la forma tan asombrosa en que se suceden los cambios. Así,

presenciamos en el mundo cambios en la forma de concebir la política, la economía y la sociedad. Por ello también cambian y se desintegran países que hasta hace poco tiempo eran considerados como verdaderas potencias mundiales. Pero a la vez, surgen nuevas figuras supranacionales que se manifiestan mediante la formación de bloques económicos, que abarcan un importante número de naciones de diferentes partes del mundo.

Los cambios son característica común para países capitalistas o socialistas, y también para países desarrollados o subdesarrollados. Las palabras que pronunció Heráclito hace muchos siglos, hoy en día renuevan su valor: “La única constante es el cambio”.

De acuerdo con la visión del mundo global de Aldo Ferrer,¹ el escenario internacional está dominado por la innovación tecnológica y el aprovechamiento comercial de ella, en un marco de globalización de las actividades económicas. Justo es reconocer que no sólo la información, los mercados y las finanzas se globalizan. Cada país y el orden mundial, constituyen sistemas de vasos comunicantes. En consecuencia, los problemas planteados por el subdesarrollo se difunden en el Norte y en el Sur, entre ricos y pobres, en fin, por encima de fronteras nacionales, ideológicas y religiosas.

Asimismo, siguiendo al mencionado autor, agregaremos que hasta hace poco tiempo las consecuencias de los problemas quedaban encerrados dentro de las fronteras de cada país. Hoy en día representan la mayor amenaza de la paz y la seguridad internacionales. Ejemplos de ello lo tenemos en la proliferación de armas de destrucción masiva, el explosivo crecimiento de la población en los países más pobres y los movimientos migratorios internacionales. Los vicios de la pobreza de los países del llamado tercer mundo se combinan con los adelantos tecnológicos de los países desarrollados, y ello ocasiona una peligrosa combinación que en muchas ocasiones daña severamente el ecosistema, suceso que irremediablemente repercute en todo el planeta. Es por ello que los aspectos relacionados con la ecología, que hasta hace no mucho tiempo eran un asunto interno de cada país, hoy forman parte importante en la agenda de las relaciones internacionales.

Nuestro país no es ajeno a tal evolución en las relaciones internacionales, y por ello los cambios que suceden a nivel mundial nos afectan y nos obligan a revisar la forma de manejar nuestro comercio, la industria, los servicios y las finanzas públicas.

1. Véase “Los nuevos paradigmas tecnológicos y desarrollo sostenible: perspectiva latinoamericana”, Revista Comercio Exterior, Vol. 43, Núm. 9, septiembre de 1993, pág. 807-813.

Actualmente, la forma de manejar las finanzas nacionales, está en concierto con el modelo de desarrollo que a nivel mundial se está conformando y en donde la competitividad comercial juega un papel preponderante. Esta política está acorde con los objetivos nacionales de desarrollo, los cuales también incluyen la internacionalización de nuestra economía.

En el mismo sentido, las finanzas de los gobiernos estatales y municipales no son extraños a esta realidad nacional e internacional; por lo contrario, son factores que obligan al cambio, dentro de la tendencia mundial en la cual nuestro país forma parte activa. La competitividad comercial internacional es el signo de los tiempos. Esto demanda una estabilidad y equilibrio en varios frentes: los precios, el tipo de cambio, los impuestos y los salarios. Para alcanzar las metas anteriores es relevante el papel que juegan las finanzas públicas.

Si nos detenemos un poco para ver qué acontece en las finanzas públicas de los países desarrollados, nos daremos cuenta que han procurado mantener un equilibrio entre sus ingresos y egresos, con el objeto de controlar la inflación a bajos niveles. La privatización de las empresas públicas y la reducción de los gastos militares también son políticas encaminadas hacia el adelgazamiento del Estado y el equilibrio presupuestal. Así pues, en los países líderes de la economía mundial, predomina la política del equilibrio de las finanzas públicas y de la estabilidad de precios, principalmente para enfrentar la competitividad en el comercio y en el flujo internacional de capitales.

En el caso concreto de los Estados Unidos, los lineamientos para el control del déficit en el presupuesto federal, han ocasionado estrangulamiento presupuestario de los gobiernos locales, ya que fueron afectadas sus participaciones federales que normalmente se utilizaban para gastos de capital. Por tal motivo, los gobiernos locales estadounidenses se han visto en la necesidad de diseñar una variedad de instrumentos financieros para allegarse recursos, con el objeto de afrontar sus requerimientos de infraestructura pública.²

El desarrollo reciente en los Estados Unidos de la llamada "Ingeniería Financiera", ha proporcionado una amplia gama de mecanismos para la emisión de bonos, los cuales han sido crecientemente aprovechados por los gobiernos estatales y municipales, para destinar los recursos a proyectos específicos.³ En este caso, la ingeniería financiera consiste en el empleo de

2. Véase el trabajo "Técnicas de Financiamiento de la Infraestructura Pública Utilizadas por los Gobiernos Locales de los Estados Unidos de América", publicado en el "Trimestre Fiscal" de Indetec, pp. 181-222, traducción del Capítulo 3 del libro "Building Prosperity"; Government Finance Research Center of the Municipal Finance Officers Association, Washington, D.C. 1985.
3. Véase en la revista "Government Finance Review", el artículo titulado "An Introduction to Municipal Derivative Products", Volumen 9, Número 1, febrero de 1993, pp. 21-24 y "An Introduction to Municipal Derivative Products: Part. II", Volumen 1, Número 2, abril de 1993, pp. 17-19, de esa revista.

fórmulas creativas para el diseño y emisión de instrumentos financieros (títulos-valores), para lo cual los rendimientos que ofrecen a los inversionistas se ajustan a índices ampliamente conocidos o bien, se subordinan a los rendimientos de otros valores.

Con relación al mercado de las deudas estatales y municipales en los Estados Unidos, Richard A. Musgrave señala que: “En la actualidad la deuda estatal y municipal supera los 500.000 millones de dólares y se ha incrementado en una cantidad media anual de cerca de 15.000 millones de dólares en la última década.”⁴

Lo anterior nos proporciona una idea de la relevancia que en ese país tiene el mercado de los bonos estatales y municipales.

Adicionalmente, este autor señala que “el problema de la administración de la deuda de los gobiernos estatales y locales es completamente diferente del que se plantea a nivel federal y más parecido, sin embargo, al de los inversores privados que intentan conseguir fondos en el mercado.”⁵ Esa diferencia a la que el autor se refiere, es por la razón de que tanto los gobiernos locales como las empresas privadas recurren al mercado de valores sólo con el objeto de allegarse recursos para financiar sus programas de inversión; en cambio, el gobierno federal acude a ese mercado, además del propósito anterior, con el objeto de retirar recursos con fines de estabilización monetaria, ya que esta función le es consustancial. En suma, tanto en México como en los Estados Unidos, los gobiernos locales y las empresas privadas acuden al medio bursátil, sin mayores prerrogativas que su imagen o posición crediticia, ya que tienen que enfrentar la competencia por capturar la preferencia de los inversionistas, o sea, los futuros compradores de valores.

Obviamente no podemos intentar copiar mecánicamente el modelo estadounidense para la emisión en México de bonos para el desarrollo estatal y municipal, en virtud de que el mercado de valores de los Estados Unidos es uno de los más añejos del mundo y, por lo mismo, uno de los más reglamentados y desarrollados, mientras que el mercado de valores de nuestro país, es de los más jóvenes, si tomamos en cuenta como punto de despegue, la publicación de la Ley del Mercado de Valores en 1975. Sin embargo, en los últimos años, el mercado bursátil nacional ha experimentado un crecimiento de los más altos del orbe y por largos períodos se ha

4. Richard A. Musgrave, “Finanzas Públicas, Teórica y Aplicada”, Editorial McGraw-Hill, Quinta Edición, pág. 700.

5. *Ibidem*.

distinguido por sus altos rendimientos, por lo que éstos han sido un factor significativo para la captación de capital externo. Claro que, como todos los mercados financieros del mundo, está expuesto a fenómenos de desconcierto, como sucedió en el “crack” de 1987. A ello se debe que las autoridades financieras mexicanas hayan previsto mecanismos para darle más estabilidad, y con ello más seguridad al público inversionista, como está actualmente previsto en la Ley del Mercado de Valores.

1.2. EL ESCENARIO NACIONAL DE LA POLITICA ECONOMICA⁶

Los ajustes macroeconómicos llevados a cabo por el gobierno mexicano, especialmente a partir de 1982, son realmente trascendentales. Se busca situar a México en una economía abierta a los flujos de mercancías, servicios y capitales. A ello no es ajeno el ajuste llevado a cabo en el presupuesto nacional, la apertura comercial y la modernización del sistema financiero.

La política que se está instrumentando no es una política de corte pasajero, sino que ha intentado responder a las necesidades planteadas por la crisis de 1982 y también responde a los cambios que exige la globalización, tendencia que está predominando en el concierto mundial. Esta es una política de cambio estructural como respuesta a un modelo de desarrollo que hizo crisis en esa época y que consistía en una economía cerrada y proteccionista, en la cual la dinámica del crecimiento estaba fincada en el Estado como ente promotor del desarrollo, principalmente apoyado por los recursos provenientes del petróleo, y en la operación de las empresas públicas.

1.2.1. La crisis de 1982 y el “crack” de 1987.

Podríamos afirmar que 1982 es uno de los años más dramáticos que ha vivido la economía nacional en los últimos tiempos, por las propias características que la situación presentaba: desequilibrios fundamentales en las finanzas públicas y en la cuenta corriente, combinados con la suspensión de los flujos del ahorro externo, al igual que el deterioro de los términos de intercambio, y la devaluación. También es relevante detenernos en la crisis de 1982, por los cambios de rumbo que se intentaron ante la quiebra del modelo vigente hasta ese momento.

La respuesta del gobierno federal ante la crisis, fue el establecimiento en 1983 del “Programa Inmediato de Reordenación Económica” (PIRE). La

6. Si se desea una visión más amplia sobre la política económica llevada a cabo en México en los últimos años, consúltese el libro “El Camino Mexicano de la Transformación Económica”, trabajo del Dr. Pedro Aspe Armella, publicado por el Fondo de Cultura Económica.

idea era corregir las finanzas públicas y sentar las bases para una recuperación económica sana a mediano plazo. Con este propósito el gobierno recortó sustancialmente su gasto y aumentaron los precios y tarifas del sector público. Las iniciativas del PIRE trajeron consigo una reducción sin precedentes en déficit presupuestal. En 1985, empieza una fuerte ofensiva de medidas destinadas a lograr una apertura comercial para bienes intermedios y la corrección en el tipo de cambio real, las cuales alentaron a las exportaciones manufactureras, esto marca el principio de la inserción de México en una economía más abierta a nivel internacional.

El año de 1985 fue particularmente caótico por los terremotos de septiembre de ese año, y el año de 1987 no lo fue menos, ya que tuvo lugar el “crack” en la bolsa de valores, cuyas consecuencias afectaron a toda la economía. Las causas de la caída tan drástica en la bolsa fueron múltiples, pero en primer lugar destacan los errores cometidos internamente en el manejo del mercado de valores. La vulnerabilidad de este mercado intentó corregirse con una serie de medidas contenidas en las reformas de 1990 a la Ley del Mercado de Valores.

La caída bursátil de 1987 creó un ambiente de incertidumbre en la economía, a lo que se debe agregar una inercia inflacionaria de 6% mensual; esto provocó una fuga de capitales que culminó con la devaluación de noviembre de 1987, hecho que colocó al país en la senda de la hiperinflación. Nuevamente se requerían medidas drásticas para controlar la situación y ninguna de las alternativas era fácil, ya que cualquiera de ellas representaba sacrificios para todos los sectores de la economía.

1.2.2. El Pacto de Solidaridad Económica

El Pacto de Solidaridad Económica (PSE) nace como una respuesta a las condiciones imperantes en ese momento en la economía mexicana. El 15 de diciembre de 1987, el Presidente de la República y los representantes de los sectores obrero, campesino y empresarial suscribieron este instrumento de concertación. El Pacto se diseñó de acuerdo con los siguientes objetivos:

- Sostener el compromiso de corregir de manera permanente las finanzas públicas. El cambio estructural mereció especial atención, con medidas que pretendían reducir el tamaño del sector público y privatizar las empresas no estratégicas manejadas por el Estado.
- Aplicar una política monetaria restrictiva. Una vez que se establecieron los objetivos de inflación y de reservas internacionales, la expansión

- crediticia sólo tuvo lugar en la medida en que se consolidaron las expectativas y la reactivación del crecimiento.
- Corregir la inercia salarial. Los acuerdos con los trabajadores se centraron en el abandono de los contratos de corto plazo con indización completa y la adopción de contratos de más largo plazo definidos en términos de una inflación anticipada.
 - Definir acuerdos sobre precios en sectores líderes. Una política pragmática de coordinación de precios no puede incluir todos los bienes en la economía: la desinflación se logra con la filiación de los precios de insumos primarios y de los precios en los sectores líderes. La competencia interna y el control de la demanda agregada contribuyen a reducir la inflación de los bienes no comerciables.
 - Optar por el control de la inflación y la negociación de precios líderes en lugar de la congelación total de precios. En lugar de fijar objetivos inmediatos de inflación cero, se establecen objetivos de inflación positiva y decreciente, con la finalidad de evitar una expansión demasiado rápida de la demanda agregada con respecto a la producción de bienes.
 - Adoptar medidas basadas en controles de precios negociados. Cualquier programa de controles debe ser percibido como sostenible en el mediano plazo, con el fin de evitar la especulación y la acumulación de inventarios. Para ello se requiere consenso.

El gobierno federal por su parte se comprometió a efectuar un ajuste fiscal real y sostenido. Este ajuste no sólo se reflejó en una reducción del gasto corriente, sino en un sólido programa de privatización. Por su parte el sector privado debía comprometerse a sacrificar sus márgenes de ganancia, mientras que los sectores obrero y campesino prescindirían de un incremento adicional en sus salarios reales.

Posteriormente y conforme mejoraban las expectativas de éxito de este programa, fue posible garantizar una mayor estabilidad de los precios públicos, de los salarios y del tipo de cambio durante períodos cada vez más largos.

Desde el principio de la Administración Federal (1988-1994), el esfuerzo de ajuste macroeconómico ha sido acompañado por un amplio conjunto de reformas estructurales que incluyen una reforma fiscal, la apertura comercial, la reforma al sistema financiero, la privatización de empresas de

propiedad estatal y la renegociación de la deuda externa. En este trabajo sólo centraremos nuestra atención en las tres primeras reformas.

1.2.3. La Reforma a la Política de Finanzas Públicas

En lo que se refiere a la reforma fiscal, ésta ha tenido tres puntos fundamentales: en primer lugar, el gasto del gobierno federal se ha mantenido bajo estricto control. Los gastos corrientes se recortaron y orientaron hacia necesidades sociales más urgentes. En segundo lugar, y en lo que corresponde a la política de ingresos, se efectuó una reforma a fondo y se realinearon los precios y tarifas públicos de acuerdo con niveles internacionales. Por último, el sector público pasó por un proceso de reestructuración mediante la desincorporación de empresas no estratégicas manejadas por el Estado.

El control de la inflación está entre los objetivos centrales de la política económica actual, hasta ubicarla en un nivel acorde al de nuestros socios comerciales (Estados Unidos y Canadá), con lo que se espera una mejor competitividad internacional.

Uno de los instrumentos más poderosos que tiene a su alcance el sector público para lograr lo anterior, es el manejo de las finanzas públicas. Para ello, se ha decidido mantener un sano equilibrio entre ingresos y gastos, fortaleciendo así, además, su resistencia ante factores imprevistos de naturaleza externa e interna.

En efecto, en el Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, en su apartado destinado a la política monetaria, financiera y crediticia, se expresa que:

“El sano desempeño de las finanzas públicas contribuirá a una evolución de los agregados monetarios y financieros compatible con la estabilidad. Asimismo, el financiamiento del sector público se apoyará más en la colocación de valores gubernamentales en el mercado que en el uso de crédito directo del Banco de México, con el propósito de que el aumento de la base monetaria sea congruente con el crecimiento de la actividad económica en condiciones de estabilidad.”⁷

7. Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, Diario Oficial de la Federación, Primera Sección, Edición Especial, miércoles 31 de mayo de 1989, pág.78.

Asimismo, a mediados del mes de noviembre de 1992, el Ejecutivo Federal presentó a la Cámara de Diputados los “Criterios Generales de Política Económica y Social para 1993”, en los cuales, en su apartado destinado a los Objetivos para 1993, se mencionan los siguientes:

- Reducir significativamente la inflación hasta niveles de sólo un dígito.
- Promover el empleo, logrando por quinto año consecutivo un crecimiento del producto por encima del aumento de la población, con una meta de alrededor del 3 por ciento.
- Ahondar las reformas estructurales con el fin de promover mayor eficiencia y productividad.
- Promover el desarrollo social mediante el apoyo a los sectores más desprotegidos, a través de acciones directas por parte del sector público.⁸

En la parte referente a las finanzas públicas, en dicho documento se establece que:

“La consecución de los objetivos antes enunciados habrá de apoyarse en la disciplina fiscal como eje central de los criterios que normarán la demás acciones. En particular, es necesario fortalecer el balance superavitario de las finanzas públicas. Por una parte, un balance superavitario, al otorgar mayor margen de maniobra a las finanzas públicas, permite enfrentar desde una posición más sólida la coyuntura por la cual se atravesará durante 1993, caracterizada por un incierto panorama externo.”⁹

Como puede observarse, existe una preocupación muy grande por parte del gobierno federal por mantener un control sobre el ámbito de las finanzas públicas, y sin duda alguna éste es uno de los elementos más importantes que influyen sobre el resto de la economía y muy especialmente en el destino de las finanzas locales.

A lo anterior se debe agregar otro aspecto relevante: el gobierno federal ha mantenido su intención de no financiar sus programas de trabajo con créditos provenientes del Banco de México.

8. “Criterios Generales de Política Económica y Social”, documento publicado por la Revista Indetec, No. 79/92 pp. 2-3.

9. *Ibíd.* pág. 4.

Por tal motivo, para fortalecer y dar continuidad en el tiempo a la política anterior, el Ejecutivo Federal envió a la H. Cámara de Diputados, el día 17 de mayo de 1993, una iniciativa de reforma a la Constitución para dar autonomía al Banco de México.

En dicha iniciativa el Ejecutivo Federal manifiesta que:

“Hemos logrado construir en los últimos 10 años sólidas bases que nos apoyan en el combate permanente de la inflación. En México contamos hoy con finanzas públicas sanas. En 1982 teníamos un déficit de 17% del Producto Interno Bruto. En 1992, sin considerar los ingresos derivados de la desincorporación de los bancos y empresas, las finanzas públicas mostraron superávit por primera vez en décadas, el cual fue de 0.5% del citado producto. No ha sido tarea fácil. Ha costado muchos años de esfuerzo. Pero, bien sabido es que sin un prudente manejo fiscal no puede haber estabilidad duradera. Por este motivo se volvió a programar superávit de las finanzas públicas para 1993, demostrando la continuidad de la política en la materia.”¹⁰

Asimismo, en otro párrafo de la propuesta se expresa que:

“Indudablemente, las inflaciones agudas y prolongadas han estado estrechamente vinculadas, tanto en México como en el resto del mundo, con déficit fiscales considerables financiados mediante créditos del Banco Central. Por ello, si se ha de tener una política permanente de lucha contra las fuerzas inflacionarias, resulta clara la conveniencia de separar la función de crear dinero, de otras tareas del Estado, en las que continuamente se enfrentan reiteradas demandas para aumentar el gasto. Pero esta separación es factible hasta ahora, cuando se ha logrado un saneamiento de las finanzas públicas. Antes tal medida no hubiese sido consecuente con la realidad.”¹¹

Una vez analizada esta propuesta por el Poder Legislativo, el texto reformado del artículo 28 de la Constitución señala que:

“El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procu-

10. Propuesta del Presidente de la República para dar Autonomía al Banco de México, enviada a la H. Cámara de Diputados el día 17 de Mayo de 1993, la cual se publicó en la revista “El Mercado de Valores”, núm. 11, junio 1 de 1993, pág. 4.

11. *Ibíd.* pág. 6.

rar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo para ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.”

“No constituyen monopolios las funciones que el Estado ejerza de manera exclusiva, a través del banco central en las áreas estratégicas de acuñación de moneda y emisión de billetes. El banco central, en los términos que establezcan y con la intervención que corresponda, a las autoridades competentes, regulará los cambios, así como la intermediación y los servicios financieros, contando con las atribuciones de autoridad necesarias para llevar a cabo dicha regulación y proveer a su observancia...”¹²

Esta reforma está apoyada, como lo señala el texto de la iniciativa presidencial, en la observación y análisis de la amplia experiencia que otros países han tenido en esta materia, como son los casos de Alemania, Suiza y Estados Unidos, entre otros.

Con el objeto de seguir analizando el ajuste macroeconómico en nuestro país, agregaremos que en el V Informe de Gobierno, rendido por el C. Presidente de la República ante el Congreso de la Unión, el día 1º de noviembre de 1993, se mencionan como avances en la política financiera nacional, los siguientes aspectos:

- El sector público pasó de un déficit financiero de 12.5 por ciento como proporción del PIB en 1988, a un superávit de 0.5 por ciento en 1992. Al término de los seis primeros meses de 1993, las finanzas públicas registraron un superávit de casi 13 mil millones de nuevos pesos, que representa cerca de 70 por ciento de la meta programada para todo el año.
- Mientras que en el período 1989-1993 se estima un crecimiento acumulado del PIB de 17 por ciento, los ingresos tributario no petroleros habrán crecido 34% en términos reales.
- La tasa marginal de impuestos sobre la renta (ISR) para personas físicas disminuyó de 50 por ciento en 1988, a 35 por ciento hoy en día. Por su parte, la tasa del ISR para las empresas se redujo de 40 por ciento al inicio del sexenio a 35 por ciento a la fecha.

12. Diario Oficial de la Federación, viernes 20 de agosto de 1993, pág. 3.

- El impuesto al valor agregado (IVA), disminuyó de 20 y 15 por ciento en 1988 al 10 por ciento en los últimos meses de 1991.
- El número de contribuyentes, distintos de los trabajadores, pasó de 1.7 a 4.8 millones entre 1988 y julio de 1993, lo que representa un incremento de 182.3 por ciento.
- Durante el actual gobierno se han concluido negociaciones para evitar la doble tributación con 15 países de Europa, Asia y América.
- Con base en lo acordado en el Pacto, se someterá al Congreso un paquete de medidas que permitan elevar entre 7.5 y 10.8 por ciento el ingreso disponible para los trabajadores que reciben un salario mínimo; que asegure que los trabajadores con ingresos hasta dos salarios mínimos no paguen impuestos, y se beneficien los casi siete millones de trabajadores que ganen menos de cuatro salarios mínimos. También se propondrá reducir la tasa del ISR para las empresas de 35 por ciento a 34 por ciento.
- El gasto social ha crecido casi 85 por ciento en términos reales en cinco años. En 1993 representará 54 por ciento del gasto programable del gobierno y 10 por ciento del PIB.
- Entre 1988 y 1992, la inversión como proporción del PIB pasó de 17 a 22 por ciento y continúa creciendo. Durante los últimos cinco años el gasto en salud ha crecido 79 por ciento, en educación casi 90 por ciento, en Ecología, Desarrollo Urbano y Agua Potable, 65 por ciento, todo en términos reales.

1.2.4. La Apertura Comercial

Por otra parte, comentaremos algunos puntos acerca de la apertura comercial. A fines de 1985 se inició un profundo proceso de desregulación y apertura comercial que ha tenido y que tendrá una secuencia interminable de labores y que de hecho cambiará el perfil del país en el escenario mundial. Las medidas han abarcado una drástica reducción en los niveles y dispersión de los aranceles, la eliminación casi total de las restricciones comerciales cuantitativas, y negociaciones bilaterales intensas con el objeto de suscribir tratados de libre comercio con los principales socios comerciales de México.

Veamos las etapas en que se dio la eliminación y reducción de barreras arancelarias. La primera implicó dos decisiones importantes que se adopta-

ron en 1985, cuando México suprimió unilateralmente los permisos previos de importación sobre casi 80% de las fracciones arancelarias sujetas a restricciones cuantitativas, para comenzar después un proceso gradual de eliminación de las cuotas restantes. En noviembre de ese mismo año, el país inició negociaciones para ingresar al GATT, lo que se logró en julio de 1986.

La segunda etapa se relaciona de manera directa con la implantación del Pacto de Solidaridad Económica, ya que en ese entonces, además de los efectos estructurales favorables de una estrategia de protección más racional, se consideró que la competencia externa contribuiría también al esfuerzo de reducir la inflación.

La tercera etapa en el proceso de la reforma comercial ha sido marcada por el fortalecimiento de las relaciones bilaterales con nuestros principales socios comerciales. En 1985, México y Estados Unidos suscribieron un convenio sobre subsidios y derechos compensatorios, en virtud del cual las empresas estadounidenses debían demostrar que habían sufrido algún perjuicio.

En esta etapa destaca el hecho de que el 11 de junio de 1990, los presidentes de México y los Estados Unidos dieron instrucciones a sus respectivas Secretarías de Comercio para iniciar los trabajos relacionados con un tratado de libre comercio. En meses siguientes Canadá se sumó al proceso.¹³

- La negociación del TLC se centró en seis áreas de discusión:
- La primera se ocupa de aspectos de acceso al mercado, incluyendo las barreras arancelarias y no arancelarias, reglas de origen, compras de gobierno, agricultura, industria automotriz y otras industrias.
 - La segunda se refiere a la regulación comercial como normas, subsidios y prácticas antidumping.
 - La tercera tiene que ver con los servicios en los sectores financieros y de seguros, transportación terrestre, telecomunicaciones y otras.
 - Se centra en la inversión.
 - Patentes y propiedad intelectual.
 - Solución de controversias.

13. Si se desea una mayor información sobre las etapas de la apertura comercial y otros aspectos económicos y financieros de México, consúltese el trabajo "El camino mexicano de la transformación económica", elaborado por el Dr. Pedro Aspe Armella, editorial Fondo de Cultura Económica, 1993.

Desde un principio se planteó la meta para que este mercado entrara en vigor a partir del 1º de enero de 1994 y a través de este mecanismo se tendría la zona de libre comercio más grande del mundo, con una producción conjunta de 6 mil millones de dólares y un mercado de más de 360 millones de personas.

La apertura comercial es una política de muy largo alcance para el gobierno mexicano, ya que paralelamente a las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica, en septiembre de 1991 se suscribió un Tratado de Libre Comercio con Chile y es un proceso continuo que abarca negociaciones comerciales con el resto de América, así como los países asiáticos y europeos.

1.2.5. La Modernización Financiera de México

No es una novedad la afirmación de que cualquier país que aspire a insertarse en las nuevas corrientes de la competitividad internacional, uno de los aspectos centrales que deberá revisar es la forma de prestación de los servicios financieros, ya que éstos son fuerte soporte para el desarrollo económico. Y desarrollo económico implica, en gran medida, la capacidad que un país tenga para ampliar y modernizar su planta productiva de manera sistemática y sostenida. De hecho, los países con elevado ingreso per cápita, en su mayoría han alcanzado este nivel de desarrollo en virtud de haber logrado consolidar un importante proceso de capitalización, especialmente en el sector industrial.

La consecución de una senda de crecimiento exige que el proceso de ahorro e inversión se realice de manera óptima. Es necesario incrementar el volumen de ahorro así como procurar que éste se oriente hacia formas de inversión productiva, que impliquen un mayor nivel de capitalización, así como una eficiente asignación de los recursos.

De ahí la importancia de contar con un sistema financiero a la altura de las circunstancias actuales, ya que si éste es moderno y competitivo, permite captar y canalizar adecuadamente los flujos financieros de la comunidad. Esta situación ya está confrontada con la realidad; la experiencia en los países desarrollados nos indica que el crecimiento económico está estrechamente asociado a la existencia de un mercado de capitales.

No hace falta mucho esfuerzo para comprender la razón: un mercado financiero fuerte y diversificado permite captar, sin grandes costos, el ahorro potencial de los diferentes agentes económicos. Los agentes económicos tienen distintas exigencias de liquidez, riesgo y plazo en sus necesidades de

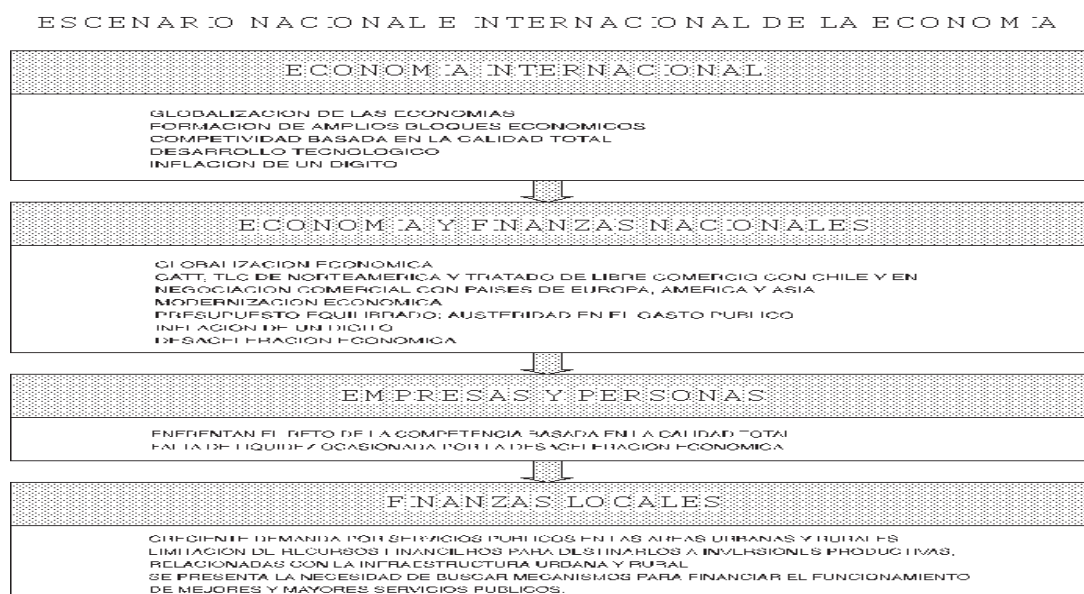
inversión. Ello es precisamente lo que permite que haya oferta y demanda de recursos, ya que mientras unos agentes disponen de recursos en exceso, otros carecen de éstos y así nace la complementariedad en una economía, todo ello auxiliado por el sistema financiero.

El eficiente manejo y funcionamiento del sistema financiero contribuye a una mayor captación de ahorro tanto interno como externo. Adicionalmente, proporciona tasas de interés de captación atractivas que estimulen el ahorro financiero, en la magnitud en que éste sea sensible a la tasa de interés. A su vez, un mercado de capitales abierto al exterior, provoca la obtención de suficiente ahorro externo, el cual complementa el ahorro de origen doméstico. En la medida en que el ahorro externo se obtenga a tasas competitivas y se oriente a proyectos de inversión altamente rentables, se estará recurriendo a un eficiente mecanismo de expansión del acervo de capital y de crecimiento económico. El mayor volumen de inversión conduce a renovar, ampliar y modernizar la planta productiva.

El Ejecutivo Federal, en su V Informe de Gobierno, señala también como logros en el sector financiero nacional los siguientes:

- El ahorro de empresas y particulares ha pasado de representar 29 por ciento del PIB en 1988 a 40 por ciento en 1992 y 46 por ciento en 1993. La tasa de rendimiento de los Certificados de la Tesorería (Cetes) a 28 días es de 13 por ciento en la actualidad, prácticamente una tercera parte del nivel que imperaba en octubre de 1992. Para agosto de 1993, el ahorro financiero registró un crecimiento anual de 17 por ciento en

CUADRO NO. 1



- términos reales. Entre 1992 el financiamiento interno al sector privado creció 225 por ciento en términos reales.
- Al final del primer semestre se han incorporado al Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), 11.4 millones de cuentas individuales, cuyas aportaciones ascendieron a poco más de 12 mil millones de nuevos pesos.
 - Durante el período 1991-1993 se autorizó la constitución de 25 grupos financieros y de nueve bancos de carácter regional.
 - Finalmente, se mencionó que las reservas internacionales del Banco de México ascendían a 23 mil 017 millones de dólares. Ello fortalece la posición de nuestro país ante eventualidades externas y contribuye a la viabilidad de nuestros proyectos.

En los apartados anteriores hemos visto que en nuestro país vivimos una realidad que está fuertemente influenciada por los cambios que se observan a nivel internacional. Así, en el gobierno federal se han tenido que instrumentar políticas que conduzcan al equilibrio en variables claves de la economía como son los precios, el tipo de cambio y estabilización de las tasas internas de interés. Para ello, ha tenido que buscar a su vez equilibrio en las finanzas públicas y sanear los mecanismos de financiamiento del gasto público. En fin, se trata de toda una reforma estructural que evidentemente tiene sus costos en términos de crecimiento económico, de empleo y de liquidez para las empresas y las personas. Naturalmente que las haciendas locales, como parte importante de la economía que son, no han dejado de sentir igualmente los impactos de la austeridad en el manejo de las finanzas públicas nacionales, ya que son medidas que afectan en cascada, en cadena, a todas las unidades económicas, tal como lo describe el **Cuadro No. 1**.

Es por ello que las autoridades locales se enfrentan a la necesidad de hacer más con menos, en virtud de que si bien sus ingresos muestran los efectos de la desaceleración económica general, las necesidades, por lo contrario, aumentan. La única salida para enfrentar los desafíos anteriores es el arte de la política y, paralelamente a ello, el arte de las finanzas, es decir, hacer más obras con menos recursos económicos.

1.3. SITUACION ACTUAL Y MECANISMOS PARA EL FINANCIAMIENTO DE LAS HACIENDAS PUBLICAS LOCALES.

Como ya hemos mencionado anteriormente, nuestro país ha decidido formar parte de la globalización económica, la cual se practica en las principales zonas comerciales del mundo, con los naturales cambios que ello

implica. Y es dentro de este contexto en el que se tiene que revisar y actualizar la política financiera federal, estatal y municipal.

En el caso de los gobiernos estatales y municipales se vive un período de ajuste o de transición desde las antiguas formas de financiamiento, con un gasto público federal más flexible, hacia un esquema con presupuestos más restrictivos, más ajustados al poder real de captación sana de ingresos por parte de los tres niveles de gobierno. En el nuevo escenario no hay posibilidades de recurrir a fuentes inflacionarias para apoyar la satisfacción de todas las necesidades sociales, tanto las que se presentan año con año como las que están ancestralmente arraigadas y que no ha sido fácil erradicar.

Adicionalmente, es conveniente mencionar la crisis que se ha venido manifestando en el sector agropecuario nacional y que ha provocado flujos migratorios hacia los centros urbanos de nuestro país. Este fenómeno migratorio, más el crecimiento natural de la población, han arrastrado a una situación de emergencia en algunas ciudades claves de nuestro país como son la Ciudad de México, Guadalajara, Monterrey y Puebla. La crisis de las grandes ciudades se manifiesta en el deterioro social que conlleva la contaminación, el desempleo, la inseguridad pública, el comercio ambulante y la insuficiencia en la prestación de los servicios públicos. En el resto de las ciudades de la República, aunque en menor escala, también se presentan estas presiones sociales, cuya atención y solución rebasa las posibilidades financieras de las haciendas locales.

De conformidad con el artículo 115 de la Constitución, los municipios están encargados de la prestación de los siguientes servicios:

- o Agua potable y alcantarillado
- o Alumbrado público
- o Mercados y Centrales de Abasto
- o Rastro
- o Calles, parques y jardines
- o Seguridad pública y tránsito
- o Finalmente, podrán sumarse a esta lista otros servicios que las legislaturas locales determinen según las características de cada municipio.

Para acatar este mandato constitucional, son varios los campos en que han trabajado los gobiernos municipales para darle un mayor impulso al financiamiento de los proyectos anteriores y así se ha recurrido a mecanismos legales paralelos, los cuales quedan englobados dentro de la política de buscar nuevas y mejores alternativas para financiar las obras sociales. Estos mecanismos son los siguientes:

- o Concesión de servicios públicos a los particulares.
- o La construcción de obras públicas mediante el sistema de contribución por plusvalía, contribución por mejoras y aportaciones para obras.
- o Consejos de Colaboración Municipal.
- o Las Juntas de Colonos o Asociaciones de Vecinos.

A continuación efectuaremos una descripción de cada uno de estos mecanismos de financiamiento.

1.3.1. Concesión de Servicios Públicos

Esta es una figura que está tomando mucho auge en nuestro país, dada la voluntad que existe de fomentar la inversión, así como la iniciativa empresarial en el desarrollo de obras y proyectos relacionadas con los servicios públicos.

Naturalmente que para el otorgamiento de concesiones se requiere tomar en cuenta el ordenamiento legal aplicable en cada entidad federativa, así como también las disposiciones que dicte la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos sobre esta materia. Para apoyar lo anterior veamos lo que expresa un estudio sobre la materia de concesión en nuestro país:

“Por su parte el artículo 73 fracción XXIX inciso 4 (de la Constitución), dispone que es facultad del Congreso, imponer contribuciones sobre servicios públicos concesionados o explotados directamente por la federación.”

“En esta línea y por último, vamos a encontrar dentro del artículo 89, que se refiere a las facultades del poder ejecutivo (Presidente de la República), la mención en su fracción I, que es de su competencia, proveer en la esfera administrativa la exacta observancia de las leyes expedidas por el Congreso”.

“Es en la anterior disposición, donde una parte de los tratadistas encuentran implícita la facultad del ejecutivo de otorgar concesiones (ya que expresamente no existe una disposición constitucional que lo prevea en forma específica); de igual forma en la fracción XV de este artículo encontramos que es también facultad del ejecutivo conceder privilegios exclusivos por tiempo limitado a los descubridores, inventores o perfeccionadores de algún ramo de la industria (esta disposición está vinculada con el artículo 28 párrafo séptimo), lo que bien podríamos encontrar como concesiones”.¹⁴

Con el objeto de aportar mayores elementos sobre el tema de las concesiones, agregaremos que en términos generales, para otorgar concesiones se toman en cuenta los siguientes aspectos:

- En primer lugar, que se realice con base en lo dispuesto por las leyes aplicables en la materia.
- Que la concesión sea por interés general.
- Que no sean de las áreas proscritas por la ley.
- Que se asegure la eficiencia en la prestación del servicio o en la prestación del bien.
- Que se evite el fenómeno del monopolio.

En la actualidad en nuestro país contamos con ejemplos de concesión y que complementan los esfuerzos de las autoridades para aumentar en cantidad y calidad los servicios públicos. Estas concesiones han tenido especial relevancia en la construcción de carreteras y en la prestación de los servicios de agua potable y alcantarillado. Es incipiente su aplicación en proyectos de plantas tratadoras de basura y de aguas residuales, aunque existen esfuerzos de las autoridades y los particulares por ampliar este esquema de participación hacia éstas y otras actividades.

1.3.2. La Construcción de Obras Públicas Mediante las Contribuciones y Aportaciones Basadas en el “Principio del Beneficio”.

Quedan englobadas dentro de las contribuciones especiales y aportaciones basadas en el “Principio del Beneficio” las siguientes:

14. "El Régimen Jurídico de la Concesión en México", elaborado y publicado por Indetec 1993, pp. 82 y 83.

- Contribuciones por Plusvalía
- Contribuciones por Mejoras
- Aportaciones para Obras Públicas

Cuando las autoridades locales recurren a los tipos anteriores de financiamiento para la construcción de obras de equipamiento urbano, se dice que en estos casos se está aplicando el “Principio del Beneficio”,¹⁵ el cual está basado en que la contribución de los particulares al financiamiento del presupuesto (para una obra pública), está en función de los beneficios particulares que se reciban del gasto público (a través de esa obra pública).

Para aplicar el “Principio del Beneficio” se necesita que se cumplan cuatro condiciones básicas:

- Que sea posible identificar a los beneficiarios directos del gasto público
- Que el beneficio recibido pueda cuantificarse
- Que el cobro de tributos sustentados en este principio sea administrativamente factible
- Que el impacto de la distribución de la carga impositiva permita mantener la equidad

Enseguida presentamos los principales conceptos que distinguen a cada una de las contribuciones especiales y aportaciones, las cuales son muy útiles para la concreción de obras de interés colectivo.

1.3.2.1. Las Contribuciones por Plusvalía

Este es un sistema que ha tenido mucha aplicación y que se refiere a la construcción de obras que realiza la autoridad y cuyo cobro está proporcionalmente determinado por el beneficio que cada vecino recibe. Cabe aclarar que las obras públicas que llevan a cabo los gobiernos locales tienen como objetivo proporcionar servicios para toda la población de la entidad o municipio. Sin embargo, esas erogaciones pueden proporcionar un beneficio diferencial a una parte de la población, a través del incremento en el valor de su bien inmueble, también llamado plusvalía.

15. Este tema se aborda con una mayor amplitud y profundidad en el siguiente trabajo: “Recuperación de Créditos por Obras y Servicios Públicos Locales a Través de las Contribuciones Especiales y Aportaciones Basadas en el Principio del Beneficio”, elaborado por Indetec 1993.

Este incremento de valor no se produce para todos los bienes raíces ubicados en el municipio o la localidad donde se ejecuta la obra pública, y desde luego que tampoco esta variación en el valor es igual para todos los bienes incluidos en la zona de influencia de la obra; o dicho de otro modo, no se genera un beneficio igual para todos los inmuebles, sino que éste comprende una zona de influencia limitada y dentro de la que el beneficio se distribuye de manera desigual entre los predios, atendiendo fundamentalmente a la proximidad física a la obra. El aspecto central es que aquellos inmuebles más cercanos recibirán un mayor beneficio, el cual está medido por el incremento ocurrido en su valor. Por lo tanto, en este caso se deberá pagar un monto más grande por concepto de contribución por plusvalía.

Ejemplos de estas obras son las siguientes:

- La creación de parques, jardines y plazas públicas.
- La apertura y ampliación de calles
- La construcción de carreteras estatales
- La instalación de sistemas de alcantarillado

1.3.2.2. Contribuciones por Mejoras

Muchas de las inversiones públicas estatales o municipales sólo benefician a aquellos bienes inmuebles con una conexión directa a la obra, que tienen frente a la misma o que reciben de manera exclusiva el servicio que proporcionan tales obras.

Las contribuciones por mejoras se establecen a cargo de las personas físicas y morales que se benefician de manera directa por la realización de las obras públicas, y su forma de aplicación se sustenta en la derrama del costo neto de dichas obras entre los beneficiarios directos. En estas contribuciones, la autoridad exige a los propietarios de inmuebles ubicados en el área geográfica donde se ejecuta la obra su contribución para el financiamiento de las mismas, en razón de que reciben un beneficio diferencial, es decir, se benefician directamente del servicio que la obra proporciona.

Ejemplos de estas obras son las siguientes:

- Obras de alumbrado público.
- Instalación de redes para agua potable.

- Creación o ampliación de sistema de drenaje.
- Pavimentación de calles.
- Electrificación de zonas urbanas y rurales.
- Construcción de guarniciones y banquetas.
- Obras de ornato.

1.3.2.3. Aportaciones para Obras Públicas

Las aportaciones para obras públicas son otra alternativa para el financiamiento de los proyectos públicos locales, las cuales difieren de las otras dos formas de financiamiento, en el sentido de que estas aportaciones no son adoptadas de manera unilateral por el poder público, sino que implican el acuerdo y aceptación de los contribuyentes.

La elección de la alternativa de organización más acorde para llevar a cabo la fijación y cobro de las aportaciones para obras públicas dependerá de las características propias de los proyectos y el interés de los contribuyentes y de su grado de organización.

El tipo de obras públicas que pueden financiarse a través de este sistema es básicamente aquél en que resulta fácil la identificación de los beneficiarios. Por esta razón, este sistema se aplica más frecuentemente sólo a obras que generan un “beneficio local”, pues en ese tipo de proyectos la utilidad proporcionada al particular se manifiesta con un servicio público del que puede hacerse uso de manera individualizada, como es el caso del agua potable, drenaje, las banquetas, guarniciones, alumbrado público, pavimentación y electrificación.

1.3.3. Los Consejos de Colaboración Municipal

Este es un modelo de organización en el cual los particulares se coordinan con las autoridades municipales para la realización de obras de beneficio colectivo. Cada estado de la República tiene un tratamiento especial para este tipo de modalidad de colaboración ciudadana con el municipio respectivo.

Su reglamentación generalmente se encuentra en la Ley Orgánica Municipal o en la Ley de Desarrollo Urbano de cada estado de la República, o bien en las leyes equivalentes a las anteriores.

En el caso del estado de Jalisco, la “Ley de Desarrollo Urbano del Estado de Jalisco”, establece lo siguiente:

“Los consejos de colaboración municipal son los organismos de participación social en la gestión del desarrollo urbano municipal. Tendrán personalidad jurídica propia para adquirir bienes y celebrar actos jurídicos, con el propósito de participar en la acción urbanística, ejecutando obras de interés colectivo en su municipio, cuando beneficien en forma directa o comunitaria a los habitantes o propietarios de predios o fincas de una zona, barrio o colonia del centro de población, quienes estarán obligados a colaborar para su ejecución conforme al procedimiento establecido en la Ley.”¹⁶

Asimismo, de acuerdo con lo que expresa la misma ley, los Consejos de Colaboración Municipal radicarán en las cabeceras municipales correspondientes y se integrarán por:

- I. El Presidente Municipal;
- II. El Presidente de la Comisión de Planeación Socioeconómica y Urbanización o el regidor comisionado, en su caso;
- III. El titular de la dependencia municipal a que se refiere la fracción XXXVI del artículo 6 de esta Ley (Obras Públicas);
- IV. Los representantes designados por cada uno de los organismos y grupos organizados de la localidad, que se citan a continuación:
 - a). La Cámara Nacional de Comercio;
 - b). La Cámara Nacional de la Industria de la Transformación;
 - c). La Cámara Nacional de la Industria de la Construcción;
 - d). La Cámara Nacional de Empresas de Consultoría;
 - e). La Cámara de la Propiedad Urbana;
 - f). El colegio mayoritario de arquitectos;

16. Ley de Desarrollo Urbano del Estado de Jalisco, Diario Oficial “El Estado de Jalisco”, 13 de Julio de 1993, artículo 35, pág. 11 y 12.

- g). El colegio mayoritario de ingenieros civiles;
- h). La organización mayoritaria de peritos valuadores;
- i). El Centro Bancario;
- j). La organización mayoritaria de los ejidatarios, comuneros trabajadores agrícolas;
- k). La organización mayoritaria de propietarios rurales;
- l). La Asociación Ganadera Local;
- m). Los clubes sociales y de servicio;
- n). La Delegación del Comité Nacional Mexicano del Consejo Internacional de Monumentos y Sitios (ICOMOS);
- o). Las dos organizaciones obreras mayoritarias, conforme su registro en la Junta Local de Conciliación y Arbitraje;
- p). El sindicato patronal registrado ante la Junta Local de Conciliación y Arbitraje; y
- q). Las dos organizaciones mayoritaria de asociaciones de vecinos en el Municipio, conforme las disposiciones que reglamenten su constitución y reconocimiento.

De conformidad con el artículo 40 de la Ley de Desarrollo Urbano antes señalada, las atribuciones de los Consejos de Colaboración Municipal son las siguientes:

- Recibir y canalizar ante el Ayuntamiento las opiniones y propuestas que formule la comunidad, respecto a sus necesidades de obras y servicios urbanos;
- Opinar en los procesos de consulta, convocados por el Ayuntamiento, a fin de elaborar, revisar y evaluar los programas y planes de desarrollo urbano;
- Opinar respecto del Reglamento de Construcción;
- Opinar sobre los proyectos de infraestructura urbana de importancia regional y municipal;

- Gestionar la participación de las dependencias federales y estatales, así como de personas e instituciones privadas en todo aquello que contribuya al desarrollo urbano del Municipio;
- Percibir y aplicar los recursos derivados de permuta de áreas de cesión para destinos, conforme a los respectivos planes parciales de urbanización y las disposiciones específicas de esta Ley;
- Gestionar y ejecutar obras mediante el sistema de acción urbanística por concertación, cuando exista el acuerdo de propietarios de predios o promotores asociados con ellos, que tengan interés en realizarlas;
- Proponer al Ayuntamiento la prestación de nuevos servicios o el mejoramiento de los existentes, según bases de colaboración particular de acuerdo con las prioridades expresadas por los distintos grupos que integran la comunidad;
- Promover y organizar la concertación y colaboración de los particulares en proyectos de obras de urbanización, equipamiento y servicios urbanos, emprendiendo las siguientes acciones:
 - a). Realizar los estudios, elaborar los planes parciales de urbanización, gestionar su autorización y llevar a cabo la ejecución de las obras de urbanización, así como la prestación de servicios públicos en su Municipio, siempre y cuando sean de beneficio directo o comunitario para su población;
 - b). Informar a la población de su Municipio sobre los proyectos de obras que se proponga ejecutar así como de sus resultados;
 - c). Con fundamento en el plan parcial de urbanización que se autorice, gestionar a través del Ayuntamiento, la adquisición o la expropiación de los predios y fincas que requieran para ejecutar obras de urbanización y edificación;
 - d). Establecer las bases para el financiamiento de obras y servicios;
 - e). Formular las bases para determinar las cuotas a cargo de los beneficiarios de las obras y servicios que promueva y ejecute; y
 - f). Formular las bases, expedir las convocatorias y tomar decisiones relativas a concursos para la contratación de obras y servicios.

- Suscribir los contratos y títulos de crédito necesarios para la realización de obras y servicios en unión de las autoridades municipales y estatales, en su caso, y vigilar el cumplimiento de las referidas contrataciones;
- De acuerdo con el Ayuntamiento respectivo, ejercitar las acciones y reclamar las responsabilidades que procedan por el incumplimiento de los contratos celebrados para ejecutar obras y prestar servicios;
- Solicitar al Ayuntamiento la ejecución de obras por administración, en caso de declararse desierto el concurso correspondiente o incumplimiento del contrato designado;
- En general, ejecutar todas las acciones necesarias para el mejor cumplimiento de sus fines en la promoción del desarrollo de su comunidad, conforme a las disposiciones de esta Ley y su reglamento municipal.

Cabe mencionar la estrecha relación que tiene o puede llegar a tener el Consejo de Colaboración Municipal con todas y cada una de los demás mecanismos de colaboración aquí expuestos, principalmente con la realización de obras que están sustentadas en contribuciones basadas en el principio del beneficio, las cuales fueron reseñadas en la sección anterior. En ese caso el Consejo de Colaboración Municipal podría ser el conducto para la organización y ejecución de las obras respectivas, aunque teóricamente sus funciones podrían tener ingerencia en todos los demás mecanismos de colaboración que aquí estamos comentando, es decir, dependiendo de cómo esté organizado el Consejo en cada estado de la República, éste podría ser el órgano en donde se definen las prioridades de los proyectos en todo el municipio y las otras formas de colaboración, como es el caso de las asociaciones de vecinos o bien la concesión a los particulares, según sea la característica del proyecto de que se trate.

1.3.4. Las Juntas de Colonos o Asociaciones de Vecinos

Esta es una modalidad que se ha venido imponiendo a lo largo y ancho del país y que en términos generales consiste en que los vecinos de una colonia, barrio o centro de población, forman una asociación de colonos la cual tiene por objeto colaborar con las autoridades municipales en la prestación de los servicios públicos.

Normalmente se registran como asociaciones civiles y establecen sus estatutos, los cuales contienen los siguientes aspectos:

- El Objeto y patrimonio
- Organización y administración
- Proporcionalidad de las cuotas
- Cobranza
- Reglamentos para construcciones y remodelaciones en la colonia
- Reglamentos para el comercio
- Lineamientos ecológicos

Estas asociaciones de vecinos también se conocen como formas de “participación ciudadana” y que es una colaboración con las autoridades para el mejoramiento de la prestación de los servicios básicos, estableciendo para ello cuotas a los asociados.

Recientemente, en el Estado de Jalisco, se llevó a cabo una reforma en la Ley Orgánica Municipal¹⁷, en la cual aparecen adiciones importantes para el caso que nos ocupa, ya que en el título séptimo incorpora de manera amplia el aspecto de la organización y participación vecinal.

A continuación presentamos los puntos más importantes contenidos en el capítulo denominado “De las Asociaciones de Vecinos”, comprendido en el título séptimo antes señalado. Destacamos sólo los puntos más indispensables para el objeto del presente trabajo.

- Es de interés social la creación y funcionamiento de asociaciones que organicen y representen a los vecinos de las colonias, barrios, zonas y centros de población, que en los términos de este Título, colaboren con los ayuntamientos en la promoción, ejecución y mantenimiento de obras de infraestructura y equipamiento; en la prestación de los servicios públicos necesarios para la convivencia de los habitantes; y en general, en el desarrollo de mejores condiciones de vida en los asentamientos humanos.
- Las asociaciones de vecinos a que se refiere el presente Título, son organismos municipales auxiliares de participación social, tendrán per-

17. Periódico Oficial del Estado, “El Estado de Jalisco”, Decreto 15101, que reforma y adiciona diversos artículos y se le cambia la denominación al Título Séptimo de la Ley Orgánica Municipal, con fecha del 15 de julio de 1993, No. 42, secc.II.

- sonalidad jurídica propia y representarán, dentro del ámbito de su competencia, a los habitantes de la colonia, barrio, zona o centro de población en donde se constituyan, en la gestión de asuntos relacionados con el desarrollo urbano, mejoramiento del medio ambiente y prestación de servicios públicos...
- Se les reconocerá capacidad jurídica para obtener la titularidad de concesiones en la prestación de los servicios,...en forma total o parcial, celebrando convenios y contratos con el ayuntamiento o el organismo público descentralizado responsable en su administración;
 - Las asociaciones solicitarán su reconocimiento y se registrarán ante el ayuntamiento de su jurisdicción, presentando sus estatutos y reglamentos para autorización del Cabildo;
 - Se señalan los puntos que deberán contener los estatutos como son: objeto de la asociación y personalidad jurídica, derechos y obligaciones de los asociados, el procedimiento para elegir la directiva, etc..
 - En los estatutos se señalarán las aportaciones obligatorias y voluntarias que harán los asociados y el procedimiento para su autorización, cuantificación y cobro.
 - Las asociaciones de vecinos que funcionen conforme las disposiciones del presente Título, tendrán las siguientes atribuciones:
 - Representar a los habitantes y propietarios, sin distinción de ideología política, nacionalidad, religión y nivel económico, en la gestión urbana de su colonia, barrio, zona o centro de población;
 - Solicitar su registro ante el ayuntamiento del municipio que corresponda, para los efectos del reconocimiento de su participación.
 - Solicitar que la Tesorería Municipal proceda a requerir el pago de las cuotas vencidas de los usuarios de la colonia, barrio o zona, por medio de la facultad económico coactiva, considerándose para este efecto créditos fiscales. La autoridad fiscal informará mensualmente a la asociación, haciéndole entrega de las cantidades correspondientes a los créditos que haya cobrado, a efectos de que ésta los aplique al cumplimiento de sus fines.

- Los habitantes y propietarios de predios y fincas, en relación con la organización y participación vecinal, tendrán los siguientes derechos y obligaciones:
- Pagar a la asociación las cuotas autorizadas para el sostenimiento de sus actividades y las correspondientes a los servicios públicos que administre;
- Las asociaciones de vecinos podrán colaborar y participar en la prestación de servicios públicos, conforme las siguientes bases:
- La prestación de los servicios públicos municipales no será obligatoria para las asociaciones de vecinos. Podrá celebrar convenios o asumir mediante concesión, la administración total o parcial de un servicio público.
- Cuando una asociación asuma la prestación de un servicio público, será reconocida como organismo municipal descentralizado. Las modalidades y términos para la administración del servicio, se precisarán en la concesión que se otorgue...
- Los convenios y concesiones que se autoricen, para colaborar y administrar un servicio público precisarán (entre otros puntos):
- El procedimiento para determinar, revisar y autorizar las tarifas.
- Los medios para requerir de los usuarios del pago de las cuotas vencidas, por medio de la facultad económico coactiva.
- El procedimiento para restringir la prestación de los servicios, en tanto se considere en mora al usuario que no cubra oportunamente sus aportaciones.
- Los ayuntamientos promoverán la organización y participación de los vecinos, con las siguientes atribuciones:
- Expedir los reglamentos para normar las relaciones de las organizaciones vecinales con el municipio y autorizar los estatutos y reglamentos de las asociaciones;
- Exigir el pago de las cuotas vencidas de los usuarios de la colonia, barrio o zona, por medio de la facultad económico coactiva, a solicitud de las asociaciones respectivas.

En la Ley de Desarrollo Urbano del Estado de Jalisco, la cual fue mencionada en la sección anterior, se contempla la formación de asociaciones de colonos y se reconocen funciones importantes para estas agrupaciones. En efecto, el artículo 41 de esta ley establece lo siguiente:

“Las asociaciones de vecinos constituidas conforme las disposiciones de la Ley Orgánica Municipal, como organismos de participación social en la gestión del desarrollo urbano de una zona, barrio o colonia del centro de población, para efectos de este ordenamiento tendrán las siguientes atribuciones:

- I. Elaborar el proyecto de Plan Parcial de Urbanización correspondiente a su zona, colonia o barrio, para su propuesta ante el Ayuntamiento;
- II. Promover ante el Ayuntamiento se expida o revise el Plan Parcial de Urbanización correspondiente a su zona, colonia o barrio, procediendo conforme a la fracción anterior o presentando propuestas específicas y solicitando se integre el proyecto respectivo;
- III. Convocadas por el Ayuntamiento y el Consejo de Colaboración Municipal, opinar en relación a las acciones urbanísticas y las declaratorias de usos y destinos, propuestas en proyectos de programas o planes de desarrollo urbano que los afectan;
- IV. Vigilar el cumplimiento de las disposiciones autorizadas en el Plan Parcial de Urbanización correspondiente a su zona, barrio o colonia, por parte de las autoridades y los particulares; y
- V. Representar a los vecinos de su zona, colonia o barrio, en la defensa de sus legítimos intereses, cuando éstos resulten afectados por actos de autoridades o particulares, en las materias que regula la presente Ley.

Como ya lo vimos anteriormente, en esa ley también se estipula que las dos organizaciones mayoritarias de asociaciones de vecinos en el municipio, formarán parte del Consejo de Colaboración Municipal, con lo que se fortalece y se le da una mayor presencia a la participación ciudadana en la gestión del equipamiento urbano y el mejoramiento social.

En el presente capítulo de nuestro trabajo hemos visto el contexto nacional e internacional en el cual se están desempeñando las finanzas locales, y también las diferentes variantes que han adoptado los esfuerzos de los gobiernos locales para buscar mecanismos viables y con ello sustentar

económicamente las obras que implican los servicios públicos, mecanismos que se aprecian condensados en el **Cuadro No. 2.**

CUADRO NO. 2
MECANISMOS PARA EL FINANCIAMIENTO DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS



No obstante los esfuerzos y las tareas realizadas, aún quedan proyectos de alta prioridad para el desarrollo urbano, prácticamente en todos los rubros de lo que podríamos considerar como inversiones productivas, y los recursos de las haciendas locales no crecen en la forma deseable. Existen limitaciones para allegarse recursos, en todas y cada una de sus fuentes de ingresos, por esta razón se deben seguir fortaleciendo esos rubros y con ellos la gama de opciones de financiamiento para enfrentar el reto del equipamiento urbano y el mejoramiento social.

CAPITULO 2.

MARCO CONCEPTUAL E INSTITUCIONAL DEL MERCADO DE VALORES _____

Hoy por hoy el mercado de valores es una opción para el financiamiento público local. Empero, se reconoce que es bajo el volumen de las operaciones que actualmente llevan a cabo los gobiernos locales, y entre las causas de esa situación mencionaremos las siguientes:

- a) Escasa difusión en el medio de las haciendas locales de los mecanismos por los que se rige el mercado de valores.
- b) Hasta hace muy poco tiempo, el plazo y el costo al que se emitían los valores, así como el costo del crédito, hacían poco atractivo este esquema de financiamiento.
- c) Vacío de reglamentación para la emisión de los valores de los gobiernos locales.

A través de este capítulo y el próximo, trataremos de contribuir para que el mercado bursátil, en la medida de lo posible, tenga mayor presencia a la hora de las decisiones financieras por parte de las autoridades hacendarias locales.

En primer lugar, en este capítulo nos dedicaremos a exponer los principales elementos de que está compuesto el mercado de valores. En la medida de que se conozca más ampliamente este nuevo camino, estaremos mejor preparados para evaluar sus alcances, así como también sus limitaciones, en la inteligencia de que el mercado de valores está evolucionando rápidamente y que para cada obstáculo siempre podría haber una solución. 43

2.1. CONCEPTOS ELEMENTALES DEL MERCADO DE VALORES

En este primer apartado nos proponemos enunciar los principales elementos del mercado de valores, con el objeto de comprender el desarrollo posterior del trabajo. Estos elementos constituyen el universo elemental de términos que se emplean en el medio bursátil.

2.1.1. Fundamentos del Mercado de valores

En primer lugar, señalaremos que de acuerdo con el Artículo 3º de la Ley del Mercado de Valores, son valores las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa. El mercado de valores es el medio a través del cual se efectúa la transferencia de fondos que provienen de inversionistas o ahorradores, así como de instituciones que desean realizar inversiones, hacia empresas o entidades que requieren financiamiento. Estas últimas se caracterizan por tener un ahorro insuficiente para satisfacer sus necesidades de consumo o de inversión en activos reales, y a las cuales se les conoce como Unidades Económicas Deficitarias de ahorro. El caso opuesto lo forman las Unidades Económicas Superavitarias.

Una unidad económica podría estar representada por alguna de las categorías que aparecen a continuación:

- o Personas físicas
- o Empresas o Instituciones No Financieras
- o Instituciones financieras
- o Gobierno federal
- o Gobiernos locales

El financiamiento que llevan a cabo las diferentes unidades económicas se formaliza mediante documentos que emite la unidad económica que requiere recursos económicos. A la unidad que emite tales documentos se le denomina la “emisora” y los documentos reciben el nombre genérico de “títulos, valores o instrumentos financieros”.

Se considera “oferta pública de valores” la que se haga por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar

o adquirir títulos o documentos como acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa.

De acuerdo con Martín Marmolejo¹⁸, los principales beneficios para la economía, derivados del funcionamiento de un mercado público de valores, son los siguientes:

- Diversifica la propiedad empresarial entre el mayor número posible de inversionistas, ya que prácticamente a cualquier ahorrador, aun a los pequeños, a través de los diferentes instrumentos del mercado de valores, se les brinda acceso a un conjunto de alternativas de inversión que de otra forma simplemente son inalcanzables para el ciudadano común.
- Asegura que básicamente sean los inversionistas mexicanos los que financien el desarrollo del país, sin limitar el acceso al muy sano y deseable complemento que representa la inversión extranjera.
- Promueve el ahorro y la inversión: lo que equivale a un tanto cuanto a desalentar el consumo y los gastos superfluos entre los inversionistas participantes en el mercado de valores. A su vez, contribuye a mantener la tendencia de creación de empleos.
- Facilita el mantener un equilibrio adecuado en las empresas, entre sus pasivos y el capital permanente.

2.1.2. El Mercado Primario

La operación mediante la cual una emisora otorga títulos a cambio de fondos que recibe, ya sea en calidad de préstamo o de aportaciones de capital, se conoce como colocación o venta de mercado primario. A dichos títulos se les denomina títulos primarios.

La operación mediante la cual una entidad adquiere títulos a cambio de los fondos que otorga, se conoce como compra de o inversión en títulos o valores, de ahí que al adquirente de valores se le conozca como inversionista financiero. Si esta operación representó el ingreso de recursos frescos para la unidad emisora, en este caso estamos hablando del mercado primario.

18. Martín Marmolejo G., Inversiones: Práctica, Metodología, Estrategia y Filosofía, editado por el Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A. C., pág. 33-34.

2.1.3. Mercado Primario Bursátil y Mercado Primario Extrabursátil

Existen dos formas de colocar valores en el mercado primario: una es a través del mercado primario bursátil, en donde la primera venta o colocación primaria de títulos se hace a través de las bolsas de valores y la otra forma es la extrabursátil que, como su nombre lo dice, la primera venta o colocación de títulos se hace fuera de las mismas. Para ejemplificar señalaremos que los instrumentos gubernamentales típicamente se colocan en el mercado primario extrabursátil a través de subastas en el Banco de México o en alguna otra institución designada para ese efecto, el caso más conocido es el de los CETES. Por otra parte, un ejemplo del mercado primario bursátil lo tenemos en las acciones, obligaciones, certificados de participación, etc., los cuales se venden por primera vez y su colocación primaria se hace a través de la Bolsa Mexicana de Valores.

2.1.4 El Mercado Secundario

A través del concepto de mercado secundario estamos representando las actividades de compraventa de títulos en el mercado de valores y los recursos que tales operaciones representan, ya no ingresan a las unidades emisoras, como sucede en el mercado primario, sino que son un simple trato entre los inversionistas participantes. En caso de que sólo existiera el mercado primario, para adquirir un título primario en un mercado primario, un inversionista o ahorrador, tendría que acoplar sus necesidades con el monto y plazo de vencimiento del título que compró y tendría que aguantarse hasta su vencimiento, esto hace la colocación primaria bastante rígida y limitada. Una de las grandes revoluciones en los mercados financieros fue el surgimiento de los mercados secundarios; en ellos, los valores pueden ser vendidos antes de su fecha de vencimiento, de esta forma, los inversionistas adquieren mayor liquidez y menor riesgo en la operación de valores primarios, ya que existe la posibilidad de deshacerse de ellos, de acuerdo a las expectativas que ofrezca el mercado.

Aquí es donde cobra importancia el concepto de institución financiera, ya que la participación de los inversionistas, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, invariablemente deberá ser a través de una institución financiera.

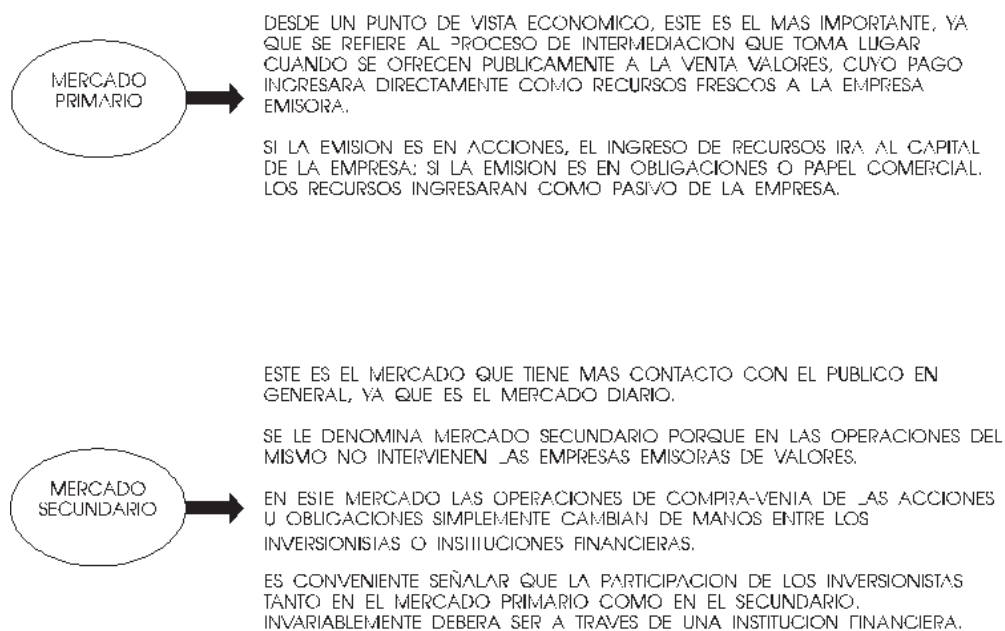
Es importante hacer los siguientes comentarios acerca de los mercados primarios y secundarios. Si bien los mercados secundarios permiten a los tenedores de títulos o de valores primarios venderlos antes de su fecha de vencimiento, los fondos involucrados ya no ingresan a la emisora de los

mismos. Esto es, la compraventa de títulos primarios en los mercados secundarios, no constituye una actividad de financiamiento a las empresas o emisoras de valores, sólo otorga mayor flexibilidad, liquidez y menor riesgo al tenedor de dichos títulos. Este hecho facilita la colocación de títulos en los mercados primarios, ya que al otorgar al inversionista la facilidad de venderlos en los mercados secundarios, éste tendría una mayor disposición a efectuar, en ese momento o en el futuro, otras operaciones en el mercado primario.

En el **Cuadro No. 3**, se exponen las diferencias principales entre el mercado primario y el secundario y, como podrá comprobarse, la más importante de ellas es que en el mercado secundario, los títulos simple y sencillamente se intercambian entre inversionistas, sin que ello tenga que ver con las unidades económicas que originalmente emitieron los valores.

CUADRO NO. 3

EL MERCADO PRIMARIO Y EL MERCADO SECUNDARIO



2.1.5. La Intermediación Financiera

La intermediación financiera es el conjunto de actividades encaminadas a facilitar el flujo de fondos y el intercambio o compraventa de valores.

Un intermediario financiero es aquel que está autorizado por parte de las autoridades financieras del país para participar en el mercado de valores

como puente entre las unidades económicas que desean colocar o vender valores y las unidades económicas que desean comprar o invertir en títulos o valores.

Asimismo, los intermediarios financieros (una Casa de Bolsa), como veremos más adelante, son los encargados de promover, estructurar, negociar, coordinar y ejecutar una colocación de títulos en el mercado de valores.

Los intermediarios financieros poseen un gran conocimiento del mercado y la habilidad necesaria para asesorar a las unidades económicas que desean colocar valores, así como a las que tienen interés en invertir sus excedentes financieros en la compra de los mismos.

2.1.5.1. La Intermediación Directa

En la intermediación financiera directa el intermediario financiero compra títulos para después venderlos, asumiendo los riesgos respectivos de la operación.

2.1.5.2. La Intermediación Indirecta

En la intermediación indirecta el intermediario no compra los valores, sólo asume el papel de agente colocador de los mismos.

2.1.5.3. Títulos o Valores Secundarios

Como vimos en los puntos anteriores, los intermediarios financieros participan en la compra, venta y colocación de títulos en los mercados primario y secundario. Además de lo anterior, cumplen otra función muy importante: con el respaldo de los valores primarios que compran, los intermediarios financieros pueden emitir sus propios valores, con diferente plazo de vencimiento y monto, más acordes a las necesidades que ellos perciben en el mercado; a estos documentos se les denomina títulos o valores secundarios. Los títulos secundarios, entonces, están soportados por los títulos primarios que el intermediario mantiene en su poder. Esta función de los intermediarios, a la vez que ayuda a la colocación de los valores primarios, aumenta la variedad de los instrumentos en favor de las necesidades de los inversionistas.

2.1.6. Clasificación del Mercado por la Naturaleza de los Valores

Esta clasificación del mercado surge cuando se toman en cuenta factores como los riesgos y la liquidez de los títulos o valores primarios o secundarios.

2.1.6.1. Mercado de Dinero

Lo constituyen instrumentos, títulos financieros o valores de corto plazo (plazo de vencimiento por lo general menor de un año), aunque algunos instrumentos pueden exceder con mucho este término de tiempo; de cualquier forma se les considera propios de este mercado, debido a su rendimiento seguro y además por la razón de que su emisor no los colocó para destinar los recursos respectivos a la formación de capital fijo, como generalmente sucede en el mercado de capitales. Otro signo distintivo de este mercado es su alta bursatilidad, es decir, cuando los valores son fácilmente comercializables, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario. En este mercado los adquirentes de los valores invierten sus fondos con la expectativa de recuperarlos con prontitud, y los emisores los requieren para mantener equilibrados sus flujos de ingresos y egresos. Los instrumentos del mercado de dinero representan una deuda o un crédito colectivo, según se vea desde el punto de vista de quien los emite o de quienes los compran, y que típicamente se colocan o venden a descuento, o sea que su precio es menor a su valor nominal. Los títulos operados en este mercado son:

- Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES)
- Pagaré de la Tesorería de la Federación (PAGAFES)
- Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS)
- Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES)
- Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial con Rendimiento Capitalizable (BONDIS)
- Bonos Ajustables del Gobierno Federal (AJUSTABONOS)
- Petropagaré
- Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV)
- Aceptaciones Bancarias (AB'S)
- Papel Comercial (PC)
- Bonos Prendarios (BP)

2.1.6.2. Mercado de Capitales

Este otro caso de mercado es el que está compuesto por instrumentos, títulos financieros o valores de mediano y largo plazos (por lo general mayor a un año). Aquí cabe señalar que el intercambio de estos valores o sea su bursatilidad es variable. El mercado de capitales permite la concurrencia de los fondos procedentes de personas físicas y morales con los demandantes de dichos recursos, que en este caso son empresas o instituciones que normalmente los solicitan para destinarlos a la formación de capital fijo. Los instrumentos que integran a este mercado son colocados con una expectativa de recuperación o vencimiento a largo plazo. Los instrumentos de inversión que caracterizan a este mercado son:

- Acciones
- Certificados de Participación Ordinarios
- Obligaciones
- Pagaré a Mediano Plazo
- Bonos de Indemnización Bancaria (BIB'S)
- Bonos de Renovación Urbana (BORES)
- Obligaciones Telmex

2.1.6.3 Mercado de Metales

Además del mercado de dinero y el mercado de capitales, agregaremos que existe un tercer grupo de instrumentos de inversión, el “mercado de metales”, que es el que está formado por metales amonedados, cuyo plazo de vencimiento es indeterminado, la bursatilidad es variable y el gobierno federal actúa como emisor. A este mercado acuden a comprar o vender, aquellas unidades económicas que desean equilibrar sus flujos de efectivo, y los instrumentos que lo caracterizan son los siguientes:

- Onza Troy de Plata
- Centenarios
- Ceplatas

En el **Cuadro No. 4**, expresamos las principales características de los mercados comentados.

CUADRO NO. 4

CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS

MERCADOS	PLAZO	OBJETO
MERCADO DE DINERO	GENERALMENTE TÍTULOS A CORTO PLAZO Y DE GRAN LIQUIDEZ	ESTOS INSTRUMENTOS ESTÁN ORIENTADOS A EQUILIBRAR EL FLUJO DE RECURSOS DEL EMISOR
MERCADO DE CAPITALES	SON INSTRUMENTOS A MEDIANO Y LARGO PLAZO	ESTOS INSTRUMENTOS ESTÁN ORIENTADOS A LA FORMACIÓN DE CAPITAL FLUJO DEL EMISOR
MERCADO DE METALES	INVERSIONES A PLAZO INDETERMINADO	ESTAS INVERSIONES ESTÁN ORIENTADAS A EQUILIBRAR EL FLUJO DE RECURSOS

2.1.7. Instrumentos de Renta Fija y de Renta Variable

Esta clasificación surge cuando se considera el rendimiento como patrón de referencia, o sea, que el rendimiento puede ser predeterminado o bien el rendimiento puede ser variable, sujeto al desempeño económico de la emisora. Asimismo, otro elemento que pesa para hacer la distinción entre los instrumentos, es el plazo de vencimiento de los valores, ya que éste puede estar previamente determinado en el acto de emisión de los valores o bien ser indefinido, como es el caso de las acciones.

2.1.7.1. Instrumentos de Renta Fija

Estos instrumentos tienen un plazo definido y proporcionan un rendimiento que se determina de acuerdo a reglas o condiciones pactadas y estipuladas con anterioridad a su adquisición, es decir, los valores de renta fija son aquellos que proporcionan rendimiento a un plazo determinado. Si a

estos valores se les considera desde el punto de vista de la emisora, representan una deuda; ahora bien, si se les considera desde el punto de vista de los compradores o inversionistas, representan un crédito colectivo.

Este rendimiento puede ser fijo o variable, sólo que la forma de cálculo del rendimiento deberá quedar predeterminada al momento de adquisición de los títulos respectivos. Tal vez por ello el nombre más adecuado para estos instrumentos debiera ser el de “Renta Predeterminada”, aunque comúnmente se les llama de renta fija. Entre los instrumentos de este tipo se encuentran los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), el Papel Comercial (PC) y los Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV).

2.1.7.2. Instrumentos de Renta Variable

Por su misma naturaleza, estos títulos o valores no pueden determinarse mediante ningún mecanismo predefinido de cálculo. Su rendimiento está en función de tres factores: a). Desempeño económico-financiero de su emisor; b). De las fluctuaciones del mercado, determinadas a su vez por la oferta y por la demanda; c). Finalmente, su rendimiento puede estar afectado por una combinación de ambos factores. En este caso se encuentran las acciones y los metales amonedados y como podrá inferirse, el vencimiento de estos instrumentos no está determinado, o sea que tienen un plazo de vencimiento indefinido.

2.1.8. Los Emisores de Valores y los Inversionistas

En este apartado veremos a las entidades o unidades económicas que requieren financiamiento y que acuden al mercado de valores para obtenerlo, y a quienes tienen excedentes financieros y tratan de colocarlos.

2.1.8.1. Los Emisores de Valores

Una emisión de valores es cuando una unidad económica emite títulos de propiedad (las acciones emitidas por las empresas), o bien cuando una unidad económica emite títulos de crédito (por ejemplo, las obligaciones emitidas por las empresas y el gobierno).

En nuestro país existen tres grandes grupos de emisores de valores y que describimos a continuación:

- Sector Público. El sector público está compuesto por el gobierno federal, gobiernos locales, instituciones y organismos gubernamentales y empresas gubernamentales.

- Sector Privado. El sector privado está compuesto por dos apartados: instituciones financieras (bancarias y no bancarias) y empresas no financieras.
- Sector Paraestatal. Empresas con participación de capital gubernamental y de capital privado.

2.1.8.2. *Los Inversionistas*

Sobra decir la importancia que los mismos tienen para el desarrollo del mercado de valores. Los inversionistas son aquellos que mantienen excedentes financieros o fondos de ahorro y que deciden canalizarlos hacia las inversiones financieras. Los objetivos que persiguen los inversionistas en la compra de estos activos financieros, básicamente son los siguientes:

Minimizar riesgos. Un inversionista tendrá preferencia por aquellos instrumentos que le ofrezcan mayor seguridad para un sano rendimiento, aunque podría optar por aceptar un cierto grado de riesgo con tal de obtener algún rendimiento extra con los valores que posee o piensa adquirir.

Maximizar liquidez. Factor muy destacado es la liquidez que ofrezcan los valores, ya que habrá preferencia por aquellos instrumentos que faciliten que la inversión realizada pueda convertirse en dinero en efectivo, sea para colocarlo en otras inversiones en ese momento más atractivas o bien simplemente para estabilizar su flujo de recursos.

Maximizar rendimientos. Significa magnificar la ganancia que representa una inversión. Para alcanzar este objetivo ocasionalmente un inversionista podría sacrificar parte de los dos objetivos anteriores. Por esta razón en la práctica lo que sucede es que en cada decisión de compra o venta de títulos financieros, siempre está presente una combinación de los tres objetivos, de acuerdo a las circunstancias de cada valor y de cada inversionista.

Lógicamente que cada inversionista tendrá una visión propia con respecto a los diferentes valores que existen en el mercado y ello es precisamente lo que posibilita la existencia de infinidad de operaciones de compra-venta de los instrumentos en el mercado secundario.

Cada inversionista también tendrá una determinada personalidad jurídica y por ello suele efectuarse la siguiente clasificación:

- Personas físicas
- Empresas o instituciones no financieras
- Inversionistas institucionales o Instituciones Financieras¹⁹

En el **Cuadro No. 5**, se expresan nuevamente las unidades económicas que se reconocen en la economía en general y que en el mercado de valores asumen el papel de emisores o de inversionistas y en algunas ocasiones ambas cosas. Nótese aquí el papel que juegan las personas físicas como inversionistas y no así como emisores. Obsérvese también el papel relevante que juegan el gobierno federal y los gobiernos locales como emisores, y no

CUADRO NO. 5
CLASIFICACION DE LAS UNIDADES ECONOMICAS

UNIDADES ECONOMICAS	CLASIFICACION DE LAS UNIDADES ECONOMICAS	
	A) EMISORES	B) INVERSIONISTAS
PERSONAS FISICAS EMPRESAS O INSTITUCIONES NO FINANCIERAS INSTITUCIONES FINANCIERAS GOBIERNO FEDERAL GOBIERNOS LOCALES	<p>SECTOR PUBLICO</p> <p>GOBIERNO FEDERAL GOBIERNOS LOCALES INSTITUCIONES Y ORGANISMOS GUBERNAMENTALES EMPRESAS GUBERNAMENTALES</p> <p>SECTOR PRIVADO</p> <p>INSTITUCIONES FINANCIERAS - BANCARIAS - NO BANCARIAS EMPRESAS NO FINANCIERAS</p> <p>SECTOR PARAESTATAL</p> <p>EMPRESAS CON PARTICIPACION DE CAPITAL GUBERNAMENTAL Y DE CAPITAL PRIVADO</p>	<p>PERSONAS FISICAS EMPRESAS O INSTITUCIONES NO FINANCIERAS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES O INSTITUCIONES FINANCIERAS</p>

como inversionistas. Por la naturaleza misma de las unidades económicas, es el sector privado quien participa activamente, tanto como emisor como de inversionista en el mercado de valores.

19. Se consideran Instituciones Financieras: Aseguradoras, Afianzadoras, Organismos Auxiliares, Bancos, Casas de Bolsa, Especialistas Bursátiles y Sociedades de Inversión.

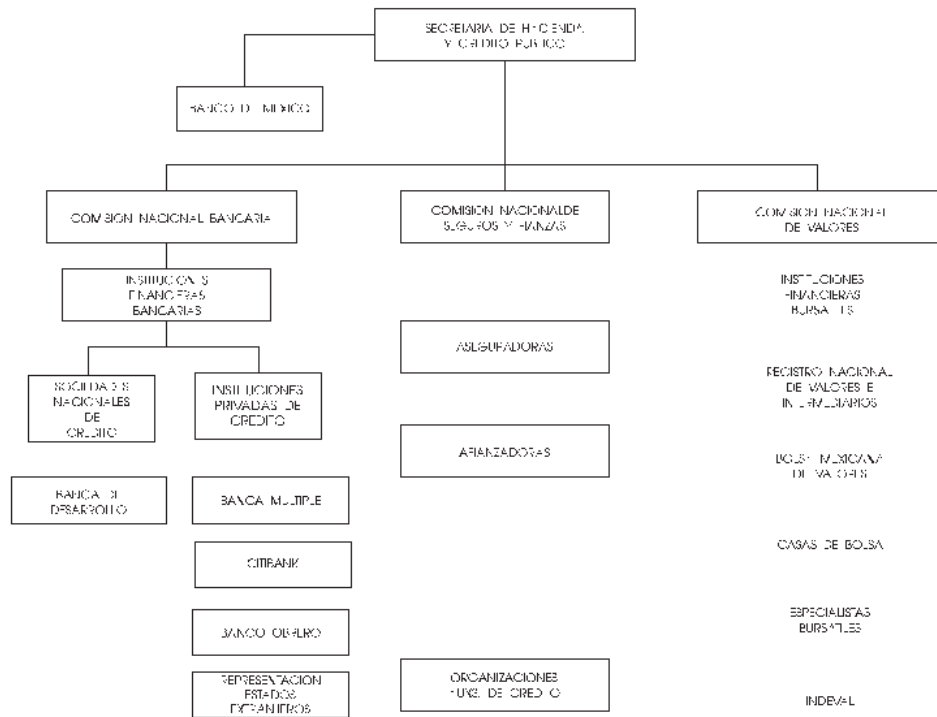
Una vez habiendo revisado los conceptos elementales que giran alrededor del mercado de valores, procederemos a revisar las instituciones financieras que le dan sustento a la actividad bursátil.

2.2. LAS PRINCIPALES INSTITUCIONES QUE INTERVIENEN EN EL MERCADO DE VALORES

Para tener una idea global de las instituciones que tienen relación con la emisión de títulos o valores, reseñaremos las que consideramos más importantes, y procuraremos situarnos en primer lugar de lo general a lo particular, ya que el objeto de este trabajo está ubicado en el ámbito del mercado de valores, es decir, en sólo una parte del sistema financiero en general.

Como puede apreciarse en el **Cuadro No. 6**, el Sistema Financiero Mexicano²⁰, es el conjunto de instituciones reguladas, supervisadas y controladas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), las cuales

CUADRO NO. 6.
ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



FUENTE: INSTITUTO MEXICANO DEL MERCADO DE CAPITALES, A.C.

20. Si se desea una información más detallada sobre el Sistema Financiero Mexicano, consúltense los siguientes trabajos: 1.-"El Sistema Financiero Mexicano como Fuente de Recursos para la Infraestructura Pública Local", publicado por Indetec 1992; 2.-"El Nuevo Sistema Financiero Mexicano", elaborado por Eduardo Villegas y Rosa Ma. Ortega, Editorial Pac.; 3.- "Inducción al Mercado de Valores: Material de Apoyo", elaborado por el Instituto Mexicano de Capitales, A.C..

cubren las necesidades de servicios financieros para todos los sectores de la economía.

Según la actividad específica que desempeñan, las instituciones están agrupadas y coordinadas por tres organismos:

- Comisión Nacional Bancaria
- Comisión Nacional de Seguros y Fianzas y
- Comisión Nacional de Valores

Dada la naturaleza del presente trabajo, nos centraremos en el ámbito de la Comisión Nacional de Valores, ya que ésta es la autoridad creada expresamente para supervisar y coordinar el funcionamiento de las instituciones financieras bursátiles²¹ y que principalmente son las siguientes:

- El Registro Nacional de Valores e Intermediarios
- Las Bolsas de Valores
- Las Casas de Bolsa
- Especialistas Bursátiles
- Instituciones para el Resguardo de Valores

El ordenamiento legal que rige a las instituciones que intervienen directamente en el mercado bursátil se encuentra en la Ley del Mercado de Valores, cuya promulgación en 1975 marcó un paso importante para la consolidación de la actividad bursátil. Esta Ley sufrió una profunda transformación con las reformas publicadas en el Diario Oficial de la Federación, con fecha del 23 de julio de 1993, ya que una cantidad importante de artículos se reformaron, adicionaron y derogaron.

Por medio de las modificaciones a la mencionada ley, se pretendió adaptarla a los cambios que se están efectuando a nivel internacional, en los que nuestro país está tomando parte activa y los cuales afectan particularmente el ámbito financiero. En el corto plazo, es de esperarse un mayor flujo de capitales a través de nuestras fronteras y que en forma importante están

21. El diccionario Larousse define a la palabra "bursátil" como un adjetivo común referido a la Bolsa de Valores.

relacionados con el medio bursátil. Asimismo, se está procurando dar más estabilidad y seguridad al mercado de valores, principalmente para el público inversionista, ya que se reglamenta y controla más fuertemente a todas las instancias que tienen que ver con la emisión y manejo de valores.

La ley del mercado de valores regula lo siguiente:

- La oferta pública de valores
- La intermediación en el mercado de éstos
- Las actividades de las personas que en él intervienen
- El Registro Nacional de Valores e Intermediarios y
- Las autoridades y servicios en materia de mercado de valores.

A continuación trataremos las instituciones que intervienen más estrechamente en el mercado de valores de México.

2.2.1. La Comisión Nacional de Valores

Es el organismo encargado de regular y vigilar el funcionamiento del mercado de valores, según los términos de la Ley del Mercado de Valores. La CNV es una dependencia de la SHCP, creada por decreto presidencial el 11 de febrero de 1946.

También en el artículo 3º de la Ley del Mercado de Valores, se menciona la importancia que se le confiere a la Comisión Nacional de Valores, ya que señala:

“La Comisión Nacional de Valores podrá establecer, mediante disposiciones de carácter general, las características a que se debe sujetar la emisión y operación de los valores y documentos sujetos al régimen de esta ley, con miras a procurar certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los tenedores de los títulos, seguridad y transparencia a las operaciones, así como la observancia de los sanos usos y prácticas del mercado.”

En términos generales, la Comisión Nacional de Valores es la autoridad que está directamente encargada de la procuración del desarrollo equilibrado del mercado de valores y una sana competencia en el mismo.

Entre las atribuciones más importantes que le confiere la Ley del Mercado de Valores (art. 40 y 41), están las siguientes:

- Inspeccionar y vigilar el funcionamiento de las casas de bolsa, especialistas bursátiles y bolsas de valores.
- Inspeccionar y vigilar a los emisores de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, sólo respecto de las obligaciones que les impone la presente ley.
- Establecer criterios de aplicación general acerca de los actos u operaciones que se consideren contrarios a los usos bursátiles o sanas prácticas del mercado, y dictar medidas necesarias para que las casas de bolsa, especialistas bursátiles y las bolsas de valores, ajusten sus actividades y operaciones a la presente ley, las disposiciones de carácter general que de ella deriven y a los referidos usos y prácticas del mercado.
- Asimismo, en lo que respecta a la propaganda o información dirigida al público sobre valores estará sujeta a la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores.

La citada propaganda o información, así como la que concierne a los servicios u operaciones de las casas de bolsa, especialistas bursátiles, instituciones calificadoras de valores, bolsas de valores e instituciones para el depósito de valores, cuando sea realizada por ellos, no requerirá la autorización prevista en el párrafo anterior, pero deberá sujetarse a los lineamientos y criterios que establezca la propia Comisión mediante disposiciones de carácter general. Tales disposiciones estarán dirigidas a procurar la veracidad y claridad de la información que se difunda, coadyuvar al desarrollo sano y equilibrado del mercado de valores, así como evitar una competencia desleal en el sistema financiero (artículo 5º de la LMV).

Como puede verse hasta ahora, este es el organismo rector -desde luego que después de la SHCP- de todas las partes que participan en el mercado de valores de México. Cabe agregar que la Comisión Nacional de Valores, de acuerdo a las facultades que le otorga la Ley del Mercado de Valores, emite circulares en las que da a conocer a los intermediarios las disposiciones y criterios de aplicación general.

Según un documento sobre el contexto legal del mercado elaborado por el Instituto Mexicano de Capitales, A.C.²², las circulares de la Comisión Nacional Bancaria, están agrupadas por series:

22. "Contexto Legal del Mercado de Valores", elaborado por el Instituto Mexicano de Valores, A.C. 1992, pág. 10.

- Serie 10, para intermediarios
- Serie 11, para emisoras
- Serie 12, para sociedades de inversión
- Serie 13, para agrupaciones financieras

2.2.2 El Registro Nacional de Valores e Intermediarios

Como ya hemos visto anteriormente, el Registro Nacional de Valores e Intermediarios es otra institución que forma parte del Sistema Financiero Mexicano y que está regulado por la Ley del Mercado de Valores, ya que en su artículo 10 establece:

“El Registro Nacional de Valores e Intermediarios será público y se formará con tres secciones: la de Valores, la de Intermediarios, así como la Especial, y estará a cargo de la Comisión Nacional de Valores, la cual lo organizará de acuerdo con lo dispuesto en esta ley y en las reglas que al efecto dicte la propia Comisión”.

Para el caso que nos ocupa, lo importante de lo anterior radica en que cualquier emisión de valores, estaría invariablemente registrada en la primera o en la última de las tres secciones, ya que está establecido por la ley que sólo podrán ser materia de intermediación en el mercado de valores, los documentos inscritos en la Sección de Valores, (es a la que pertenecen los títulos de crédito de los que se hace oferta pública) o en la Sección Especial de este Registro Nacional (es a la que pertenecen los valores emitidos por entidades mexicanas que se cotizan en el extranjero). La Sección de Intermediarios está destinada para el registro de las Casas de Bolsa y Especialistas Bursátiles.

Asimismo, es importante señalar que se necesita cubrir ciertos requisitos para obtener y, en su caso, mantener la inscripción de los valores en las diferentes secciones del Registro señaladas con anterioridad. Los principales requisitos, de acuerdo al art. 14 de la Ley del Mercado de Valores, son los siguientes:

- Que exista solicitud del emisor.
- Que las características de los valores y los términos de su colocación les permitan una circulación que sea significativa y que no cause perjuicio al mercado.

- Que los valores tengan o puedan llegar a tener una circulación amplia en relación con la magnitud del mercado o de la empresa emisora.
- Que se prevea razonablemente que sus emisores tendrán solvencia y liquidez.
- Que los emisores sigan políticas, respecto de su participación en el mercado de valores, congruentes con los intereses de los inversionistas, a cuyo efecto la Comisión Nacional de Valores, expedirá disposiciones de carácter general que, para el objeto de nuestro estudio, sólo mencionaremos que son relativas a lo siguiente: 1) A las sociedades de capital variable emisoras de valores; y 2) que los emisores proporcionen a la Comisión Nacional de Valores, a la bolsa de valores correspondiente y al público, la información que la propia Comisión determine mediante reglas de carácter general, que deberán comprender el procedimiento para su formulación y presentación.
- Se considera intermediación en el mercado de valores, la realización de:
 - a). Operaciones de correduría, de comisión u otras, tendientes a poner en contacto la oferta y demanda de valores;
 - b). Operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros, respecto a los cuales se haga oferta pública; y
 - c). Administración y manejo de carteras de valores propiedad de terceros.
- Las sociedades que pretendan ser inscritas en la Sección de Intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, deberán estar constituidas como sociedades anónimas con régimen de acciones y utilizar en su denominación, o enseguida de ésta, la expresión casa de bolsa o especialista bursátil, según sea el caso, así como tener íntegramente pagado el capital mínimo que determine la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a propuesta de la Comisión Nacional de Valores mediante disposiciones de carácter general, lo que corresponderá a la citada Comisión tratándose de los especialistas bursátiles.

2.2.2.1 Mercado Principal y Mercado Intermedio

Hemos visto que el Registro Nacional de Valores e Intermediarios está compuesto por tres secciones, a saber:

- Sección de Valores
- Sección de Intermediarios
- Sección Especial

Pues bien, dentro de la Sección de Valores podemos distinguir a su vez dos subsecciones:

a). Subsección para Valores del Mercado Principal

Este mercado es el que está compuesto por las empresas inscritas en la subsección A de la sección de valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y el cual constituye el mercado principal, ya que está compuesto por emisores de mayor capacidad económica.

b). Subsección para Valores del Mercado Intermedio

La Comisión Nacional de Valores expidió el 13 de abril de 1993, un conjunto de circulares para normar el mercado intermedio, mismas que contienen nuevas reglas para la organización del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, en las cuales se establece que en la subsección B de la Sección de Valores, se registrarán las acciones que formarán el Mercado Intermedio de la Bolsa Mexicana de Valores. Con ello, se crea el medio formal para que los instrumentos emitidos por empresas medianas sean objeto de oferta pública y negociación en la sección adicional.

Por último, sólo comentaremos que la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios no implica certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor. De acuerdo con lo previsto por la Ley del Mercado de Valores, esta mención deberá figurar en los documentos a través de los que se haga oferta pública de valores.

2.2.3. Las Bolsas de Valores

Las Bolsas de Valores son centros que facilitan la realización de operaciones o transacciones con valores emitidos por entidades del sector público o empresas privadas, las cuales requieren recursos financieros para dar soporte a su crecimiento. Asimismo, las Bolsas de valores también tienen como objetivo promover el desarrollo del mercado bursátil, hecho que contribuye al fortalecimiento de la economía nacional, particularmente en el sector financiero. Una bolsa de valores está compuesta por lo menos de 20 casas de bolsa o especialistas bursátiles, según se verá más adelante.

Entre las funciones más importantes que confiere la Ley del Mercado de Valores a una Bolsa (art. 30, 31 y 33), están las siguientes:

- Establecer locales, instalaciones y mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y la demanda de valores.
- Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores inscritos en bolsa y los listados en el sistema internacional de cotizaciones de la propia bolsa, sobre sus emisores y las operaciones que en ellas se realicen, así como hacer publicaciones sobre estas materias.
- Velar por el estricto apego de las actividades de sus socios a las disposiciones que les sean aplicables, así como certificar las cotizaciones en bolsa.
- Realizar aquellas otras actividades análogas o complementarias que las anteriores, que autorice la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), oyendo a la Comisión Nacional de Valores.

Para la operación de bolsas de valores se requiere concesión, la cual será otorgada por la SHCP oyendo al Banco de México y a la Comisión Nacional de Valores. El otorgamiento de la concesión se resolverá en atención al mejor desarrollo y posibilidades del mercado, sin que pueda autorizarse el establecimiento de más de una bolsa en cada plaza.

Las bolsas de valores deberán constituirse como sociedades anónimas de capital variable, con sujeción a la Ley General de Sociedades Mercantiles y las acciones sólo podrán ser suscritas por casas de Bolsa y especialistas bursátiles.

Las bolsas de valores se deberán sujetar a las siguientes reglas de aplicación general:

- La duración de la sociedad podrá ser indefinida.
- El capital social sin derecho a retiro deberá estar íntegramente pagado y no podrá ser inferior al que se establezca en la concesión correspondiente, atendiendo a que los servicios de la bolsa se presten de manera adecuada a las necesidades del mercado.
- El capital autorizado no será mayor del doble del capital pagado.

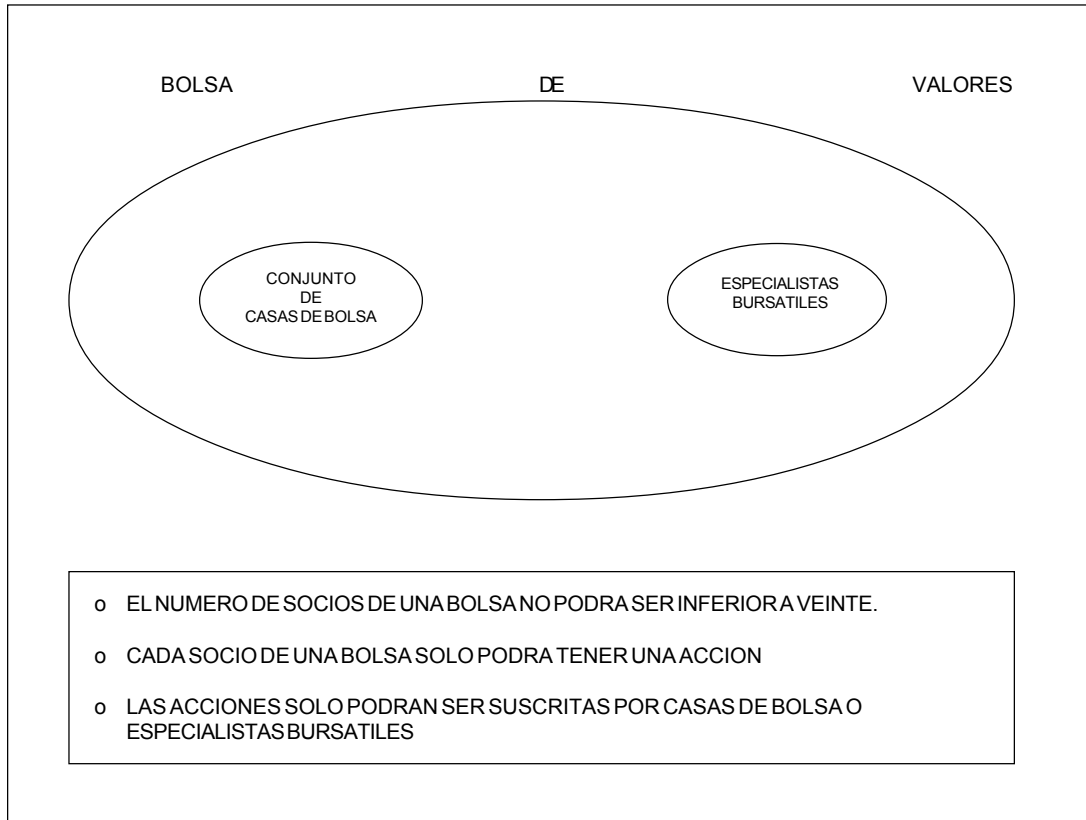
- Las acciones sólo podrán ser suscritas por casas de bolsa o especialistas bursátiles.
- Cada socio sólo podrá tener una acción.
- El número de socios de una bolsa no podrá ser inferior a veinte.
- Cada bolsa de valores formulará su reglamento interior, que deberá contener, entre otras, las normas aplicables a:
 - La admisión, suspensión y exclusión de quienes representan en bolsa a los socios.
 - Los derechos y obligaciones de los socios.
 - La inscripción de los valores y la suspensión o cancelación de aquélla.
 - Los derechos y obligaciones de los emisores de valores inscritos.
 - Los términos en que deberán realizarse las operaciones, la manera en que deberán llevar sus registros y los casos en que proceda la suspensión de cotizaciones respecto de valores determinados.
 - Las normas de autorregulación aplicables a sus socios y el procedimiento para hacerlas efectivas.

Para que los valores puedan ser operados e inscritos en bolsa se requerirá:

- Que estén inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
- Que los emisores soliciten su inscripción en la bolsa de que se trate.
- Que satisfagan los requisitos que determine el reglamento interior de la bolsa.

No debe confundirse una “Bolsa de Valores” con las “Casas de Bolsa”, las cuales tratamos en otro apartado. La primera de ellas, como ya se expresó, es una sociedad cuyas acciones solo podrán ser suscritas por “casas de bolsa” o “especialistas bursátiles”, con un mínimo de veinte socios y en la que cada socio sólo podrá tener una acción. Las principales características de una Bolsa de Valores se aprecian en el **Cuadro No.7**.

CUADRO NO. 7
PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE UNA BOLSA DE VALORES



Esta sociedad nace con el propósito de prestar un mejor servicio en las operaciones de compra y venta de valores en una determinada plaza. Así, por ejemplo, se encuentra la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V. que opera en el Distrito Federal.

2.2.4. Las Casas de Bolsa y los Especialistas Bursátiles

Los intermediarios en el mercado de valores son los que tienen el carácter de casas de bolsa o de especialistas bursátiles, según sea el caso.

En un apartado anterior ya veíamos que la inscripción de una sociedad en la Sección de Intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, da a ésta la calidad de intermediario en el mercado de valores. Así pues, una casa de Bolsa o un Especialista Bursátil tienen que inscribirse en la Sección de Intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, haciendo la aclaración de que dicha inscripción no implica una certificación sobre la solvencia del intermediario.

2.2.4.1. Las Casas de Bolsa

Las casas de bolsa pueden realizar (art. 22 de la Ley del MV), entre otras actividades, las siguientes:

- Actuar como intermediarios en el mercado de valores, en los términos de la Ley del Mercado de Valores, sujetándose a las disposiciones de carácter general que dicte la Comisión Nacional de Valores.
- Recibir fondos por concepto de las operaciones con valores que se les encomienden.
- Prestar asesoría en materia de valores.
- Actuar como representantes comunes de obligacionistas y tenedores de otros valores, títulos o documentos a que sea aplicable el régimen de la Ley del Mercado de Valores.
- Asimismo, con sujeción a las disposiciones de carácter general que dicte el Banco de México:
 - a). Recibir préstamos o créditos de instituciones de crédito o de organismos de apoyo al mercado de valores, para la realización de las actividades que les sean propias.
 - b). Conceder préstamos o créditos para la adquisición de valores con garantías de éstos;
 - c). Celebrar reportos²³ y préstamos sobre valores.
- También, de conformidad con las disposiciones de carácter general que dicte la Comisión Nacional de Valores las casas de bolsa podrán llevar a cabo las siguientes actividades:
 - a). Realizar operaciones por cuenta propia que faciliten la colocación de valores o que coadyuven a dar mayor estabilidad a los precios de

23. La Ley General de Títulos y operaciones de Crédito, en el título segundo, capítulo I, define lo que es un reporto:
"En virtud del reporto, el reportador adquiere por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito, y se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio, más un premio. El premio queda en beneficio del reportador, salvo pacto en contrario. El reporto se perfecciona por la entrega de los títulos y por su endoso cuando sean nominativos."

éstos y a reducir los márgenes entre cotizaciones de compra y venta de los propios títulos, o bien que procuren mejorar las condiciones de liquidez en el mercado, así como una mayor diversificación de las transacciones.

- b). Proporcionar servicios de guarda y administración de valores, depositando los títulos en una institución para el depósito de valores o, en su caso, depositándolos en la institución que señale la Comisión Nacional de Valores cuando se trate de títulos que por su naturaleza no puedan ser depositados en las instituciones primeramente señaladas.
 - c). Realizar inversiones con cargo a su capital global, cuyo concepto será determinado en las citadas disposiciones.
 - d). Realizar operaciones con valores, en los términos previstos en esta Ley, con sus accionistas, miembros del consejo de administración, directivos y empleados.
 - e). Llevar a cabo actividades de las que les son propias a través de oficinas sucursales o agencias de instituciones de crédito.
 - f). Invertir en acciones de otras sociedades que les presten servicios o cuyo objeto sea auxiliar o complementario de las actividades que realicen estas casas de bolsa, que señale la propia Comisión. Dichas sociedades estarán sujetas a las disposiciones de carácter general que expida la Comisión Nacional de Valores, así como a la inspección y vigilancia de la misma.
- Adicionalmente les está permitido actuar como representantes comunes de obligacionistas y tenedores de otros valores, títulos o documentos a que sea aplicable el régimen de la presente Ley.

A finales de 1993 existían en México un número de 26 Casas de Bolsa, pero está previsto que próximamente aumente esa cantidad.

2.2.4.2. Los Especialistas Bursátiles

Los especialistas bursátiles, al igual que las casas de bolsa, son intermediarios financieros que forman parte del Sistema Financiero Mexicano, ya que, como se vio anteriormente, requieren estar inscritos en la Sección de Intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

En lo que respecta a las actividades de los especialistas bursátiles (art. 22 bis de la Ley del Mercado de Valores), les está permitido:

- Actuar como intermediarios por cuenta propia o ajena, respecto de los valores en que se encuentren registrados como especialistas en la bolsa de valores de que sean socios, en los términos de la presente Ley, sujetándose a las disposiciones de carácter general que dicte la Comisión Nacional de Valores, o a lo previsto en el reglamento interior de la bolsa de valores correspondiente, en los que habrán de establecerse los montos y márgenes de cotizaciones conforme a los que estarán obligados a realizar sus operaciones.
- Los especialistas bursátiles podrán celebrar operaciones directamente con el público inversionista, cuando así lo autorice la Comisión Nacional de Valores mediante disposiciones de carácter general.
- Con sujeción a las disposiciones de carácter general que dicte el Banco de México, recibir préstamos o créditos de instituciones de crédito o de organismos de apoyo al mercado de valores, para la realización de las actividades que les sean propias, así como celebrar reportos y préstamos sobre valores. La Comisión Nacional de Valores, oyendo la opinión del Banco de México podrá ordenar a especialistas bursátiles la suspensión de las operaciones que infrinjan las disposiciones a que se refiere lo anterior.

De conformidad con las disposiciones de carácter general que dicte la Comisión Nacional de Valores:

- a). Realizar operaciones por cuenta propia respecto de los valores en que sean especialistas, para facilitar la colocación de dichos valores o coadyuvar a la mayor estabilidad de los precios de éstos y reducir los márgenes entre cotizaciones de compra y de venta de los propios títulos, o bien que favorezcan las condiciones de liquidez en el mercado, así como una mayor diversificación de las transacciones;
- b). Mantener en guarda y administración sus valores, depositando los títulos en una institución para depósito de valores o, en su caso, depositándolos en la institución que señale la Comisión Nacional de Valores cuando se trate de títulos que por su naturaleza no puedan ser depositados en las instituciones primeramente señaladas;

- c). Realizar inversiones con cargo a su capital global, cuyo concepto será determinado en las citadas disposiciones;
- d). Invertir en acciones de otras sociedades que les presten servicios o cuyo objeto sea auxiliar o complementario de las actividades que realicen estos especialistas bursátiles, que señale la propia Comisión. Dichas sociedades estarán sujetas a las disposiciones de carácter general que expida la Comisión Nacional de Valores, así como a la inspección y vigilancia de la misma.

Las operaciones e inversiones a que se refieren los incisos a) y c) anteriores, sólo podrán tener por objeto valores aprobados para tal efecto por la mencionada Comisión.

De acuerdo con la misma Ley (artículo 22 Bis I) los especialistas bursátiles deberán abstenerse de realizar las siguientes actividades:

- Realizar operaciones respecto de los valores que manejan con tal carácter, con los miembros del consejo de administración, directivos, gerentes y factores del emisor de tales valores.
- Realizar operaciones con valores con sus accionistas.
- Denegar sus servicios respecto de los valores que manejan con tal carácter, dentro de los montos y márgenes de cotizaciones conforme a los que estén obligados a operar en el mercado, de acuerdo con las disposiciones de carácter general expedidas por la Comisión Nacional de Valores o el reglamento interior general de la Bolsa de Valores correspondiente.

En el año de 1993 existía solamente un especialista bursátil en la Ciudad de México, persona física, pero dada la importancia que se confiere a este intermediario, las autoridades financieras están haciendo esfuerzos para reforzar su presencia en el medio.

Las principales diferencias entre una Casa de Bolsa y un Especialista Bursátil son las siguientes:

- a). Una Casa de Bolsa es una persona moral, mientras que un Especialista Bursátil puede ser una persona física.
- b). Una Casa de Bolsa puede actuar como Especialista Bursátil; mientras que un Especialista Bursátil no puede actuar como Casa de Bolsa.

2.2.5. Instituciones para el Resguardo de Valores

Finalmente, dentro de este apartado destinado a las instituciones financieras bursátiles, sólo nos resta mencionar que la legislación en vigor estipula que en cada plaza exista una institución cuyas actividades estén relacionadas con la guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores. Para su operación deben contar con una concesión otorgada por la SHCP.

Estas empresas deberán constituirse como sociedades anónimas de capital variable, con un mínimo de veinte socios y sólo podrán serlo las casas de bolsa, especialistas bursátiles, bolsas de valores, instituciones de crédito, compañías de seguros y de fianzas. Cada socio sólo podrá ser propietario de una acción.

En la ciudad de México existe una empresa, denominada “S.D. INDEVAL, S.A. de C.V.” (Instituto para el Depósito de Valores) que otorga los servicios previstos por las leyes y autoridades financieras, que entre otros son, como ya vimos, el depósito de valores, títulos o documentos que reciban de las casas de bolsa, especialistas bursátiles, bolsas de valores, instituciones de crédito, de seguros y de fianzas, de sociedades de inversión y de sociedades operadoras de estas últimas, así como de entidades financieras del exterior.

En el presente capítulo vimos las instituciones que más directamente tienen que ver con la emisión de valores. Estos conocimientos son vitales para pasar al capítulo siguiente y en el cual propiamente se abordarán aspectos de mayor detalle relacionados con el tema que nos ocupa.

CAPITULO 3.

PRINCIPALES ELEMENTOS PARA UN SISTEMA DE BONOS PARA EL DESARROLLO LOCAL

En este capítulo trataremos de describir los elementos esenciales que sustentan la emisión de bonos para el desarrollo estatal y municipal. Iniciaremos con la definición de estos instrumentos de crédito, posteriormente realizaremos el análisis jurídico de la emisión de bonos para el desarrollo local y finalmente los situaremos dentro del contexto del mercado de valores en general.

En primer lugar, mencionaremos que la palabra “bono” se deriva del latín *bonus*, que significa *bueno*. Adicionalmente, siguiendo la definición del tratadista Adolfo Arrijo Vizcaíno, señalaremos que los bonos de deuda pública “son instrumentos negociables que el Estado coloca entre el gran público inversionista, recibiendo a cambio un cierto precio y asumiendo como contraprestación las obligaciones de reembolsar su importe más una prima o sobreprecio en un plazo determinado, y de garantizar la propia emisión con sus reservas monetarias o con los futuros rendimientos de la explotación de los recursos naturales que por mandato constitucional estén bajo su dominio directo.”²⁴

Se observa en el texto anterior, que la forma de financiamiento mediante la emisión de bonos u obligaciones de deuda pública, está referida al Gobierno Federal; pero por lo pronto lo que más nos interesa es extraer la definición de los bonos, a los cuales se les denomina de “deuda pública”,

24. Adolfo Arrijo Vizcaíno, en el libro “Derecho Fiscal”, Editorial Themis, 1989, pág. 72.

porque el emisor contrae la OBLIGACION de retornar, después de un determinado tiempo, el principal más los rendimientos, y los cuales se convierten en pasivo a plazo que afecta los presupuestos públicos.

¿Cuál es la diferencia entre un Bono y una Obligación? El Diccionario Jurídico Mexicano maneja a estas figuras de crédito de manera indistinta:

“OBLIGACIONES O BONOS: La doctrina en forma unánime considera las obligaciones como títulos de crédito, o más precisamente, como títulos valores, aunque éstos tienen la característica de ser seriales o colectivos y causales, es decir, que se emiten varios títulos en correspondencia con una relación única de débito contenida en el acta de emisión de obligaciones y a las cual quedan sometidas con todas sus modificaciones durante el plazo de la operación.”²⁵

3.1. EL ASPECTO JURIDICO

Una duda que ha estado flotando desde hace tiempo es la siguiente: si los gobiernos locales estarían facultados para emitir bonos u obligaciones de deuda pública o si esta facultad sólo estaría reservada para ejercerla la federación, ya que, como es sabido, el gobierno federal emite varios instrumentos financieros, los cuales se negocian en el mercado de valores.

Sobre este punto cabe señalar que en ningún artículo de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, existe prohibición alguna para que los estados y municipios de la República puedan emitir bonos u obligaciones de deuda pública, siempre y cuando los recursos tengan un fin productivo y no ocasione endeudamiento con entidades extranjeras.

De igual forma, no se observa que sea privativo para la federación la emisión de bonos u obligaciones de deuda pública en las siguientes leyes: Ley General de Deuda Pública, Ley del Mercado de Valores, Ley de Instituciones de Crédito, y Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito.

La fracción VIII del artículo 117 de la Constitución contiene lo siguiente:

“Los estados y los municipios no podrán contraer obligaciones o empréstitos sino cuando se destinen a inversiones públicas productivas, inclusive los que contraigan organismos descentralizados y empre-

25. Diccionario Jurídico Mexicano, Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM, Editorial Porrúa y UNAM, Tercera Edición, Tomo I-O, Pág. 2248.

sas públicas, conforme a las bases que establezcan las legislaturas en una ley y por los conceptos y hasta por los montos que las mismas fijen anualmente en los respectivos presupuestos. Los ejecutivos informarán de su ejercicio al rendir la cuenta pública.”

Por lo tanto, los “Bonos u Obligaciones de deuda Pública” son aquellos que se derivan de la facultad constitucional que otorga a los estados y municipios para contraer obligaciones o empréstitos cuando éstos se destinen a un fin productivo. Esta misma facultad para los gobiernos locales está contenida expresamente en las respectivas leyes de deuda pública que tienen algunos estados del país, tal es el caso del estado de México y el estado de Querétaro.²⁶

El Diccionario Jurídico Mexicano, que como ya vimos, emplea indistintamente Bonos u Obligaciones, agrega lo siguiente con respecto a estos títulos:

“En nuestro derecho, la facultad de emitir obligaciones, salvo la otorgada a la federación, organismos descentralizados de ésta y a los estados, solamente se concede a las sociedades anónimas. Sin embargo, es conveniente notar que en realidad no existe disposición legal que prohíba a los particulares el emitir obligaciones, pero son tales los requisitos que la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito impone al emisor para la realización de la operación, que necesariamente se concluye que sólo las sociedades anónimas y de potencialidad económica considerable, se encuentran en posibilidad de cubrir.”²⁷

De acuerdo con lo anterior, una obligación en general, es un título emitido por una unidad económica, ya sea empresa o dependencia gubernamental, que constituye una deuda pública colectiva, que por su elevada cuantía es fraccional y a largo plazo, ya que la emisora necesita disponer de los medios suficientes para cubrir una cierta tasa de interés pactada y además el retorno del monto nominal del crédito a la fecha de vencimiento estipulada.

Cuando en líneas anteriores citamos el artículo 117 de la Constitución, apreciamos que las obligaciones y empréstitos que contraigan los estados y los municipios, además de destinarse exclusivamente a actividades productivas, deberían estar reglamentadas “conforme a las bases que establezcan las legislaturas en una ley y por los conceptos y hasta por los montos que

26. Para una mayor información sobre este tema consúltese el No. 43 de la Revista “Hacienda Municipal” de INDETEC.

27. Op. Cit., página 2249.

las mismas fijen anualmente en los respectivos presupuestos.” Basados en estos principios constitucionales, algunos estados de la República han promulgado Leyes de Deuda Pública Estatal y Municipal, y dentro de éstos los hay que contemplan en forma expresa este tipo de casos, o sea, el de normar la emisión de bonos u obligaciones de deuda pública por parte de los gobiernos locales, tal es el caso, como señalamos anteriormente, del estado de México y el estado de Querétaro.

En vista de que no todos las entidades federativas cuentan con idénticas leyes de Deuda Pública Estatal y de Deuda Pública Municipal, conviene señalar que a cada estado se le tiene que dar un tratamiento particular.

En caso de que la legislación vigente en un determinado estado de la República no incluya leyes de deuda pública estatal y municipal, se recomienda que se contemple la posibilidad de hacerlo y en particular se sugiere que se incluya lo pertinente para la emisión de bonos u obligaciones de deuda pública, basados en los preceptos constitucionales, como otros estados del país lo han hecho.²⁸

De acuerdo con lo tratado hasta ahora, si bien la Constitución no prohíbe a los estados y municipio la contratación de obligaciones o empréstitos, por otra parte sí establece limitaciones para su destino. En general, los gobiernos locales tendrán limitaciones en el uso del crédito, las cuales aparecen a continuación:

1. Los estados y los municipios sólo podrán contraer obligaciones o empréstitos en el país, pagaderos en moneda nacional y contraídos con entidades o individuos de nacionalidad mexicana.
2. Los gobiernos locales no pueden contraer obligaciones o empréstitos sino cuando se destinen a inversiones productivas.
3. Las limitaciones legales establecidas a las obligaciones o empréstitos contraídos por los estados y municipios se hacen extensivas a las que contraigan sus organismos descentralizados y empresas públicas.
4. Las legislaturas locales deberán establecer las bases conforme a las cuales contraen obligaciones o empréstitos los gobiernos locales en una ley de deuda pública.

28. Véase el documento “Algunos Aspectos de la Problemática Municipal en Materia de Deuda Pública y Alternativas de Solución”, Revista “Hacienda Municipal”, de Indetec, número 44, septiembre de 1993, pp. 4-16.

5. Las legislaturas locales deberán autorizar conceptos y montos de financiamiento, de tal manera que los recursos que se obtengan cumplan con las disposiciones legales, se destinen a usos realmente productivos y su pago posterior sea acorde con las capacidades reales de los gobiernos.
6. Los conceptos y montos de los créditos deberán ser fijados anualmente en los respectivos presupuestos.
7. Los ejecutivos informarán del ejercicio de la deuda al rendir la cuenta pública.
8. Cuando la amortización de un empréstito exceda en términos de tiempo el período de una administración municipal, se deberá solicitar permiso al Congreso del Estado para efectuar la contratación del financiamiento.

Una de las más importantes limitaciones es la que se refiere a las inversiones productivas. La Ley de Coordinación Fiscal tipifica las inversiones productivas de la siguiente manera:

“Son las destinadas a la ejecución de obras públicas, adquisición o manufactura de bienes y prestación de servicios públicos, siempre que en forma directa o indirecta produzcan incremento en los ingresos de los municipios o de sus organismos descentralizados y empresas públicas...”²⁹

Las inversiones productivas son una amplia gama de actividades relacionadas con la autoridad municipal, entre las cuales están las siguientes:

- o Instalación, ampliación y mejoramiento de los servicios públicos.
- o La realización de obras públicas.
- o Las acciones en favor del ordenamiento urbano y la vivienda.
- o La elaboración de estudios, proyectos e investigaciones encaminados a la construcción de obras públicas.
- o La modernización de los sistemas catastrales.
- o La producción de bienes y la prestación de servicios a través de las empresas públicas o de participación estatal o municipal.

29. Artículo 1 del Reglamento del Artículo 9 de la Ley de Coordinación Fiscal.

Una vez que se han enunciado las inversiones productivas, veamos ahora un poco lo que se entiende por rendimientos directos o indirectos. Las inversiones públicas producen un rendimiento directo en los ingresos de las haciendas locales, cuando generan de manera inmediata un aumento en sus ingresos fiscales, ya sea en sus cajas o en las de sus organismos descentralizados o empresas públicas. Para ejemplificar citemos el caso de la inversión que un municipio lleva a cabo en la construcción de un rastro, la cual puede considerarse como una inversión productiva en forma directa, ya que genera un ingreso fiscal adicional, a través de los derechos que se derivan del uso y aprovechamiento de esa obra.

¿Qué es una inversión pública que genera un rendimiento indirecto? En este caso debemos entender por ellas las que al no generar ingresos monetarios directos, en cambio pueden incrementar la actividad económica, de tal modo que, de manera secundaria, se generen actividades que incrementen los ingresos fiscales. Este es el caso de las inversiones destinadas a calles o pavimentación, ya que éstas estimulan otras actividades económicas que provocan a su vez el aumento de la recaudación de muy diversas formas.

Para el caso que estamos analizando, es decir, la posibilidad de emitir bonos para el desarrollo municipal, es conveniente aquí comentar la utilidad que representa la recuperación de las inversiones y a la luz de este concepto, de acuerdo a las circunstancias de cada gobierno local, proceder a jerarquizar los proyectos. Asimismo, se podría determinar si es factible aceptar que una inversión sólo tenga un rendimiento indirecto o bien sería condición necesaria el hecho de arrojar rendimientos directos y la magnitud que éstos deben representar. Una vez más señalaremos que cada proyecto y cada entidad representan un caso particular, por lo que las decisiones estarían tomadas de acuerdo a las circunstancias de cada momento y lugar.

Consideramos que la contratación de deuda debe ser cautelosa y ajustarse a las leyes aplicables en esta materia. No se trata de tomar recursos provenientes de la deuda pública sólo porque sea posible contratarla desde el punto de vista legal; se trata de que además su destino sea factible desde el punto de vista económico y financiero. Es imprescindible evaluar detenidamente el proyecto o los proyectos en estudio, ya que es altamente recomendable que éstos dispongan y generen sus propios medios

de pago, tanto de capital como de intereses, con el objeto de no sobreendeudar a las haciendas públicas locales.

Por último, en este apartado sólo comentaremos que la captación de recursos por medio de la emisión de bonos u obligaciones, debe verse solamente como lo que es: una alternativa dentro de toda una gama de opciones que los gobiernos locales tienen para financiar sus inversiones productivas.

3.2. APLICACION DE LOS RECURSOS CREDITICIOS

Como ya hemos visto, la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y la Ley de Coordinación Fiscal, determinan claramente las posibilidades del financiamiento mediante recursos crediticios en el ámbito local, y se pronuncian exclusivamente por las inversiones productivas.

En primer lugar, ubicaremos las actividades que se consideran como inversiones productivas dentro de las leyes y, por lo tanto, son susceptibles de apoyarse por medio de los recursos crediticios.³⁰

3.2.1. El Establecimiento, Ampliación y Mejoramiento de los Servicios Públicos

- a) En el nivel municipal, mencionaremos los siguientes:
- La creación y ampliación de las redes públicas de agua potable.
 - La instalación de sistemas de drenaje y alcantarillado.
 - La construcción de plantas procesadoras de basura y la creación de rellenos sanitarios.
 - La construcción de plantas tratadoras de aguas residuales.
 - La apertura, ampliación y pavimentación de calles y la construcción de guarniciones y banquetas.
 - La dotación o mejoramiento de alumbrado público, parques y jardines.

30. Si se desea ver con mayor amplitud las diferentes modalidades que adoptan las formas de financiamiento de inversiones públicas productivas, consúltese el trabajo "Recuperación de Créditos por Obras y Servicios Públicos Locales a Través las Contribuciones Especiales y Aportaciones Basadas en el Principio del Beneficio", publicado por Indetec, 1993.

- La adquisición de equipo para realizar los servicios públicos de limpia.
 - La construcción y mejoramiento de mercados públicos y centrales de abasto.
 - La construcción y equipamiento de rastros municipales.
 - La construcción de panteones municipales.
 - La adquisición de unidades para la prestación del servicio público de transporte urbano de pasajeros.
 - Acciones en favor del ordenamiento urbano y la vivienda, como adquisición de reservas urbanas y construcción de unidades habitacionales para sectores populares.
 - Modernización de los sistemas catastrales; esta acción permite identificar las características de los inmuebles y sus propietarios, y al actualizar su valor permite aumentar la recaudación.
- b) Ahora veamos a nivel estatal las obras que podrían considerarse como productivas y eventualmente financiadas con créditos.
- La construcción de carreteras estatales de cuota.
 - Los proyectos de electrificación de zonas urbanas y rurales.
 - La construcción de centrales camioneras de autobuses foráneos.
 - La construcción de sistemas públicos de transporte urbano de pasajeros.

3.2.2. Producción de Bienes y la Prestación de Servicios a Través de las Empresas Públicas o de Participación Estatal o Municipal

- La venta de bienes o prestación servicios de estas empresas puede generar ingresos adicionales para el fisco local.

En esta sección hemos visto el universo de las inversiones públicas productivas. En la forma de financiamiento de los proyectos, cada una de ellas presenta particularidades que ameritan un tratamiento específico. Sin embargo, cualquiera que sea el mecanismo elegido para sustentar económi-

camente la obra en cuestión, se deberán seguir ciertos procedimientos para llevarla a cabal término y con mayor razón si se requiere hacer uso de recursos crediticios.

3.3. PROCEDIMIENTO PARA LA OBTENCIÓN Y APLICACIÓN DE CRÉDITOS POR LOS GOBIERNOS LOCALES³¹

Como puede concluirse de los apartados anteriores, los gobiernos locales -Estados y Municipios- cuentan con un conjunto amplio de inversiones públicas que pueden considerarse como “productivas” y que, por lo tanto, pueden ser financiadas a partir de la contratación de créditos en sus distintas modalidades, como son los empréstitos y los financiamientos.

Una vez que los gobiernos locales han identificado esas inversiones públicas productivas que desean financiar -total o parcialmente- mediante el uso de recursos crediticios, es necesario llevar a cabo un procedimiento para la percepción de estos ingresos. Dicho procedimiento se describe en este apartado y consta de las siguientes etapas:

- a). Análisis de Factibilidad
- b). Autorización del Congreso del Estado para tramitar el crédito
- c). Solicitud del crédito ante el organismo de financiamiento
- d). Obtención de la aprobación del crédito
- e). Afectación de las participaciones federales
- f). Formalización del crédito
- g). Licitación Pública del crédito
- h). Publicidad a obras y tarifas
- i). Inversión de los recursos crediticios

31. Esta sección está basada en el Capítulo 2 del documento “Recuperación de Créditos por Obras y Servicios Públicos Locales a Través de Contribuciones Especiales y Mejoras Basadas en el Principio del Beneficio”, publicado por INDETEC, 1993.

3.3.1. Análisis de Factibilidad

Para que la inversión pública productiva que realiza alguno de los niveles de gobierno local, pueda llevarse a cabo en condiciones apropiadas y que garanticen la recuperación de los créditos aplicados, es necesario que se cuente con un proyecto técnico completo, un estudio socioeconómico que haga posible saber el grado de aceptación de la comunidad hacia la obra pública proyectada, un estudio financiero que señale los costos totales de la obra o servicio público y las fuentes de ingreso con que el proyecto habrá de financiarse. Todos estos estudios pueden agruparse bajo la denominación genérica de Análisis de Factibilidad.

Dentro del análisis de factibilidad se comprenden las siguientes etapas:

- Proyecto Técnico
- Estudio Socioeconómico
- Estudio financiero

3.3.1.1. Proyecto Técnico

La realización del proyecto técnico permite determinar con exactitud las características de la obra pública que se va a realizar o de los bienes (muebles o inmuebles) que se van a adquirir con el crédito. De esta manera se tiene ya el proyecto que se va a realizar, en el caso de ser aprobado el crédito.

El proyecto técnico no es elaborado, en ningún caso, por la administración hacendaria, sino que debe contarse con la colaboración del área de obras públicas o bien, pueden contratarse los servicios técnicos de especialistas, si no se cuenta con el personal capacitado para desarrollar esta actividad.

En el proyecto técnico para el caso de las obras públicas deberán incluirse:

- a). Los planos de la obra que se va a realizar, señalándose sus dimensiones y alcances;
- b). Los cálculos de ingeniería necesarios (o memorias);

- c). Los estudios técnicos relacionados con la construcción;
- d). Los requerimientos básicos de materiales, mano de obra, equipo, maquinaria y herramientas;
- e). El cronograma o programa de actividades;
- f). El presupuesto del costo de ejecución de la obra. (Incluyendo partidas de imprevistos y un análisis de precios de los conceptos más representativos);
- g). El calendario de pagos; y
- h). El certificado de tenencia de la tierra del inmueble donde se ejecutará el proyecto, que acredite al Estado o Municipio como propietario del mismo.

3.3.1.2. Estudio Socioeconómico

Como el proyecto que se va a financiar a través del crédito ha de ser preferentemente autorrecuperable, y tiene un impacto directo en la comunidad, es necesario conocer su opinión acerca del mismo; con este propósito se realiza el estudio socioeconómico. El estudio socioeconómico busca saber si la comunidad está de acuerdo (o no) con la ejecución de la obra pública, o la prestación de un servicio, con las características que el mismo tendrá y si está dispuesta a colaborar en su financiación, (a través de las figuras impositivas que serán tratadas en los capítulos posteriores) y con qué cantidad.

El contenido del Estudio Socioeconómico puede ser presentado en cuatro grandes apartados que cubran la siguiente información:

- a) Descripción de la obra
- b) Datos generales de la localidad
- c) Características de los servicios públicos de la localidad
- d) El nivel socioeconómico de la población beneficiada con la obra.

a). Descripción de la Obra. Dado que los gobiernos locales proponen obras que se consideran de utilidad pública, en este apartado deben seña-

larse las características de la obra que se pretende realizar en particular, de tal manera que se puedan identificar plenamente las áreas de la localidad que comprende dicha obra, lo cual constituye el punto de partida del estudio socioeconómico.

La delimitación del área en que se efectuará la obra, debe señalarse en planos de la localidad, para determinar el número de manzanas o calles, así como la extensión y el número de los predios comprendidos en ellas, a fin de determinar el área en donde se requiere hacer la investigación.

b). Datos Generales de la Localidad. En este apartado se debe presentar la información relativa al municipio y la localidad donde se va a realizar la obra; dicha información se refiere a la población total registrada en los últimos censos y sus condiciones climatológicas.

c). Características de los Servicios Públicos de la Localidad. En este apartado, es necesario describir las características de los servicios públicos relacionados con la obra proyectada, especificando su cobertura y condiciones de operación. En el caso de pavimentaciones, es indispensable que las calles en que se pretenda realizar la obra, cuenten con los servicios de agua potable y drenaje. Por último, este apartado debe ser complementado con la información correspondiente a los demás servicios públicos con que cuente la localidad.

d). Nivel Socioeconómico de la Población Beneficiada con la Obra. En el último punto del estudio socioeconómico, se requiere la información relativa a: número de propietarios o poseedores de predios en la zona de afectación de la obra; tipo de utilización de los predios; grado de aceptación de la obra; disponibilidad de los propietarios o poseedores a contribuir para ejecutar la obra; y el monto que están dispuestos a aportar mensual o bimestralmente.

Para la elaboración del estudio socioeconómico, se ha instrumentado un procedimiento, cuyos pasos a seguir se detallan a continuación:

- d.1). Recopilación de información.
- d.2). Concentración y presentación de la información.
- d.3). Análisis de la información.
- d.4). Integración del estudio.

d.1). Recopilación de la información. Esta tarea puede ser efectuada a través de investigación documental o directa. En el primer caso, se requiere investigar las publicaciones o información procesada por las oficinas del Ayuntamiento, o bien por las dependencias federales que mantengan oficinas en la localidad. En algunos casos se requerirá información que obtienen las dependencias del Gobierno del Estado o las delegaciones de oficinas federales en la Capital del Estado.

Para determinar el nivel socioeconómico de la población beneficiada con la obra, es necesario obtener la información a través de investigación directa, la cual debe ser realizada mediante encuestas personales con los propietarios o poseedores de predios, llenando un cuestionario que contenga los datos generales para cumplir con este apartado del estudio.

En las encuestas personales, se explicará a cada propietario o poseedor de los predios, las características de la obra a realizar, interrogándolos sobre su aceptación y disponibilidad a pagar la cuota que les corresponda, induciéndolos a que señalen la cantidad específica que estarían dispuestos a pagar mensual o bimestralmente, para cubrir el total de dicha cuota.

d.2). Concentración y Presentación de la Información. Una vez recopilada la información, deberá realizarse la siguiente etapa que consiste en el procesamiento de la misma, lo cual será efectuado por los responsables del estudio; de esta acción resultarán los datos que se incluirán en el resumen del mismo.

d.3). Análisis de la Información. Del análisis de esa información se podrán tomar algunas decisiones, consistentes por una parte, en la cancelación de la obra cuando se obtenga que un gran porcentaje de los propietarios o poseedores no están de acuerdo con su realización y que no están dispuestos a contribuir para cubrir el costo de la misma.

d.4). Integración del Estudio. En los casos en que la obra sea aceptada, los datos mencionados constituirán un apoyo fundamental para decidir sobre los plazos de amortización de los créditos que sea necesario contratar para la construcción de la obra.

Es importante señalar que tratándose de los créditos obtenidos para proyectos tales como la construcción de mercados, rastros o centrales camioneras, el estudio socioeconómico que se lleva a cabo ha de tener en cuenta no sólo la aceptación de los vecinos de dichos establecimientos sino también la opinión de sus usuarios inmediatos, trátase de los locatarios, los

introdutores de ganado, o de los concesionarios o permisionarios de las rutas de transporte, según sea el caso.

3.3.1.3. *Estudio Financiero*

Como resultado del proyecto técnico, se determina el costo de ejecución de la obra o servicio público que piensa llevar a cabo el gobierno local; el estudio financiero, a su vez, se encarga de determinar cómo será financiada la ejecución de ese proyecto. Este estudio comprende, en términos generales, las etapas siguientes:

- a). Análisis de la disponibilidad de recursos financieros.
- b). Determinación de la necesidad de financiamiento crediticio.
- c). Investigación y elección de fuentes crediticias.
- d). Estimación de los gastos financieros.
- e). Determinación del costo del proyecto.
- f). Elección y fijación de la forma de recuperación de los costos y créditos.

a). Análisis de la disponibilidad de recursos financieros.

Antes de emprender cualquier acción en materia de la contratación de créditos, los gobiernos locales deben analizar la posibilidad de contar con recursos monetarios que les permitan financiar una parte de la inversión pública proyectada y disminuir así las necesidades de financiamiento crediticio.

Otra alternativa son las donaciones o aportaciones que de manera voluntaria efectúan los beneficiarios potenciales de la obra o servicio público, las que no deben confundirse con los pagos de tributos que se establecen para recuperar las inversiones realizadas.

Finalmente, otra posibilidad consiste en obtener fondos federales que hagan posible costear una parte del proyecto. Estos recursos pueden provenir, por ejemplo, del Convenio de Desarrollo Social (CDS) o del Programa Nacional de Solidaridad (PRONASOL).

b). Determinación de la necesidad de financiamiento crediticio

Para conocer el monto del crédito que habrá de solicitarse, es necesario restar de los requerimientos financieros del proyecto, la disponibilidad de recursos provenientes de los propios fondos del gobierno local, las donaciones o aportaciones de los particulares y los fondos que provienen del gobierno federal. El resultado es el importe del crédito a solicitar ante el organismo de financiamiento.

c). Investigación y elección de fuentes crediticias

Cuando ya se conoce el monto del financiamiento crediticio necesario para ejecutar el proyecto, debe llevarse a cabo una investigación sobre los organismos de financiamiento a los que se puede acudir, es decir, deben averiguarse concretamente las condiciones de montos, plazos y tasas de interés que manejarán dichos organismos.

Conociendo todas las alternativas, es posible determinar cuál es la que mejor responde a las necesidades del gobierno local y de la obra o servicio que se va a financiar con el préstamo.

d). Estimación de los gastos financieros

Cuando ya se ha seleccionado la institución a la que se solicitará el préstamo y se conoce el monto del mismo, se elige el plazo al cual se contratará. Ese plazo estará en función de la capacidad financiera del gobierno contratante y de la recuperación de recursos que se pueda obtener de los particulares a través del cobro de los tributos basados en el principio de beneficio.

A su vez, la tasa de interés aplicable y la forma de amortización (con pagos fijos, crecientes, decrecientes o mixtos) dependerán de las políticas institucionales del organismo al cual se solicite el crédito y de la situación financiera del acreditado.

Tomando en consideración estos cuatro elementos: monto del crédito solicitado, plazo, tasa de interés y forma de amortización, se calcula la cantidad a pagar por concepto de intereses en cada uno de los años del período de amortización del crédito. Esos intereses constituyen el importe de los gastos financieros del proyecto.

e). Determinación del costo del proyecto

Para determinar el costo total del proyecto deben agregarse los siguientes conceptos:

- 1). El costo de los estudios socioeconómico y técnico;
- 2). El importe de las erogaciones necesarias para la ejecución material del proyecto (costo de ejecución);
- 3). El importe de los gastos financieros (intereses);
- 4). En su caso, el importe de las indemnizaciones por las expropiaciones de inmuebles que haya que llevar a cabo para ejecutar la obra, y
- 5). Las demás erogaciones necesarias para realizar el proyecto y que no han sido contempladas en los renglones anteriores.

Una vez obtenido el costo total de la obra o servicio público, a éste se le disminuyen los recursos disponibles antes de su ejecución (provenientes de fondos propios del gobierno contratante, donaciones de los particulares y fondos federales, así como las recuperaciones que se puedan obtener en su caso por la venta de las fracciones de terrenos expropiados que no hayan sido empleados en el proyecto) y se obtiene el costo neto del proyecto. Dicho costo neto es relevante, ya que la adopción de las contribuciones basadas en el principio de beneficio buscará su completa recuperación.

f). Requisitos de Orden Legal para Contratar Créditos por Parte de las Autoridades Locales

Para recuperar el costo neto del proyecto, es necesario determinar los ingresos que los gobiernos locales habrán de percibir para recuperar las inversiones realizadas y los créditos contratados para llevar éstas a cabo.

El procedimiento descrito hasta este punto es igualmente válido para los Estados que para los Municipios; sin embargo, la naturaleza particular de la organización municipal obliga a hacer una consideración especial.

Ya se ha comentado, por una parte, que en las operaciones crediticias llevadas a cabo por los Ayuntamientos, el Gobierno del Estado funge como avalista o deudor solidario, por lo que se convertirá en el principal obligado en el caso de que los Municipios no cumplan oportunamente con sus obligaciones.

Por otra parte, la estructura de los Ayuntamientos es tal, de acuerdo con la Constitución General de la República y las Leyes Orgánicas Municipales

de cada Estado, que el órgano máximo de gobierno de los Municipios es el Cabildo, el que constituye el único facultado para tomar, de manera coordinada, las decisiones más trascendentes para la vida municipal; entre ellas la de llevar a cabo la contratación de créditos para financiar inversiones públicas productivas.

Por esta razón es necesario, antes de llevar a cabo los trámites ante el Congreso Local, que se celebre una sesión de Cabildo para discutir, y en su caso aprobar, el trámite del crédito. Como resultado de la sesión se emitirá un Acta de Cabildo en la que se autoriza al Presidente Municipal (o en su caso, al Tesorero) a gestionar el crédito.

Esta Acta de Cabildo constituye un elemento esencial para la tramitación y obtención del crédito y debe acompañar a los demás documentos (tales como los resultados del análisis de factibilidad o el Decreto del Congreso del Estado) que son la base para la solicitud del crédito ante el organismo de financiamiento.

Con esto concluye la realización del análisis de factibilidad, por lo que en este punto ya debe estarse en condiciones de señalar si el proyecto puede llevarse a cabo (si se cuenta con el proyecto técnico de su ejecución, la aprobación de la comunidad y una proyección de la forma en que habrán de recuperarse los recursos invertidos en el proyecto).

3.3.2. Autorización del Congreso del Estado para Tramitar el Crédito

Como se señaló anteriormente, las legislaturas de los Estados tienen la facultad de autorizar los conceptos y montos del endeudamiento de los Estados y los Municipios, de tal manera que los recursos así obtenidos cumplan con la normatividad vigente, se destinen a usos productivos para la población y su pago posterior sea acorde con la capacidad real de los gobiernos locales.

El Congreso del Estado debe autorizar la celebración de los créditos antes de que se inicie su trámite ante las instituciones financieras, permitiendo, en cada caso, la realización de las operaciones necesarias para tal efecto, aprobando los contratos respectivos.

La aprobación legislativa debe otorgarse en función de la capacidad financiera de los gobiernos locales y de la factibilidad del proyecto a financiar a través del crédito, y tomando en consideración la opinión o dictamen técnico de la Comisión Técnica de Financiamiento, Comité de Deuda

Pública o Comité Técnico de Financiamiento, según sea su denominación en cada entidad de la República.

Al llevarse a cabo esta autorización legislativa para tramitar el endeudamiento, también debe autorizarse al sujeto contratante o acreditado, para que, de ser el caso, afecte sus participaciones en ingresos federales como garantía del pago del crédito; ya que está contemplada por el artículo 2º, fracción III del Reglamento del artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal en materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios, la autorización previa por la legislatura del Estado es requisito para registrar la afectación de dichas participaciones.

Tratándose de las obligaciones adquiridas por los Ayuntamientos, el Poder Legislativo deberá igualmente otorgar el aval del gobierno del Estado en los créditos solicitados, para que éste funja como deudor solidario de los Municipios.

Una vez que el Congreso ha revisado y discutido las condiciones del préstamo, se promulga y publica en el Periódico Oficial del Estado el decreto en el cual se autoriza la celebración del crédito, la afectación de las participaciones en ingresos federales y, en su caso, el aval otorgado a los Municipios por el Gobierno del Estado.

3.3.3. Solicitud del Crédito ante el Organismo de Financiamiento

Para llevar a cabo el trámite ante la institución financiera elegida, debe formularse la solicitud del crédito. En ella han de especificarse el tipo de obra o servicio a realizar, su ubicación, el monto estimado que se solicita, la situación general de los servicios públicos en la localidad de que se trate, los ingresos y egresos del nivel de gobierno solicitante en los más recientes ejercicios fiscales y los beneficios esperados. Además deberán incluirse el decreto del Congreso local autorizando el trámite y los resultados del análisis de factibilidad.

Toda esta información se anexa a la solicitud y tiene como objetivo dar a la institución financiera los elementos que le permitan otorgar el préstamo, tanto en términos de la posibilidad de su amortización (o recuperación) como de que el mismo se emplee en una obra o servicio público necesario para la comunidad.

3.3.4. Obtención de la Aprobación del Crédito

Cuando la institución financiera cuenta con la solicitud del crédito y los resultados del análisis de factibilidad, procede a su evaluación. Si los

resultados de la misma son positivos, en función de la rentabilidad financiera y del impacto social del proyecto, se aprueba el crédito y se informa la decisión, precisando el monto máximo autorizado, la tasa de interés, el plazo, la forma de amortización (fija, creciente, decreciente, etc.), los intereses a pagar, la fuente de pago (es decir, los ingresos netos que generará en su operación el proyecto), las garantías que deberá otorgar el acreditado, las comisiones correspondientes y los demás gastos que deberá cubrir el solicitante.

3.3.5. Afectación de las Participaciones Federales

Contando con la autorización del Congreso para otorgar las participaciones en ingresos federales como garantía del pago del crédito, antes de formalizar el empréstito se solicita a la Dirección de Deuda Pública dependiente de la Dirección General de Crédito Público de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, inscriba la obligación contraída en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios para que, en caso de incumplimiento de las obligaciones adquiridas, se cubran esos adeudos directamente al acreditante, deduciendo su importe de las participaciones que correspondan al acreditado en los ingresos federales.

Es importante aclarar que tratándose de los municipios sólo pueden ser otorgadas en garantía las participaciones que la Federación les deba pagar directamente (participaciones directas en los gravámenes al comercio exterior)³². Así que cuando esas participaciones directas son insuficientes para cubrir el monto de las obligaciones cuya inscripción solicitan los Municipios, se podrá efectuar ésta si el Estado correspondiente otorga garantía solidaria (Reglamento del art. 9º de la Ley de Coordinación Fiscal, artículo 2º fracción IV).

3.3.6. Formalización del crédito

La formalización del crédito se hace mediante la suscripción del contrato de apertura y la constitución de las garantías correspondientes, contando con la intervención de los representantes del nivel de gobierno acreditado (Estado o Municipio) y de la institución otorgante del crédito.

Para que pueda llevarse a cabo la formalización del crédito, generalmente es necesario cumplir con las siguientes condiciones previas:

32. Esto obedece a la razón de que los montos otorgados a cada Municipio por las participaciones en los Fondos y en otros ingresos son determinados por las Legislaturas Locales y no por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

- Que la obligación se encuentre inscrita en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios.
- Que exista el decreto del Congreso Local debidamente publicado, donde se autorice a contratar el crédito, a afectar las participaciones en ingresos federales como garantía y, en el caso de los Municipios, se otorgue el aval del gobierno del Estado.
- Que los representantes del Estado o Municipio contratante acrediten debidamente su personalidad.
- Que, tratándose de entidades paraestatales o paramunicipales, el órgano directivo del acreditado autorice la contratación del crédito.

Resulta oportuno señalar que aun cuando se celebre el contrato de crédito, no se comienza a recibir de inmediato los recursos crediticios, ya que primero se deben llevar a cabo otras actividades tales como la licitación de los contratos de obras, cuando se trate de ampliar la infraestructura urbana o de prestar servicios públicos.

3.3.7. Licitación Pública de la Obra

La licitación pública de los contratos de obra es un proceso que, cumpliendo con los requisitos señalados por las leyes de Obras Públicas de los Estados, permite adjudicar los contratos de obras y adquisiciones de bienes o servicios mediante subasta pública (o concurso) a aquellos proveedores o contratistas que ofrecen las condiciones óptimas de costos, calidad y plazo de entrega.

Para ello es necesario determinar las bases del concurso y expedir las convocatorias correspondientes, para así estar en condiciones de elegir la propuesta más adecuada, emitir el fallo correspondiente y celebrar el contrato para ejecutar la obra o para adquirir el bien o servicio.

El proceso de licitación es responsabilidad básica del acreditado, que puede iniciarlo en forma paralela a la formalización del crédito, siempre y cuando el fallo se dé a conocer después de que se haya firmado el contrato del crédito.

3.3.8. Publicidad a Obras y Tarifas

Del mismo modo en que antes de celebrar el empréstito se consideró la opinión de los beneficiarios de las obras financiadas a través del crédito y se

pudo conocer su disposición a contribuir a su pago; una vez que se ha contratado el préstamo, debe hacerse del conocimiento de la comunidad la realización de la obra y también debe difundirse los recursos que aportarán los particulares para cubrir el crédito que se ha contratado.

3.3.9. Inversión de los Recursos Crediticios

El período de inversión del crédito es el lapso en el que se lleva a cabo la construcción de la obra correspondiente a un proyecto y, en general, el tiempo en el que se realiza la aplicación del crédito.

En esta etapa, la institución financiera hace el pago de las disposiciones correspondientes y el gobierno local las destina al fin o propósito para el que han sido solicitadas. Con frecuencia, en el caso de la ejecución de obras públicas, no se recibe de inmediato el importe total del préstamo, sino que sólo se otorga un anticipo que permite iniciar la ejecución y paulatinamente y conforme se avance en la obra, la institución financiera continúa suministrando los recursos.

El ejercicio o aplicación de los recursos crediticios debe ser realizado por el gobierno local en la forma más aproximada posible a lo que señalan el presupuesto y el programa de actividades del proyecto; participando en este ejercicio la administración hacendaria, las áreas de obras públicas y, en su caso, los contratistas que llevan a efecto el proyecto.

Cuando el proyecto ha sido concluido, se pone en funcionamiento, con lo que debe igualmente comenzar a generar recursos para el gobierno local; esos recursos han de aplicarse al pago del crédito durante el período de amortización del préstamo.

Por último, resulta importante señalar algunas condiciones básicas que los gobiernos locales deben cumplir durante los períodos de inversión y amortización del crédito y que coadyuvan a un uso eficiente de estos recursos. Estas condiciones son:

- Canalizar los importes del crédito exclusivamente al propósito objeto del financiamiento, que es el que se halla pactado contractualmente.
- Realizar los proyectos materia del crédito hasta su total terminación.
- Proporcionar las facilidades necesarias para la ejecución, supervisión y verificación de los proyectos.

- Otorgar garantías suficientes para el pago del préstamo y ampliarlas cuando, por cualquier razón, resulten insuficientes.
- Pagar oportunamente el importe del principal más los accesorios durante el período de amortización.
- Solicitar fianzas de cumplimiento de contrato y de aplicación de anticipo.
- Cobrar a los beneficiarios los ingresos que constituyan la fuente de pago del financiamiento.

3.3.10. El Apoyo de BANOBRAS para las Autoridades Locales

En la etapa de elaboración de todos los estudios para la obtención de recursos crediticios por parte de los gobiernos locales, sería importante acudir a las oficinas de BANOBRAS en busca de asesoría financiera, ya que esa Institución dispone de los suficientes elementos técnicos y jurídicos para apoyar a las autoridades locales en la concreción de los proyectos. En efecto, la Ley Orgánica del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, en el Art. 7º, fracc. IV, determina que en el cumplimiento de sus objetivos, BANOBRAS podrá:

“Tomar a su cargo o garantizar las emisiones de valores y de títulos de crédito en serie, emitidos o garantizados por las dependencias y entidades de la administración pública federal, del Distrito Federal, de los Estados y Municipios.”

Asimismo, en la revista “Federalismo y Desarrollo”, publicada por BANOBRAS, se expresa que los programas y actividades de la institución están basadas en los siguientes postulados:

- I. Compromiso para impulsar, en los estados y municipios, centralmente los menos favorecidos, el desarrollo y fortalecimiento de la infraestructura, equipamiento y servicios urbanos, así como el transporte y las telecomunicaciones.
- II. Ampliar los márgenes de maniobra, tanto financieros como administrativos, para procurar asistencia técnica en la identificación y diseño de diferentes fuentes de ingresos.
- III. Instrumentar los esquemas apropiados para la administración de los recursos, así como fórmulas de ingeniería financiera que permitan

empatar proyectos socialmente rentables pero financieramente inviables, mediante la incorporación de recursos de la iniciativa privada, capital de riesgo, dinero de los estados y municipios, o una mezcla de todo lo anterior.

- IV. Reafirmar nuestras funciones de Banco del Federalismo mediante el cumplimiento de nuestros objetivos, creando soporte necesario para avanzar por el camino de la eficiencia, la eficacia y la productividad.³³

3.4. LA ALTERNATIVA QUE OFRECE EL MERCADO DE VALORES

En los apartados anteriores ya hemos reseñado los procedimientos esenciales para la contratación de deuda por parte de los gobiernos locales. En este apartado veremos con mayor detalle los elementos claves a evaluar por parte de quienes juzguen conveniente analizar la opción que ofrece el mercado de valores para allegarse recursos para financiar los proyectos productivos.

3.4.1. Beneficios para una Unidad Económica que Acude al Mercado de Valores

En primer lugar hagámonos la siguiente pregunta: ¿Qué beneficios podría esperar una unidad económica que recurre al mercado de valores para obtener recursos? Esta pregunta es pertinente ya que una unidad económica tiene varias opciones para apoyar sus necesidades de recursos crediticios. Sin embargo, existen algunos elementos que nos permiten evaluar la elección entre una fuente financiera y otra. A continuación presentamos algunos aspectos a considerar:

a). El Plazo. Este es un elemento central para la elección de la fuente crediticia, ya que al plazo al que sea posible contratar los recursos deberá estar de acuerdo a la capacidad de generación de flujos monetarios del proyecto, con el objeto de pagar oportunamente el importe del principal más los costos financieros (intereses) durante el período de amortización.

Los compromisos de corto plazo deben financiarse con recursos crediticios de corto plazo y los compromisos de largo plazo deben financiarse con recursos crediticios de largo plazo. Es decir, el plazo concedido por la fuente

33. Editorial de la revista "Federalismo y Desarrollo", publicada por BANOBRAS, número 40, agosto-septiembre-octubre de 1993, pág. 3.

financiera, se deberá ajustar al plazo que requiera el proyecto específico y no lo contrario. Una vez resuelto el problema del plazo, se procederá a comparar el costo de cada una de las opciones disponibles.

Este importante aspecto, es posible que quede satisfecho en el medio bursátil, ya que posee los instrumentos adecuados para cada proyecto o necesidad crediticia y, por lo tanto, el asesor financiero encontraría el mecanismo adecuado para llevar a cabo la emisión de los valores.

b). El Costo. Aquí intervienen una serie de factores que alteran el costo total del dinero, según sea la fuente de los recursos. Entre otros señalaremos los siguientes:

- La tasa de interés aplicable al crédito.
- Forma de pago de los intereses (al vencimiento o anticipados)
- Comisiones que se requieran pagar.
- Gastos por servicios fiduciarios y administrativos
- Costo de avalúos
- Otros gastos relativos al crédito.

En el caso de que se emitan instrumentos como obligaciones o certificados de participación, la tasa de interés que deberá ofrecerse a los inversionistas como rendimiento de estos valores, estaría de acuerdo a las condiciones imperantes en ese momento en el mercado de dinero y de capitales. En términos generales podríamos decir que la tasa de interés que deberá ofrecerse a los inversionistas o compradores de estos valores, es atractiva con relación a otras fuentes de financiamiento, esto es particularmente cierto si consideramos el plazo al cual se obtienen los recursos en el medio bursátil, ya que cuando existen largos períodos para la amortización de un empréstito, se diluyen algunos gastos relativos al crédito, como por ejemplo: comisiones, gastos por servicios fiduciarios y administrativos, avalúos y otros gastos relativos al crédito.

Cabe agregar que actualmente es descendente el “premio” o rendimiento que deberá ofrecerse a los futuros compradores o inversionistas que participan en el mercado de valores.

c). El Monto de los Recursos Necesarios. Se toma en cuenta como opción de financiamiento generalmente aquella que tenga capacidad para satisfacer el monto total de los recursos deseados o que ofrezca una salida adecuada para contar con el resto de los recursos.

El mercado de valores, por su propia definición, es un lugar en donde asisten infinidad de inversionistas tanto institucionales como no institucionales, todos ellos con el propósito de acomodar sus excedentes financieros; naturalmente que esto se ejecuta previo estudio de las mejores alternativas para la satisfacción de sus necesidades de inversión, ya que los inversionistas toman en cuenta lo siguiente:

- El riesgo
- El rendimiento
- La liquidez que los instrumentos ofrecen

De cualquier forma, existen mayores posibilidades de colocar valores entre infinidad de inversionistas, que obtener un crédito en una unidad económica aislada, por grande que ésta sea. Este es un punto que conviene subrayar, ya que la potencialidad del mercado de valores es significativa, por lo tanto conviene consultar nuestros proyectos con un asesor financiero, con el objeto de buscar una solución a los problemas específicos.

d). Tramitación de la Solicitud de Crédito. El tiempo transcurrido entre el momento en que ingresa la solicitud a la institución de crédito y la entrega de los recursos, es un factor que generalmente está asociado con la facilidad para cubrir los requisitos y procedimientos, y con la celeridad con que internamente se ventilen los expedientes.

Ahora bien, si se determina que la unidad económica está en las condiciones de aspirar al financiamiento bursátil, se estima que después de que se hayan inscrito los títulos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, en un máximo de 36 días hábiles podría tramitarse su registro en la Bolsa Mexicana de Valores, para proceder a la oferta pública de los instrumentos. En la nueva sección B o Mercado Intermedio de la Bolsa Mexicana de Valores, la cual está diseñada para empresas medianas, se estima que una vez lograda la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, se logra el registro en esta sección en aproximadamente 20 días hábiles. Cabe aclarar que el tiempo que se lleva el procedimiento para la inscripción de valores en la Bolsa Mexicana varía según sea la característica de cada valor, pero de cualquier manera mencionamos estos períodos con el objeto de contar con una base.

La unidad económica solicitante deberá acudir a un intermediario financiero (Casa de Bolsa) quien, como hemos visto, ayudará al posible emisor en la promoción, estructuración, negociación, coordinación y ejecución de la colocación pública de valores.

3.4.2. Experiencias y Perspectivas de los Gobiernos Locales en el Mercado de Valores

Del análisis de los instrumentos del mercado de valores que hemos manejado, podemos observar que la incursión en el mercado de valores de un gobierno local, se ubicará más bien en la emisión de instrumentos que forman parte del mercado de capitales, ya que la participación de una autoridad local estaría encaminada a la búsqueda de financiamiento, sobre todo a largo plazo, con el objeto de destinarlo a proyectos productivos. Cabe señalar que hasta ahora los instrumentos de mayor uso por parte de las autoridades locales, han sido, en orden de importancia, los Certificados de Participación Ordinarios y los Pagarés a Mediano Plazo.

3.4.2.1. Los Certificados de Participación

Los Certificados de Participación han sido instrumentos frecuentemente utilizados por los gobiernos locales, principalmente para financiar proyectos carreteros. Es probable que esta preferencia se dé por la seguridad que inspira la figura del fideicomiso asociada a estos instrumentos y por la naturaleza misma de los proyectos.

Los Certificados de Participación están normados en el Capítulo V Bis, del Título Primero de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito. Enseguida presentamos los elementos más indispensables para comprender estos instrumentos que también han sido utilizados frecuentemente por empresas privadas.

De acuerdo con el artículo 228(a) de Ley antes señalada, los Certificados de Participación son títulos de crédito que representan:

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

En el caso de los incisos b) y c), el derecho total de los tenedores de certificados de cada emisión será igual al porcentaje que represente en el momento de hacerse la emisión el valor total nominal de ella en relación con el valor comercial de los bienes, derechos o valores correspondientes fijado por el peritaje practicado en los términos del artículo 228h.

Los Certificados serán bienes muebles aun cuando los bienes fideicomitidos, materia de la emisión, sean bienes inmuebles. Sólo las instituciones de crédito autorizadas en los términos de la ley respectiva para practicar operaciones fiduciarias podrán emitir estos títulos de crédito.

Para los efectos de la emisión de Certificados de Participación podrán constituirse fideicomisos sobre toda clase de empresas, industriales y mercantiles, consideradas como unidades económicas. Los certificados de participación serán designados como ordinarios o inmobiliarios, según que los bienes fideicomitidos, materia de la emisión, sean muebles o inmuebles. Los certificados podrán ser amortizables o no serlo.

Los Certificados Amortizables darán a sus tenedores, además del derecho a una parte alícuota de los frutos o rendimientos correspondientes, el del reembolso del valor nominal de los títulos.

La emisión se hará previa declaración unilateral de voluntad de la sociedad emisora expresada en escritura pública, en la que se harán constar:

- La denominación, objeto y el domicilio de la sociedad emisora.
- Una relación del acto constitutivo del fideicomiso, base de la emisión.
- Una descripción suficiente de los derechos o cosas materia de la emisión y el dictamen pericial de los avalúos.
- El importe de la emisión, con especificación del número y valor de los certificados que se emitirán, y de las series y subseries, si las hubiere.
- La naturaleza de los títulos y los derechos que ellos conferirán y la denominación de los títulos.
- En su caso el mínimo rendimiento garantizado y el término señalado para el pago de productos o rendimientos, y si los certificados fueren amortizables, los plazos, condiciones y forma de la amortización.

- Los datos de registro que sean procedentes para la identificación de los bienes materia de la emisión y de los antecedentes de la misma.
- La designación de representante común de los tenedores de certificados y la aceptación de éste, con su declaración: a). De haber verificado la constitución del fideicomiso base de la emisión; b). De haber comprobado la existencia de los bienes fideicomitados y la autenticidad del peritaje practicado sobre los mismos.

En caso de que los certificados se ofrezcan en venta al público, los avisos o la propaganda contendrán los datos anteriores.

Como se ha visto anteriormente, la figura del fideicomiso está muy ligada con los Certificados de Participación. Por ello, es de relevancia tocar algunos conceptos elementales que se ocupan para el desarrollo de nuestro trabajo.

a). El Fideicomiso

La figura del fideicomiso forma parte de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, en el capítulo V del Título Segundo.

De acuerdo con lo que expresa esta ley, en virtud del fideicomiso, el fideicomitente destina ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de ese fin a una institución fiduciaria.

El fideicomiso será válido aunque se constituya sin señalar fideicomisario, siempre que su fin sea lícito y determinado.

Pueden ser fideicomisarios las personas físicas o jurídicas que tengan la capacidad necesaria para recibir el provecho que el fideicomiso implica.

Sólo pueden ser fiduciarias las instituciones expresamente autorizadas para ello conforme a la Ley de Instituciones de Crédito.

Pueden ser objeto del fideicomiso toda clase de bienes y derechos, salvo aquellos que, conforme a la ley, sean estrictamente personales de su titular.

Los bienes que se den en fideicomiso se considerarán afectos al fin a que destinan y, en consecuencia, sólo podrán ejercitarse respecto a ellos los derechos y acciones que al mencionado fin se refieran, salvo los que expresamente se reserve el fideicomitente, los que para él deriven del

fideicomiso mismo o los adquiridos legalmente respecto de tales bienes, con anterioridad a la constitución del fideicomiso, por el fideicomisario o por terceros.

La institución fiduciaria tendrá todos los derechos y acciones que se requieran para el cumplimiento del fideicomiso, salvo las normas o limitaciones que se establezcan al efecto, al constituirse el mismo y estará obligada a cumplir dicho fideicomiso conforme al acto constitutivo.

Otro elemento que forma parte importante dentro del mecanismo de emisión de Certificados de Participación, es la elaboración de un Prospecto de Emisión, el cual es un folleto que publica la unidad emisora, con el objeto de difundir información suficiente, o sea, que contenga los datos más relevantes de la emisora, para que los inversionistas cuenten con los elementos completos para decidir la compra de títulos en el mercado de valores.

b). Información Contendida en el Prospecto de Emisión de los Certificados de Participación

La información que deberá contener el Prospecto de Emisión de los Certificados de Participación, es la siguiente:

La Emisión

b.1. Denominación, objeto y domicilio de la sociedad.

Esta primera sección contiene el domicilio de la institución fiduciaria.

b.2. Emisión

En este apartado se expone que la institución fiduciaria, con fundamento en el artículo 228 "M" de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, efectúa la operación de emitir una determinada cantidad de certificados con un valor nominal de cien pesos cada uno o de sus múltiplos y se manifiesta el valor total nominal de la emisión.

b.3. Acto constitutivo del fideicomiso

Aquí describe el objeto del fideicomiso que dio origen a la emisión de los certificados.

b.4. Bienes Materia de la Emisión

Son los importes provenientes de la colocación y venta de los instrumentos bursátiles. Asimismo, son los importes provenientes de la explotación de la obra materia del fideicomiso y los rendimientos financieros derivados de la inversión del patrimonio fiduciario, en tanto no se destinen al cumplimiento de los fines del fideicomiso.

b.5. Dictamen Pericial

Es el cumplimiento de lo señalado en el artículo 228 “H” de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, con el objeto de valuar los bienes materia del contrato de fideicomiso y que sirven de garantía de la emisión.

b.6. Denominación de la Emisión

Se expresa si los certificados son ordinarios, inmobiliarios, amortizables o no amortizables y el nombre que se les confiera a los certificados para efectos de distinguir la emisión en el mercado.

b.7. Precio de la Colocación

En este apartado se expresa el precio unitario del certificado, el cual podría ser de N\$ 100.00 o sus múltiplos. El valor de los certificados puede ajustarse incrementándose o disminuyéndose en la misma proporción en que aumente o disminuya el Índice Nacional de Precios al Consumidor Quincenal, si así lo determina el acta de la emisión correspondiente.

b.8. Características de los Certificados

- a). Tendrán la mención de ser Certificados de Participación Ordinarios Amortizables, así como la clave de pizarra. La clave de pizarra es una simplificación del nombre o razón social de la emisora y se le destinan un máximo de siete letras para la emisora y cinco para la serie.
- b). Serán nominativos.
- c). Serán amortizables.
- d). Estarán avalados por una institución bancaria, en su caso, o bien la garantía sería el proyecto mismo.

- e). Para los efectos de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, el Emisor quedará obligado al pago a sus tenedores del valor nominal ajustado de los certificados, en los términos del artículo 228 “J” del citado ordenamiento.
- i). Podrían tener un rendimiento de, por ejemplo, 5.00% sobre el valor del principal ajustado.
- g). Llevarán adheridos una cierta cantidad de cupones que ampararán el pago de los rendimientos que cada uno de los períodos correspondientes, así como la mención del pago de las amortizaciones.

b.9. Títulos de los Certificados

Los Certificados de Participación que se emitan estarán amparados por un único título múltiple que se depositará en el S.D. INDEVAL, S.A. DE C.V., endosado en administración en los términos y para los efectos de lo dispuesto en los artículos 57, 74, y demás relativos de la Ley del Mercado de Valores, por lo que los titulares de los certificados acreditarán sus derechos de acuerdo con lo dispuesto en el segundo párrafo del propio artículo 74 y 78 de la misma ley.

b.10 Plazo

Aquí se estipula el plazo de vigencia de los certificados, el cual podría ser, por ejemplo, de 12 años, dividido en 48 períodos de 91 días aproximadamente. Las amortizaciones se podrían establecer una a la mitad del plazo y la otra restante al término del mismo, con un valor ajustado según lo establezca el acta de emisión.

Se podría establecer en el acta de emisión una amortización anticipada y en todo caso se tendría que cumplir con lo dispuesto en el artículo 228 “T” de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito para ese efecto.

b.11 Derechos y Obligaciones de los Tenedores

Los Certificados de Participación que se emitan representarán para sus tenedores lo siguiente:

- a). El derecho a una parte alícuota de los ingresos brutos provenientes de la explotación de la obra.
- b). Los rendimientos del producto de la inversión financiera de los recursos del fideicomiso.
- c). El derecho a la amortización de los certificados de participación con base en su valor nominal ajustado, de conformidad con lo establecido en el acta de emisión.
- d). Otros que se deriven del caso correspondiente.

Otra Información

Además de los puntos anteriores, el prospecto de emisión deberá contar con la información que aparece enseguida:

- Forma de amortización del principal
- Forma de cálculo de los intereses
- Condiciones de la amortización anticipada (en su caso)
- Asamblea de tenedores de certificados
- Aceptación del representante común
- Honorarios del representante común
- Resguardo del principal e intereses
- Avisos y publicidad
- Autorizaciones
- Posibles Adquirentes
- Legislación y tribunales
- Finalmente, en el prospecto de emisión se debe anexar un resumen del proyecto al cual se aplicarán los recursos producto de la colocación de los certificados. Esta información deberá estar presentada de manera

que otorgue al inversionista la información suficiente para que evalúe las perspectivas y la viabilidad económica del proyecto respectivo.

3.4.2.2. *Pagaré a Mediano Plazo*

Este instrumento financiero también ha sido utilizado en últimas fechas por los gobiernos locales, tal ha sido el caso del gobierno del estado de Nuevo León, ya que el día 10 de marzo de 1993 efectuó la oferta pública de N\$ 200 millones de nuevos pesos a través de pagaré a mediano plazo, los cuales fueron avalados por BANOBRAS. Estos pagarés estarán respaldados por los ingresos que se recibirán por el cobro de una carretera de cuota.

Asimismo, agregaremos que el gobierno del estado de Sonora participó, el día 30 de noviembre de 1992, en la oferta pública de un pagaré a mediano plazo por la cantidad de \$ 400,000 millones de pesos, con un plazo de vigencia de 455 días (5 trimestres), y avalados por BANOBRAS y un banco comercial. Cabe anotar que para llevar a cabo lo anterior se creó una sociedad anónima denominada “Río Sonora, S.A. de C.V.”, empresa que emitió los títulos y los garantizó con el patrimonio del fideicomiso “PROGRESO, Promotor del Desarrollo Urbano”, responsable del proyecto Río Sonora, Hermosillo Siglo XXI.

A continuación expondremos los fundamentos de estos títulos de crédito, con el objeto de ampliar su comprensión y de esta manera evaluar la posibilidad de su uso en el ámbito de las haciendas locales, en la inteligencia de que cada caso guarda características diferentes, según sea el proyecto y según sea la entidad de que se trate, por lo que no es posible generalizar. Lo importante es tener el conocimiento global, tanto de este instrumento como de otros, para adaptarlo a las propias necesidades y circunstancias.

De acuerdo con el Artículo 170 de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito, el pagaré debe contener:

- La mención de ser pagaré, inserta en el texto del documento.
- La promesa incondicional de pagar una suma determinada de dinero.
- El nombre de la persona a quien ha de hacerse el pago.
- La época y el lugar del pago.
- La fecha y el lugar en que se suscriba el documento.

- La firma del suscriptor o de la persona que firme en su nombre.

Asimismo, la Ley del Mercado de Valores en su artículo 74, expresa que en caso de valores nominativos, los títulos que los representen serán emitidos con la mención de estar depositados en la institución para el depósito de valores de que se trate, sin que se requiera expresar en el documento el nombre, ni en su caso el domicilio y la nacionalidad del titular o titulares.

La Circular 10-143 de la Comisión Nacional de Valores³⁴, regula la emisión, registro y autorización de la oferta pública de los pagarés de mediano plazo. En la parte destinada a los considerandos de esta Circular, se anota lo siguiente:

- Que como medida tendiente a fortalecer y desarrollar el mercado de valores, es conveniente continuar introduciendo nuevas alternativas que permitan a las empresas obtener recursos a través del mismo, a la vez que constituyan una opción más al alcance del público inversionista;
- Que existe un creciente interés por parte de emisores potenciales, en obtener financiamiento a través de la suscripción de títulos con vigencia intermedia, como son los pagarés a mediano plazo;
- Que, en consecuencia, resulta necesario establecer el régimen específico para la emisión, registro y autorización de oferta pública de estos instrumentos, que considere el pago de intereses periódicos y la posibilidad de contar con garantía fiduciaria.

Con base en estos considerandos, se emitieron algunas disposiciones de carácter general aplicables a los Pagarés a Mediano Plazo, las cuales están contenidas en la Circular anteriormente señalada:

- a). Se consideran pagarés a mediano plazo los suscritos por sociedades mexicanas, denominados en moneda nacional, emitidos a plazos no menores de uno ni mayores a tres años y destinados a circular en el mercado de valores y deberán tener un valor de \$100,000.00 (N\$100.00) o sus múltiplos y la misma fecha de vencimiento.
- b). Los pagarés de mediano plazo que sean objeto de oferta pública en intermediación en el mercado de valores, deberán inscribirse previa-

34. La Circular 10-143 de la Comisión Nacional de Valores, fue publicada en el Diario Oficial de la Federación con fecha del 25 de marzo de 1994.

mente en la Sección de Valores en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Asimismo, deberán ser inscritos en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

- c). Los pagarés de mediano plazo podrán ser quirografarios, avalados o con garantía fiduciaria. Tratándose de estos últimos, deberá hacerse constar esta circunstancia al reverso de los títulos, especificando el fideicomiso y los bienes fideicomitidos que garanticen el pago de aquéllos.
- d). La sociedad emisora podrá determinar libremente la tasa de rendimiento y el plazo de emisión, con arreglo a lo siguiente:
 - Se podrá fijar una sobretasa, en puntos o porcentaje sobre los rendimientos netos que ofrezcan instrumentos tanto gubernamentales como bancarios.
 - Los títulos generarán intereses con la periodicidad que determine el emisor, para lo cual llevarán cupones adheridos y numerados.
 - La amortización total de los títulos se efectuará mediante un único pago al final del plazo de la emisión, contra la entrega de los títulos correspondientes.

Para solicitar la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, se deberá proporcionar la siguiente información general de la sociedad emisora:

- a). Denominación social.
- b). Testimonio notarial o copia certificada notarialmente de la escritura constitutiva y reformas estatutarias, con datos de inscripción en el Registro Público de Comercio.
- c). Actividad principal o giro de la empresa.
- d). Domicilio social.
- e). Dirección de las oficinas principales.
- f). Nombre de los miembros del Consejo de Administración.
- g). Capital social.

- h). Ultimos estados financieros dictaminados previamente a la fecha de solicitud.
- i). Principales funcionarios
- j). Otras empresas con las que la emisora forma un mismo grupo y, en su caso, subsidiarias.
- k). Principales marcas.
- l). Finalmente, se debe anexar el nombre de la casa de bolsa encargada de la colocación de los títulos.

Asimismo, se debe llenar un formato de aviso de oferta pública de suscripción de los pagarés de mediano plazo. Este formato consta de lo siguiente:

1. Anuncio de la oferta pública y valor nominal de la misma.
2. Denominación de la emisora.
3. Tipo de documento.
4. Clave de pizarra.
5. Monto de la emisión.
6. Mención de la categoría en que fue clasificada la emisión, de acuerdo al dictamen emitido por la institución calificadora de valores.
7. Garantía (quirografaria, aval o fiduciaria).
8. Valor nominal de los pagarés de mediano plazo.
9. Plazo.
10. Monto de la oferta.
11. Tasa de rendimiento.
12. Fecha de emisión.
13. Fecha de pago de intereses.

14. Fecha de vencimiento.
15. Depositario: S. D. INDEVAL, S.A. de C.V.
16. Lugar de pago de los intereses y principal (oficinas del INDEVAL o, en su caso, de la sociedad emisora).
17. Posibles adquirentes.
18. Mención de que los títulos se encuentran inscritos en la Sección Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios y de que son objeto de cotización en Bolsa.
19. Agente colocador.
20. Transcripción del último párrafo del artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores, el cual expresa que: “La inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios no implica certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor. Esta mención deberá figurar en los documentos a través de los que se haga oferta pública de valores”.
21. Lugar y fecha de aviso.
22. Autorización de la C.N.V. (citar número de oficio de registro).

3.4.2.3. Los Bonos u Obligaciones de Deuda Pública

La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, a semejanza de lo que sucede en el medio bursátil, orienta la emisión de obligaciones hacia las sociedades anónimas, pero, como ya hemos visto, tal facultad se extiende para las autoridades locales en forma de bonos u obligaciones de deuda pública, pero hasta el momento esta es sólo una perspectiva que consideramos útil explorar, con el objeto de contribuir a su reglamentación en el mercado de valores aplicada a los gobiernos locales, ya que de esta manera se le daría más versatilidad al medio bursátil para satisfacer las necesidades específicas de financiamiento de las autoridades locales.

En efecto, por el momento existe un vacío en la reglamentación para la emisión de bonos u obligaciones de deuda pública local, pero estamos seguros que este vacío puede ser superado a través del trabajo conjunto de las autoridades locales, por una parte, y la Comisión Nacional de Valores, por la otra, ya que de acuerdo con el artículo 3º de la Ley del Mercado de valores, párrafo cuarto, “La Comisión Nacional de Valores podrá establecer,

mediante disposiciones de carácter general, las características a las que se debe sujetar la emisión y operación de los valores y documentos sujetos al régimen de esta ley, con miras a procurar certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los tenedores de los títulos, seguridad y transparencia a las operaciones, así como la observancia de los sanos usos y prácticas del mercado.”

De lo anterior derivamos nuestro interés en exponer este instrumento de deuda, de la forma como lo ha utilizado y aprovechado la empresa privada en México, ya que así conoceremos más ampliamente las características y ventajas de este título de crédito.

El fundamento legal de las obligaciones se encuentra en la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, que en el Capítulo V, artículo 208, ley establece lo siguiente:

“Las sociedades anónimas pueden emitir obligaciones que representen la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora.

Las obligaciones serán bienes muebles aun cuando estén garantizadas con hipoteca.”³⁵

Estos títulos contienen la promesa por parte de la emisora de pagar a sus poseedores en los plazos preestablecidos una determinada cantidad por concepto de intereses, los cuales son calculados sobre el monto del capital señalado y de restituir ese monto mediante amortizaciones convenidas, siendo el método más utilizado el de los sorteos.

Las obligaciones son fracciones de deuda de la emisora y cada uno de los suscriptores u obligacionistas se convierten en acreedores de la unidad económica emisora. Las obligaciones representan una obligación contractual de la emisora, por esto, el pago de intereses y la amortización de la deuda en los planes acordados, son obligaciones legales.

Los Principales Tipos de Obligaciones

a). Obligaciones Hipotecarias. Este tipo de obligaciones están garantizadas con bienes inmuebles o, lo que puede ser lo mismo, con activos

35. Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, publicada en el Código de Comercio y Leyes Reglamentarias, Editorial Porrúa, S. A., pág. 279.

fijos específicos de la emisora, y esta garantía deberá ser superior al monto del crédito, en una proporción que varía según el caso.

b). Obligaciones Quirografarias. Son aquellas en que el deudor responde del cumplimiento de sus obligaciones con todos sus bienes, con excepción de aquellos que, conforme a la ley, son inembargables. En este caso no existe, por lo tanto, una garantía específica, ya que está contando la solvencia moral y económica del obligado. En otras palabras, este mecanismo equivale a un préstamo directo a largo plazo.

c). Obligaciones Convertibles. Las obligaciones convertibles son títulos de crédito que representan fracciones de deuda contraída por la emisora. Los tenedores de estos títulos recibirán una cantidad por concepto de intereses en la forma periódica que se halla estipulado en el acta de emisión de estas obligaciones. Además podrán optar entre recibir la amortización de la deuda, o bien convertir sus títulos en acciones comunes de la misma emisora. En el contexto de los bonos u obligaciones de deuda pública local, las obligaciones convertibles deberán tomarse con las reservas que el caso amerita, ya que se ajustan al ámbito de las sociedades anónimas.

d). Obligaciones Avaladas. Este tipo de obligaciones son las que están avaladas por una institución de crédito ya sea comercial o de desarrollo.

Enseguida presentamos las características que tiene la emisión de obligaciones en el mercado de valores, descripción que efectuaremos basada en las experiencias que han tenido las empresas privadas en ese campo.

Características de las Obligaciones. En general, las características de las obligaciones son las siguientes:

- Pueden ser nominativas o al portador
- Plazo de la emisión: superior a tres años.
- Garantías: depende del tipo de obligación
- Tasas de interés: pueden ser fijas o flotantes.
- Representante: se designa un representante común para todos los inversionistas.
- Amortización: puede ser parcial, al vencimiento o anticipada.

La Autorización para la Emisión

La autorización de la emisión se obtiene por medio de un dictamen que emite la Comisión Nacional de Valores, el cual considera los siguientes aspectos:

- Estudio de la Unidad Económica
- Motivos de la inscripción en bolsa.
- Precio de la colocación de las obligaciones.
- Intereses pagaderos a los inversionistas.
- Liquidez y solvencia de la unidad emisora.
- Situación jurídica de la emisora.
- Dictamen de los estados financieros de la unidad emisora.

Como ya lo hemos anotado con anterioridad, la Comisión Nacional de Valores vigila y regula la emisión de los diferentes valores, y es por ello que sólo se autorizan emisiones de unidades que en el momento de la colocación de los valores y en un futuro previsible, tengan una situación financiera que permita esperar el pago puntual de las obligaciones. Para aprobar la inscripción de los títulos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, la Comisión exigirá que se observen ciertas normas respecto de la estructura financiera del emisor, a fin de reducir el riesgo de una eventual insolvencia.

En las actas de emisión y en los propios títulos deberá estipularse cualquiera de las siguientes opciones: la renuncia del emisor a la facultad de amortizar anticipadamente las obligaciones, o bien que se reserva el derecho de hacer la amortización referida, queda condicionada a que haya transcurrido un término razonable y a que se pague a los titulares una prima.

El Monto y el Momento

En primer lugar, el monto a emitir se establece considerando la cantidad máxima autorizada de emisión por parte de las autoridades; en segundo lugar, el monto también estará determinado por la propias necesidades de la emisora. En lo referente al momento oportuno para llevar a cabo la emisión, está determinado por los siguientes factores:

- La necesidad financiera de la unidad económica emisora.
- El comportamiento de las tasas de interés; en general, si se prevé que las tasas de interés bajen, deberá esperarse para realizar la emisión, para aprovechar menores costos financieros.
- Por último, otro factor clave es la rentabilidad del proyecto al que se aplicarán los recursos producto de la emisión.

Las Diferentes Formas de Amortización

Existen varios procedimientos para determinar la forma de la amortización, pero cualquiera que sea la forma elegida, en el acta de emisión de las obligaciones constará la mecánica que se seguirá para el pago de este pasivo.

a). Un sólo pago por el total en una fecha determinada. Como podrá imaginarse, este método no es aconsejable, ya que compromete a la unidad emisora a un desembolso único y pesado.

b). A través de amortizaciones programadas. La emisora podrá amortizar conforme lo estipulado en una tabla en la que aparezcan las fechas en que será pagado cada título, describiendo los números de los mismos. Otra forma puede ser determinando las fechas y las cantidades a pagar, dejando al azar la elección de los títulos que han de ser amortizados. En este último caso, el sorteo se efectúa ante notario y con la intervención del representante común de los obligacionistas.

c). La amortización anticipada. Es aquella que se realiza antes de la fecha de vencimiento de las obligaciones otorgando un premio por esta anticipación a los tenedores de los títulos. Finalmente, también existe el caso de la amortización por pago indirecto, la cual constituye forma de pago indirecto del principal, ya que el rescate en bolsa se convierte en acciones.

La elección de una forma de amortización es de particular importancia, ya que resulta conveniente realizar una amortización anticipada cuando el nivel de las tasas de interés actuales son inferiores a las que existían cuando se realizó la emisión original. En este caso, si existe la forma de amortización anticipada, se sustituye por otra emisión con un pago de menores tasas de interés y por lo tanto a un costo menor.

Otro paso importante que se deberá llevar a cabo dentro del procedimiento para la emisión de obligaciones, es la elaboración de un prospecto

de emisión, el cual se elabora una vez que ya se tienen definidos todos los puntos anteriores.

Prospecto de Emisión

Para emitir obligaciones también se tiene que conformar un prospecto de emisión, el cual contiene la información siguiente:

a). Información general de la unidad emisora

- Nombre y personalidad jurídica de la emisora.
- Fecha de constitución.
- Últimas modificaciones a la escritura constitutiva o al régimen legal aplicable.
- Información referente a la situación económica de la unidad económica y perspectivas financieras.

b). Información relativa a la emisión

- Denominación
- Lugar y fecha de emisión
- Monto de la emisión
- Valor nominal
- Clasificación de grupos para efectos de amortizaciones y sorteos
- Representante común de los obligacionistas
- Número de obligaciones
- Plazo de la emisión
- Especificación del derecho inherente a la amortización anticipada de la emisión
- Destino de los fondos

- Intereses devengados
- Período de pago de los intereses
- Lugar de pago
- Número y fechas de la amortización de las obligaciones
- Limitaciones relativas a la estructura financiera de la unidad emisora

c). Información financiera

Aquí se incluye el comportamiento y tendencia de la emisora en los últimos años y está referida a lo siguiente:

- Activos, pasivos y capital
- Ventas, costos y utilidades
- Indicadores financieros relativos a:
 - liquidez
 - estabilidad
 - rotación
 - rentabilidad

d). Información relativa a planes y proyectos

- Nuevas inversiones
- Financiamientos
- Diversificación
- Expansión

En el apartado siguiente describiremos los requisitos que marca la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., para la inscripción de todos los valores, lo cual constituye el último paso dentro del procedimiento de emisión de títulos. Asimismo, el próximo apartado contiene las bases para que los valores puedan mantener vigente su registro, ya que éste se sujeta al cumplimiento de varias condiciones.

3.5. REQUISITOS PARA LA INSCRIPCIÓN DE TÍTULOS EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES

Como hemos visto en apartados anteriores, para obtener y, en su caso, mantener la inscripción de los valores en la Sección de Valores, del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, sus emisores deberán satisfacer, a juicio de la Comisión Nacional de Valores, los requisitos siguientes:

- Que exista solicitud del emisor.
- Que las características de los valores y los términos de su colocación les permitan una circulación que sea significativa y que no cause perjuicio al mercado.
- Que los valores tengan o puedan llegar a tener una circulación amplia en relación con la magnitud del mercado o de la empresa emisora.
- Que se prevea razonablemente que sus emisores tendrán solvencia y liquidez.
- Que los emisores sigan políticas, respecto de su participación en el mercado de valores, congruentes con los intereses de los inversionistas.

Una vez cubierto y aprobado el trámite anterior, se procederá a la inscripción del valor en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., para lo cual describiremos a continuación los elementos que el solicitante debe presentar y aprobar. El apartado que presentamos a continuación, está referido a todos los instrumentos que actualmente se negocian en el mercado y, como podrá verse, están relacionados principalmente para empresas privadas. Cabe agregar que estos requisitos y reglamentos son los que han servido de base para la emisión de valores por parte de los gobiernos locales, razón por la cual es útil su conocimiento.

3.5.1. Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

Los requisitos para llevar a cabo la inscripción de los títulos en la Bolsa Mexicana de Valores, se encuentran descritos en el Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores y, más específicamente, en el Título Segundo³⁶,

36. El contenido del Título Segundo del Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., apareció publicado en un trabajo elaborado por el Instituto Mexicano de Capitales, denominado "Operación del Mercado de Valores en México".

según se aprecia enseguida en la descripción del contenido general del reglamento:

TITULO PRELIMINAR	- Disposiciones Generales
TITULO PRIMERO	- De los Miembros de la Bolsa
TITULO SEGUNDO	- De los Valores Negociables
TITULO TERCERO	- De las Operaciones Bursátiles
TITULO CUARTO	- Del Funcionamiento de la Bolsa
TITULO QUINTO	- Disposiciones Finales
TITULO SEXTO	- De las Operaciones a Futuro
TITULOS SEPTIMO	- De las Operaciones de Ventas en Corto.

A continuación presentamos el contenido del Título Segundo de los mencionados reglamentos, ya que es de sumo interés para el objeto de nuestro estudio. Para abreviar los términos originales, en este apartado “Registro” significa “Registro Nacional de Valores e Intermediarios”, “Comisión” significa “Comisión Nacional de Valores” y “Consejo” significa “Consejo de Administración de la BMV”.

TITULO SEGUNDO DE LOS VALORES NEGOCIABLES

ARTICULO 70°. Sólo podrán inscribirse en Bolsa los valores y documentos previamente inscritos en el Registro, siempre que se cumplan con los requisitos que se establecen en este Reglamento.

CAPITULO PRIMERO DE LA INSCRIPCION DE VALORES EN BOLSA

SECCION PRIMERA DE LA SOLICITUD

ARTICULO 71°. La solicitud de inscripción de valores en Bolsa deberá ser solicitada formalmente por la emisora, mediante docu-

mento firmado por su representante legítimo, la que se presentará por duplicado acompañado por la siguiente documentación:

- I. Copia del oficio de autorización expedido por la Comisión, en el cual conste que los valores relativos se encuentran inscritos en el Registro.
- II. En su defecto, copia de la solicitud presentada ante la Comisión para obtener dicho registro, con un duplicado de toda la documentación que se hubiere acompañado para ese fin.
- III. Copia certificada de su escritura constitutiva con sus reformas, así como el acta de emisión en su caso.
- IV. Los estados financieros dictaminados y la demás documentación contable o de otra naturaleza que fije el Consejo, con carácter general.

ARTICULO 72°. Para la inscripción de los valores en Bolsa, deberá cumplirse además con los siguientes requisitos:

- I. Que la escritura constitutiva de la emisora, sus reformas, el acta de emisión y los valores, se ajusten a las leyes aplicables y a los requisitos fijados por la Bolsa que tengan por objeto garantizar los intereses de los inversionistas.
- II. Comprometerse a respetar las sanas prácticas del mercado bursátil.
- III. Acreditar solvencia, liquidez y rendimiento razonable de los títulos, a juicio del Consejo, de acuerdo a las circunstancias del mercado.
- IV. El compromiso de la emisora de no proporcionar información privilegiada a persona o entidad alguna fuera de la que en general se proporciona al mercado o públicamente y velar porque el personal de la emisora quede impedido de hacer uso de la información a su alcance para realizar transacciones de compra-venta de valores en condiciones ventajosas.

- V. Adecuarse a los demás requisitos establecidos por la Bolsa con carácter general, para proteger los intereses de los inversionistas.
- VI. Aceptar las visitas a que se refiere el artículo 81º. de este Reglamento, pagar su costo y proporcionar toda la información y documentación que le soliciten los visitantes de la Bolsa.

SECCION SEGUNDA DE LA TRAMITACION

ARTICULO 73º. La solicitud para la inscripción de valores en Bolsa, deberá presentarse dentro de los siguientes plazos:

- a). Tratándose de acciones, con una antelación no inferior a treinta y seis días hábiles a la fecha prevista para su colocación en oferta pública.
- b). Tratándose de obligaciones, certificados de participación y de otros valores emitidos en serie, con una antelación no menor a treinta y seis días hábiles a la fecha de otorgamiento de emisión respectiva.
- c). Tratándose de Papel Comercial con una antelación no inferior a doce días hábiles a la fecha de la primera operación.
- d). Tratándose de cualesquiera otros títulos de crédito, con la antelación que, por cada caso, fije el Consejo.

ARTICULO 74º. Las solicitudes con su documentación respectiva se presentarán en la Dirección General, la que le dará entrada oficial, señalando año, mes, día y hora. En caso de que faltase cualquier documento o no se acreditara el cumplimiento de todos los requisitos exigibles, la Dirección General podrá conceder un plazo al solicitante para que dentro de los tres días hábiles siguientes, complemente los requisitos faltantes; en cuyo caso, se mantendrá en vigor la fecha de presentación original.

ARTICULO 75º. Presentados los documentos y una vez que la Dirección General los califique como suficientes, encomendará la

práctica de un estudio técnico y jurídico sobre cada emisor antes de resolver sobre la aceptación de los títulos materia de la solicitud.

El emisor cubrirá el importe de los gastos y honorarios del referido estudio al momento de presentar su solicitud, comprometiéndose a cubrir cualquier excedente que se ocasionare por tal concepto.

La Dirección General quedará encargada de formular el estudio técnico y jurídico y podrá contratar a los profesionales que estime conveniente para su confección.

Los elementos para calcular el importe de tales estudios, se fijarán por el Consejo, mediante acuerdo general.

ARTICULO 76°. El Consejo sesionará por lo menos una vez al mes para acordar sobre las solicitudes de inscripción que se hubieren presentado dentro de los plazos respectivos.

ARTICULO 77°. El Consejo deberá fundar debidamente su acuerdo en caso de negar la inscripción de los títulos solicitados en tiempo y forma; debiendo notificarse al emisor, a más tardar dentro de los tres días hábiles que sigan a la fecha en que se hubiere adoptado tal acuerdo.

ARTICULO 78°. Si transcurriesen seis meses a partir de la fecha de la presentación original de la solicitud respectiva, sin que hubiere recaído resolución favorable, por causas imputables al emisor, caducará el expediente; debiendo el interesado reiniciar los trámites y pagar nuevamente todos los derechos, gastos y honorarios que se causen.

SECCION TERCERA DE LAS CLASES DE SOLICITUDES

ARTICULO 79°. Se establecerán varias clases de solicitudes, de acuerdo con los valores que se pretendan registrar y negociar en Bolsa.

I. Inscripción de acciones emitidas por empresas industriales, comerciales y de servicio.

- II. Inscripción de obligaciones.
- III. Inscripción de Certificados de Participación.
- IV. Inscripción de Papel Comercial.
- V. Otras inscripciones.

ARTICULO 80°. El Consejo podrá establecer nuevas clases de solicitudes de inscripción.

ARTICULO 81°. La Dirección General podrá requerir a los emisores interesados la información complementaria y las aclaraciones de los puntos que considere pertinentes, todos ellos relativos a las escrituras sociales o a las características de la emisión, así como de los títulos cuyo registro se solicite.

La Dirección General podrá ordenar visitas oficiales a los emisores con objeto de conocer sus instalaciones, sistemas de contabilidad, normas financieras, organización industrial, comercial o de servicios, según sea el caso y cuantos demás aspectos considere adecuados para calificar la solicitud correspondiente.

Los gastos de visitas serán por cuenta del emisor y la o las fechas en que deberán efectuarse serán establecidas, por común acuerdo, entre la Dirección General y el emisor de que se trate.

ARTICULO 82°. Los valores a que se refiere el Artículo 15°. de la Ley, cuyas inscripciones en Bolsa se soliciten no estarán sujetos a los requisitos establecidos en las fracciones III del artículo 72°. de este Reglamento.

ARTICULO 83°. El emisor podrá impugnar ante la Comisión el acuerdo del Consejo que deniegue la inscripción en Bolsa.

ARTICULO 84°. Una vez aprobada por el Consejo la inscripción de los valores en Bolsa, si no se realiza su colocación en oferta pública o no se operan en el Salón de Remates dentro de un plazo de seis meses contados a partir de la fecha en que se hubiese practicado la inscripción correspondiente, ésta

dejará de surtir efectos, quedando obligado el emisor a presentar nueva información actualizada y pagar los derechos respectivos.

El Consejo resolverá, previa presentación de nueva solicitud, si procede o no reinscribir el título o valor de que se trate. En caso de reinscripción, se considerará como fecha efectiva del segundo registro, la fecha de la primera inscripción cancelada.

ARTICULO 85°. La inscripción de títulos en Bolsa surtirá efecto de acuerdo con las siguientes reglas:

1. Tratándose de acciones, certificados de participación, obligaciones y demás valores: Desde la fecha del acuerdo que autorice su negociación en Bolsa.
2. Tratándose de nuevos títulos de series posteriores que reúnan las mismas características esenciales que los títulos valores ya inscritos, a partir de su inscripción en el Registro.
3. En el caso de que las nuevas emisiones se refieran a títulos con características distintas a los valores que constituyen las emisiones previas, desde la fecha en que se practique la inscripción de los nuevos valores.

SECCION QUINTA DE LA OFERTA PUBLICA

ARTICULO 86°. La Bolsa admitirá las ofertas públicas de valores si se satisfacen los siguientes requisitos:

- I. Presentar una “SOLICITUD DE REGISTRO DE LAS OPERACIONES EN OFERTA PUBLICA” firmada por su representante legítimo, con una antelación no inferior a treinta y seis días hábiles a la fecha prevista para la oferta pública.
- II. Haber cumplido lo establecido en los Artículos 74°. y 75°. de este Reglamento.

- III. Obtener la aprobación del Consejo de Administración de esta Bolsa.
- IV. Presentar copia del oficio expedido por la Comisión, en el cual conste la autorización para llevar a cabo la oferta pública.

En los casos en que la autorización de la oferta pública se solicite en forma simultánea a la inscripción de valores, las emisoras se deberán ajustar a lo dispuesto en las secciones referentes a la Inscripción de Valores en Bolsa.

ARTICULO 87°. La Dirección General otorgará la autorización de registro de las operaciones de colocación mediante oferta pública en los libros de la Bolsa, siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

1. Presentación a la Bolsa del prospecto impreso de la emisión de que se trate, debidamente aprobado por la Comisión, con una antelación no inferior a cuarenta y ocho horas previstas a la fecha de colocación, salvo los datos relativos a intereses, plazo y precio, los cuales deberán suministrarse, por lo menos, veinticuatro horas antes de esa fecha.
2. Publicación previa en dos de los periódicos de mayor circulación de la Ciudad de México, haciendo del conocimiento público los datos esenciales de la emisión, mencionando específicamente el número de autorización de la Comisión Nacional de Valores y que dichos títulos, objeto de la operación, se encuentran inscritos en Bolsa.

Si el domicilio del emisor estuviese fuera del área metropolitana de la Ciudad de México, la publicación deberá efectuarse, además, en uno de los periódicos diarios más importantes que circulen en el lugar de dicho domicilio.

3. Depósito previo en el Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL) de los títulos de crédito o títulos valores que sean objeto de la oferta pública.

ARTICULO 88°. El registro en bolsa de las operaciones realizadas mediante oferta pública por los agentes o Casa de Bolsa que actúen en calidad de colocadores, se anunciará en el piso por dichos intermediarios, para conocimiento de los demás agentes y operadores, advirtiendo claramente que se trata de una operación de registro.

CAPITULO SEGUNDO DE LAS OBLIGACIONES Y DERECHOS DE LAS EMISORAS

SECCION PRIMERA DE LAS OBLIGACIONES

ARTICULO 89°. Son obligaciones de los emisores cuyos valores están inscritos en Bolsa las siguientes:

- I. Cubrir durante el mes de enero de cada año, las cuotas de remuneración de los servicios de la Bolsa que apruebe la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en los términos del Artículo 39°. de la Ley.

En caso de inscripción de nuevas acciones por aumento del capital social del emisor, éste deberá pagar el incremento proporcional de cuota que corresponda por dicho aumento, por el resto del año en curso, durante los treinta días siguientes a la fecha de la asamblea correspondiente.

Cuando las cuotas no sean cubiertas en los plazos antes establecidos, las emisoras deberán cubrir un interés moratorio del 3% mensual sobre el importe de la cuota adecuada a la Bolsa.

- II. Tratándose de emisores industriales, comerciales y de servicios, proporcionar información financiera trimestral, con las notas aclaratorias que la Dirección General determine, debiendo presentar a la Bolsa dicha información dentro de los veinte días hábiles que sigan a la terminación de cada trimestre, con excepción del cuarto trimestre, cuya información deberá presentarse en un plazo de cuarenta días hábiles.

Si hubiera razones jurídicas que justifiquen la consolidación de los estados financieros entre varios emisores, la información que deberán suministrar a la Bolsa incluirá tanto la particular de cada uno de los emisores, como la consolidación de los mismos. Los trimestres se computarán de acuerdo al ejercicio social de la emisora controladora o, si sólo hubiere una sociedad con títulos inscritos en Bolsa, se tomará en cuenta el ejercicio social de esa última. Si los emisores consolidados fuesen varios y no hubiere un emisor básico o esencial en el grupo, prevalecerá el ejercicio social del emisor de mayor importancia económica, en función del capital contable.

- III. Informar por escrito oportunamente a la Bolsa sobre cualquier situación extraordinaria que pudiera repercutir en la estructura financiera o en los resultados, o en los índices de liquidez, así como cualquier cambio de política contable, financiera o económica en relación al ejercicio inmediato anterior.
- IV. Informar oportunamente por escrito a la Bolsa de cualquier cambio en los miembros de su Consejo de Administración y de los principales funcionarios del emisor, indicando las causas o razones que expliquen tales cambios.
- V. Informar inmediatamente por escrito a la Bolsa, sobre cualquier cambio de domicilio, ubicación de oficinas, números telefónicos, número y claves identificadoras de telex, direcciones cablegráficas, apertura y cierre de sucursales, oficinas de corresponsalía, acuerdos de prestación de servicios por conducto de instituciones de crédito y demás particulares.
- VI. Aceptar que intervenga un representante de la Bolsa designado por la Dirección General, con voz, pero sin voto, en las reuniones de sus Asambleas Generales, Ordinarias y extraordinarias de Accionistas y en las Asambleas Generales de Obligacionistas, en su caso, que celebren los emisores.
- VII. Proporcionar a la Bolsa copia autorizada de las actas de reuniones de Consejo de Administración que re-

suelvan sobre ejercicios de derechos y convocatorias de Asambleas, así como de las actas de las asambleas Generales Ordinarias y Extraordinarias de Accionistas y de las Asambleas de Obligacionistas, en su caso, al siguiente día hábil a su celebración con una copia de las listas de asistencia y de las certificaciones de los escrutadores.

- VIII. Proporcionar a la Bolsa un informe trimestral sobre las exhibiciones de capital cuando se trate de emisores constituidos bajo la forma de Sociedad Anónima de Capital Variable, siempre que hubiere cambios en la porción de capital sujeta a retiro, indicándose las fechas, número y precio al que fueron suscritas las acciones y las fechas, número y monto del valor de reembolso de las acciones que hubieren sido objeto de retiro.
- IX. Tratándose de certificados de participación, los fideicomitentes o, en su caso, los fideicomisarios, deberán girar instrucciones a la institución fiduciaria que los hubiere emitido para cumplir con todas y cada una de las obligaciones establecidas en este Reglamento a cargo de los emisores.
- X. Informar oportunamente por escrito a la Bolsa sobre los citatorios, convocatorias, notificaciones, avisos relativos al ejercicio de los derechos sociales y económicos que correspondan a los títulos inscritos, con cinco días hábiles, anteriores a la fecha en que tendrá verificación el acto o negocio que sea objeto de las referidas comunicaciones.
- XI. Comunicar de inmediato a la Bolsa, con copia dirigida a la Comisión, cualquier cancelación, pérdida, robo, extravío, alteración o nulidad de los títulos inscritos, que sea de su conocimiento.
- XII. Proporcionar anualmente a la Bolsa, dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha de celebración de la Asamblea General anual Ordinaria de Accionistas que se hubiese convocado para conocer los esta-

dos financieros y determinar la aplicación de resultados del último ejercicio social, copias de los siguientes documentos:

- a). Estados financieros dictaminados por Contador Público independiente, el dictamen del auditor, así como el dictamen del comisario.
- b). Informe Anual presentado por el Consejo de Administración de la propia Asamblea y que incluirá los aspectos a que se refiere el Artículo 172º. de la Ley General de Sociedades Mercantiles.
- c). Informe anual rendido a la Asamblea de Accionistas por los comisarios respecto a la veracidad, suficiencia y razonabilidad de la información presentada por el Consejo de Administración a la propia Asamblea y que deberá incluir, los conceptos relacionados en la fracción IV del Artículo 166º. de la Ley General de Sociedades Mercantiles.
- d). Informe sobre la aplicación de utilidades acordada por la Asamblea General Ordinaria de Accionistas, especificando el dividendo decretado, en su caso, así como la forma, lugar y fecha de pago y cupón o cupones contra los que se liquidará.
- e). Relación de las personas elegidas por la Asamblea General Ordinaria de Accionistas para integrar el Consejo de Administración durante el siguiente ejercicio social, incluyendo el nombre del o los comisarios designados, con los siguientes datos: Nacionalidad, lugar y fecha de nacimiento, estado civil, profesión y domicilio.
- f). Relación de los principales funcionarios ejecutivos, indicando, en cada caso, las características principales de su función, así como las facultades o poderes que les hubieren sido conferidos, consignándose los mismos datos previstos en el inciso anterior.

- g). Lista de asistencia a la Asamblea, certificada por los escrutadores. Esta deberá contener los siguientes datos: Nombre de los accionistas, número de acciones de que sea tenedor cada uno, así como el nombre del representante del accionista en su caso.

ARTICULO 90°. Una vez que hubiesen celebrado la Asamblea anual Ordinaria de Accionistas a que se refiere la fracción XII del artículo anterior, las sociedades emisoras deberán presentar, dentro de un plazo de cinco días hábiles posteriores a la fecha de celebración, la información adicional que a continuación se determina:

- I. Lista clasificada de los diferentes productos elaborados en orden de importancia, con indicación del volumen y unidades producidas y vendidas durante el ejercicio, con sus respectivos importes y marcas usadas para la venta.
- II. Relación de la producción de las distintas plantas industriales de la propia empresa, en orden descendente de importancia, especificando las actividades que se realizan en cada una de ellas.
- III. Listado de las principales actividades comerciales o de distribución, incluyendo ventas al mayoreo y al menudeo, facilidades de pago concebidas a la clientela, forma o términos utilizados en las ventas a plazo, en su caso, así como las demás actividades que originen ingresos.
- IV. Ubicación de los locales en donde se presten los servicios, en su caso.
- V. Relación de inversiones en acciones, obligaciones, otros títulos valores, así como títulos de crédito individuales, indicando el nombre del emisor o del girador, en su caso, clase de título de crédito o título valor de que se trate, cantidad de certificados o títulos, valores nominales, precio de adquisición y otros pormenores relativos a los mismos.

- VI. Porcentaje que las acciones adquiridas, o en cartera, representen respecto al capital social del emisor, debiendo acompañarse de los últimos estados financieros consolidados entre dicho emisor y la sociedad o empresa en cuestión cuando se trate de inversión mayoritaria.
- VII. Relación de datos referentes a las empresas en cuyo capital participen, con indicación de las actividades industriales, comerciales o de servicios a que se dedique el emisor de tales acciones. Los datos a que se refieren las fracciones I y II deberán ser proporcionados por los emisores que tengan el carácter de empresas industriales. Los datos a que se refieren las fracciones III y IV deberán ser suministradas por los emisores que sean empresas comerciales o de servicio. Los demás datos deberán proporcionarse por los emisores, cualquiera que sea la principal actividad a que se dediquen.

Cualquier cambio en la información anterior, deberá ser comunicado de inmediato a la Bolsa. Asimismo, se deberá proporcionar oportunamente la información adicional que fije con carácter general el Consejo de Administración o la Dirección General en su caso.

SECCION SEGUNDA DE LOS DERECHOS

ARTICULO 91°. Son derechos de los emisores cuyos valores están inscritos en Bolsa:

- I. Mantener en la Bolsa la cotización de sus valores.
- II. Denunciar ante el Consejo cualquier acto u operación contrarios a las sanas prácticas del mercado, según su leal saber y entender.
- III. Utilizar todos los servicios que con carácter general proporcione la Bolsa a los emisores.

ARTICULO 92°. Los emisores sólo podrán ejercitar los derechos que consigna este reglamento, cuando estuvieren al corriente en el cumplimiento de sus obligaciones.

**CAPITULO TERCERO
DE LA SUSPENSION Y DE LA CANCELACION DEL
REGISTRO DE VALORES EN BOLSA**

**SECCION PRIMERA
DE LA SUSPENSION**

ARTICULO 93°. El Consejo podrá suspender el registro de un valor y, por lo tanto, su cotización en Bolsa, en los términos de la Ley, en cualquiera de los siguientes casos:

- I. Si el emisor no cumple sus obligaciones en los plazos fijados en la fracción II del Artículo 89°.
- II. Si el emisor dejase de cumplir cualesquiera otras de las obligaciones a su cargo y tal incumplimiento causare daños al mercado, a juicio del Consejo.
- III. A juicio del Consejo de Administración, cuando se produzcan respecto del valor de que se trata, condiciones desordenadas y operaciones no conforme a sanos usos o prácticas del mercado, imputables al emisor.
- IV. Cuando el emisor demorase más de noventa días el pago de una cuota anual de remuneración por los servicios de la Bolsa y los intereses moratorios respectivos a que se refiere la fracción I del Artículo 89° de este Reglamento.

ARTICULO 94°. El Consejo, al decretar la suspensión del registro de un valor, deberá fundar su decisión y fijar el plazo de la suspensión dentro del límite anteriormente establecido, dando aviso a la Comisión de las razones que justifiquen tal medida.

**SECCION SEGUNDA
DE LA CANCELACION**

ARTICULO 95°. El Consejo podrá cancelar el registro de un valor y, por lo tanto, su operación ulterior en Bolsa, previa autorización de la Comisión, según el Artículo 35°. de la Ley, en cualquiera de los siguientes casos:

1. Amortización total de la emisión.
2. Disolución y liquidación de la sociedad emisora.
3. Declaración judicial de quiebra o suspensión de pagos de la sociedad emisora.
4. Cancelación de inscripción del valor de que se trate en el Registro.
5. Concurrencia en la sociedad emisora de cualquiera de las causas que la Ley establece para decretar la quiebra de la misma.
6. En el caso de acciones, a solicitud de la emisora por acuerdo de su Asamblea General de Accionistas votado por la mayoría de los socios, los que deberán asentar en el acta el compromiso formal de adquirir las acciones de los accionistas que se negaron al acuerdo, debiendo por tanto anunciar una oferta de compra de esas acciones, a través de los medios de comunicación señalados para los casos de convocatorias para conocimiento de esos accionistas. El precio de las acciones así como el plazo de vigencia de compromiso serán aprobados por la Bolsa y por la Comisión Nacional de Valores.

3.5.1.1. Inscripción de Acciones

Las acciones son títulos-valor que representan una fracción de la propiedad de una empresa, es decir, representan a una porción del capital social de una empresa. Presentamos estos títulos, porque es útil el estudio de los requisitos para su inscripción en la Bolsa, principalmente nos servirá para apreciar al final de este capítulo el notable avance que significó en la Bolsa Mexicana de Valores, la apertura del mercado intermedio, que está diseñado para empresas de mediano tamaño.

Para registrar a una empresa en la sección de valores del Registro, la Oferta Pública de Acciones no debe ser menor al 15% del Capital Pagado de la empresa, ni el monto de la misma inferior a N\$ 15 millones de nuevos pesos. Con el cumplimiento de este requisito una empresa podría quedar inscrita en la Subsección A de la sección de valores, la cual está destinada

a empresas de mayor tamaño, por esta razón se le denomina como el “Mercado Principal”.

Adicionalmente, por lo menos cinco días hábiles anteriores a la fecha de inscripción de las Acciones, la Casa de Bolsa colocadora deberá enviar lo siguiente:

1. Oficio de inscripción emitido por la Comisión Nacional de Valores.
2. Diez ejemplares del Prospecto de Colocación.
3. Carta de Características que contenga:
 - Clave de monitor
 - Fecha de Inscripción y Oferta
 - Características del Capital Social a inscribir, incluyendo las series que lo integran y su valor nominal
 - Cupón vigente
 - Precio de colocación
 - Monto de la oferta
 - Porcentaje que representa la Oferta del capital social
 - Tipo de oferta
 - Período de ofrecimiento
4. Ficha del Depósito de los Títulos en el INDEVAL.

La autorización de la inscripción será de acuerdo a las Juntas de Consejo, las cuales se llevan a cabo los terceros lunes de cada mes; sin embargo, la presentación de la solicitud se deberá sujetar al plazo establecido, considerando la Programación de las Juntas de Consejo.

Los documentos que se deberán presentar conjuntamente con la información anteriormente señalada son:

1. Copia del Acta de la Junta de Consejo de Administración que haya acordado la inscripción en Bolsa de las acciones, en la cual se facultó al representante para realizar los trámites relativos, o en su defecto, certificación del Secretario del Consejo en la que hagan constar las dos situaciones anteriormente descritas.
2. Copia del oficio de autorización de la Comisión Nacional de Valores (Podrá enviarse posteriormente, ya que la autorización de la Comi-

sión Nacional de Valores, puede tramitarse en forma simultánea a la presente solicitud).

3. Copia de la escritura de constitución de la empresa y todas y cada una de las escrituras de reformas a la primera.
4. Copia de la lista de asistencia a la última asamblea de Accionistas debidamente firmada por los asistentes y certificada por los escrutadores.
5. Actividad que realiza la empresa y lugares donde ubica sus plantas en la fecha de su constitución y en la actualidad.
6. Relación de sus empresas subsidiarias, actividad que realizan, lugares donde ubican sus plantas, monto del capital social con que cuentan y participan de la solicitante en dichas empresas.
7. Consejo de Administración en funciones a la fecha de esta solicitud.
8. Relación de los principales funcionarios, sus puestos a la fecha de esta solicitud, antigüedad dentro de la empresa y esquema organizacional de la misma.
9. Contratos con otras firmas, especialistas, empresas o agrupaciones de cualquier clase, de las cuales la compañía recibe: asesoría administrativa, asistencia técnica, financiamiento, concesiones, explotación de marcas, exclusividad de ventas, etc., explicando características de los mismos.
10. Monto de inversión anual de la empresa en maquinaria y equipo en el curso de los últimos tres años, su lugar de procedencia, monto importado y comentarios acerca de su calidad. En el caso de empresa tipo Holding estos datos son indispensables para cada una de sus subsidiarias.
11. Enumeración de las materias primas y auxiliares utilizadas, mencionando su importancia porcentual y su lugar de procedencia.
12. Capacidad instalada de la empresa y de sus subsidiarias, así como su nivel de aprovechamiento en el curso de los últimos tres años.
13. Enumeración, marca y características de los bienes o servicios que componen la línea de producción de la empresa y de sus subsidia-

rias, mencionando sus principales clientes y su importancia relativa en el total de ingresos de la empresa.

14. Volúmenes e importes de ventas durante los últimos tres años, clasificadas por mercado nacional y extranjero.
15. Enumeración y participación de sus principales competidores, penetración en el mercado, tanto de la solicitante como de sus subsidiarias y especificación de sus sectores demandantes.
16. Estados Financieros Dictaminados por Contador Público Independiente, relativos a los últimos tres ejercicios sociales o desde la iniciación de sus operaciones cuando la empresa tenga tiempo menor de estar operando. Dichos estados deberán contener la información relativa a los efectos de la inflación en la información financiera, de acuerdo a lo dispuesto por el Boletín B-10 del Instituto Mexicano de Contadores Públicos.

Las compañías que soliciten la inscripción de sus acciones con fecha posterior a los 90 días siguientes a la terminación de su último ejercicio social, deberán proporcionar Balance General, Estado de Resultados y notas explicativas a los mismos, relativos a una fecha que no deberá tener una antigüedad mayor de 3 meses contados a partir del día de presentación de esta solicitud o en su defecto de la Oferta estados Financieros Dictaminados por Contador Público Independiente, relativos a los últimos 3 ejercicios sociales tanto de la misma Holding (sin consolidar) como de los consolidados, así como los Estados Financieros más recientes de cada una de las Subsidiarias.

17. Estado de Modificaciones al capital social desde su constitución indicando cuál es el origen del aumento (aportaciones en efectivo o en especie, capitalización de superávit ganado o de capital, etc.), señalando en el caso de sociedades de Capital Variable, las fechas de acuerdo de Consejo o en su caso de Asamblea de Accionistas en que se decreten los aumentos.
18. Aplicación de utilidades correspondientes al último ejercicio social acordado por la asamblea de Accionistas que aprobó los Estados Financieros.

3.5.1.2. Pagaré Empresarial Bursátil

El procedimiento que se deberá cubrir para la inscripción y emisión de los títulos denominados “PAGARES EMPRESARIALES BURSATILES” es el siguiente:

DE LA INSCRIPCION

- Para obtener la autorización para la inscripción de los pagarés, la empresa emisora deberá presentar a la Subdirección de Emisoras y Estudios Financieros, por lo menos tres días hábiles antes de la fecha de colocación, una solicitud por escrito acompañada de la siguiente documentación:
 1. Oficio de Inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios emitido por la Comisión Nacional de Valores.
 2. Copia del Contrato de Fideicomiso correspondiente.
 3. Copia del Contrato de Colocación celebrado con la Casa de Bolsa, en su caso.
 4. Copia certificada del poder notarial de la o las personas autorizadas para suscribir los pagarés.
 5. Copia de la escritura de constitución de la empresa emisora.

Asimismo se deberá solicitar la asignación de la clave de pizarra para identificación de la empresa.

Presentados los documentos y una vez que la Dirección de Administración y Finanzas los califique como suficientes, otorgará autorización para la inscripción solicitada.

EMISION:

- Cubierto el punto anterior para estar en posibilidades de colocar las emisiones de Pagarés Empresariales Bursátiles, se deberá cumplir con lo siguiente:
 - A) A más tardar a las 12:00 horas del día hábil anterior a la fecha del registro o cruce de la emisión, la Casa de Bolsa Colocadora enviará a la Subdirección de Emisoras y Estudios Financieros, con copia a

la Subdirección de Operaciones, carta donde se indiquen las características de la emisión, como sigue:

- Emisora
 - Clave de identificación
 - Monto
 - Fecha de Cruce o Registro
 - Fecha de Emisión
 - Fecha de Vencimiento
 - Días Plazo
 - Valor Nominal
 - Tasa de Rendimiento
 - Tasa de Descuento
 - Agente Colocador y Sindicato, en su caso
- B) Presentar la constancia de la garantía establecida para la emisión.
- C) El día en que se verifique el cruce o registro de los títulos, se deberá realizar publicación en uno de los periódicos de mayor circulación de la Ciudad de México, haciendo del conocimiento público los datos esenciales de la emisión, mencionando específicamente el número de autorización de la Comisión Nacional de Valores y que dichos títulos objeto de la operación se encuentran inscritos en Bolsa.
- D) A más tardar el día del cruce y registro, proporcionar el comprobante del depósito en el INDEVAL, de los títulos que sean objeto de la oferta pública.

3.5.1.3. Certificados de Participación Inmobiliarios

Para obtener la autorización para la inscripción de estos títulos, la empresa emisora deberá presentar, por lo menos 20 días hábiles antes de la fecha de colocación, una solicitud por escrito acompañada de la siguiente documentación:

1. Escritura Pública en la que se formalice la emisión y el contrato de fideicomiso respectivo.
2. Copia del Oficio de Autorización emitido por la Comisión Nacional de Valores.

3. Copia del Oficio emitido por la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.
4. Copia del Avalúo practicado al inmueble fideicomitado.
5. Proyecto de Título de los valores objeto de Inscripción y oferta pública.
6. Proyecto de aviso de oferta pública.
7. Copia del contrato de colocación.
8. 10 ejemplares del Prospecto de Colocación.

EMISION

A más tardar tres días hábiles anteriores a la fecha de registro o cruce de la emisión, se deberá enviar a la Subdirección de Emisoras y Estudios Financieros, con copia a la Subdirección de Mercado de Dinero, la siguiente documentación:

1. Carta de Características de la Emisión, indicando lo siguiente:
 - Emisora
 - Clave de identificación
 - Monto de la colocación
 - Número de títulos a colocar
 - Fecha de cruce o registro
 - Fecha de emisión
 - Tasa de interés
 - Sindicato colocador
2. Ficha del depósito de los Títulos en el INDEVAL

3.5.1.4. Obligaciones

A más tardar cinco días hábiles anteriores a la fecha de inscripción (cruce) de los valores, será necesario enviar copia de la Escritura de Emisión debidamente Protocolizada, contemplando las observaciones realizadas por el Abogado Consultor de esta Bolsa durante el proceso de estudio, con la finalidad de obtener el Dictamen Jurídico correspondiente.

Asimismo, en igual plazo, será necesario enviar la siguiente documentación:

1. Oficio de Inscripción de la Comisión Nacional de Valores
2. Diez ejemplares del prospecto de colocación.
3. Carta de Características que contenga:
 - Denominación de la Emisión
 - Monto de la Emisión
 - Fecha de Emisión
 - Fecha de Cruce
 - Tasas vigentes para el primer mes
 - Plazos de la Emisión
 - Período de Ofrecimiento
4. Ficha del Depósito de la Títulos en el INDEVAL

La autorización de la inscripción será por acuerdo Económico del Consejo de Administración; sin embargo, la presentación de la Solicitud se deberá sujetar al plazo establecido en el Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores.

3.5.2. Requisitos para la Inscripción de Títulos en el Mercado Intermedio de la BMV.³⁷

Este apartado está relacionado principalmente con la emisión de acciones de las sociedades anónimas, y dentro de ellas especialmente las de tamaño mediano. Reconocemos que no tiene relación directa con los títulos de deuda pública susceptibles de emitir por parte de los gobiernos locales; pero de cualquier manera presentamos esta información con el objeto de que se aprecie la evolución del mercado de valores, ya que en la actualidad se advierte un marcado interés de las autoridades financieras porque este mecanismo de financiamiento, al simplificar los requisitos, llegue a un mayor número de unidades económicas, con lo cual aumentaría el peso que actualmente tiene el mercado bursátil en la economía de México. Y uno de los grandes retos que deberá vencer en un futuro inmediato el mercado de valores de México es precisamente ese: aumentar el número de unidades

37. El miércoles 1º de diciembre de 1993, apareció en el Periódico "El Financiero" un documento de la Bolsa Mexicana de Valores titulado "Características Generales del Mercado Intermedio de Valores en México". Esta sección está basada en la información que ahí está contenida.

que participan en el mercado como emisoras y, de igual forma, aumentar el número de inversionistas que acuden al medio bursátil para colocar sus excedentes de caja. Nosotros creemos que en la superación de ese reto, los gobiernos locales tienen un importante papel que desempeñar.

Adicionalmente, otra razón por la cual tenemos interés en mencionar el Mercado Intermedio, es porque la inscripción de acciones en la Bolsa Mexicana de Valores por parte de empresas medianas, también les mejora la posición para emitir títulos de deuda, en un paso posterior. En efecto, en el documento anteriormente citado se expresa que es reconocido que una empresa que logra ser cotizada en bolsa tiene la ventaja de que al colocar parte de su capital social en el mercado de valores accede a financiamiento de largo plazo, incorporando socios con los cuales se comparten los riesgos del negocio, a la vez que los fundadores conservan el control mayoritario; asimismo, la empresa cotizada en bolsa aumenta su capital contable y con ello, presenta un panorama más favorable para colocar deuda en menores condiciones de plazo y costos, ya sea en el mercado de valores o en las instituciones crediticias, mejorando de esta manera sus niveles de liquidez.

En el Mercado Intermedio mexicano, las negociaciones se realizan de manera automatizada en el piso de remates de la Bolsa. Las empresas medianas que cuenten con un capital contable de entre N\$ 20 y 100 millones y acrediten utilidades positivas en promedio en los últimos tres años de operación, podrán emitir acciones preferentes, comunes y neutras, así como obligaciones convertibles en acciones. El régimen fiscal aplicable es el vigente actualmente para la sección principal y consiste en la exención del pago del ISR a los ingresos provenientes de las operaciones de compraventa de acciones.

En el diseño de la arquitectura del Mercado Intermedio se buscó establecer formas de negociación que permitieran la disminución del costo de las transacciones con valores y posibilitaran una formación de precios que reflejaran mejor las condiciones prevalecientes en el mercado. Por ello, el inicio de operaciones del Mercado Intermedio se realizó con base en un procedimiento de subastas diarias para cada valor inscrito, que consiste en la presentación de posturas de compra o venta durante un lapso de media hora, las cuales se almacenan en el libro de órdenes para que a la hora establecida por la bolsa se realice la confrontación de la demanda con la oferta para determinar el precio único al que serán ejecutadas las órdenes de compra o venta.

El mecanismo de subasta tiene implícito el cumplimiento de reglas muy simples, pero muy importantes para procesar una información de tipo multi-

lateral en el que participan de manera simultánea distintos compradores y vendedores, entre las que destacan: sólo se pueden presentar órdenes en firme sin derecho a retiro, para fomentar una eficiente formación de precios, las posturas más competitivas tienen prioridad en el proceso de asignación; en el caso de dos posturas igualmente competitivas, la que se presentó primero en tiempo tiene prioridad.

Este procedimiento es ampliamente utilizado en las principales bolsas del mundo, debido a que los participantes, al observar las posturas de compra y venta desplegadas en las pantallas del libro electrónico, tienen acceso a la información sobre las condiciones del mercado que les permite ajustar el precio especificado en las órdenes, para asegurar que éstas reciban asignación, haciendo de esta manera transparente el proceso de formación del precio.

La bolsa ha diseñado distintos esquemas de operación con valores listados en el Mercado Intermedio: una subasta a la semana, negociación continua o cualquier otra forma que en el futuro se establezca. La ubicación de los valores en cada uno de estos esquemas operativos estará en función de la demanda del mercado. Para ello, la bolsa registrará el nivel de operatividad de cada uno de los valores, para que después de un período se evalúe el procedimiento de la emisión y sea reubicado. Esto otorga el grado de flexibilidad necesario para que los valores se negocien de acuerdo a la demanda del mercado, a la vez que se ofrece el servicio de inmediatez que requieren los inversionistas.

Los remates son presididos por personal de la bolsa, el cual puede arbitrar conflictos en las negociaciones, ordenar retrasos o suspensiones, autorizar la realización de subastas extraordinarias e informar sobre la fecha y horarios de éstas. La bolsa vigila el cumplimiento de las normas de las subastas, ubica los títulos en cualesquiera de los esquemas de negociación y establece los horarios de las negociaciones. Asimismo, vigila el cumplimiento de los requisitos de listado y mantenimiento y las normas de negociación establecidos por la Comisión Nacional de Valores.

Requisitos para el Listado y Mantenimiento de la Inscripción de Valores.

La Comisión Nacional de Valores expidió el 13 de abril de 1993, un conjunto de circulares para normar la operación del Mercado Intermedio. A continuación se presentan los aspectos sobresalientes de dichas disposiciones.

CAPÍTULO 3

CUADRO NO. 8

COMPARACION ENTRE EL MERCADO PRINCIPAL Y EL MERCADO INTERMEDIO

	MERCADO PRINCIPAL	MERCADO INTERMEDIO
A) REQUISITOS		
CONTAR CON UN HISTORIAL COMERCIAL DE (1)	3 AÑOS	3 AÑOS
CAPITAL CONTABLE (2)	100 MILLONES DE NUEVOS PESOS	70 MILLONES DE NUEVOS PESOS (3)
UNIDADES POSITIVAS	EN LA SUMATORIA DE RESULTADOS DE LOS 3 ÚLTIMOS EJERCICIOS FISCALES	EN LA SUMATORIA DE RESULTADOS DE LOS 3 ÚLTIMOS EJERCICIOS FISCALES
OFERTA PÚBLICA DE SUSCRIPCIÓN O VENTA DE ACCIONES	10% DEL CAPITAL PAGADO DE LA SOCIEDAD (4)	30% DEL CAPITAL PAGADO DE LA SOCIEDAD (4)
MINIMO DE ACCIONISTAS (4)	200	100
B) REQUISITOS DE MANTENIMIENTO DE LA INSCRIPCIÓN (5)		
CAPITAL CONTABLE (2)	50 MILLONES DE NUEVOS PESOS (6)	10 MILLONES DE NUEVOS PESOS (6)
ACCIONES DISTRIBUIDAS ENTRE EL PÚBLICO	17% DEL CAPITAL PAGADO DE LA EMISORA	20% DEL CAPITAL PAGADO DE LA EMISORA
MINIMO DE ACCIONISTAS	100	50
<p>(1) Para las empresas surgidas de fusiones o escisiones deberá acreditarse respecto a la sociedad fusionada o escidente.</p> <p>(2) Con base en el estado de posición financiera dictaminado o con reseñar limitada de cuarter externo.</p> <p>(3) Podrá hacer excepciones para empresas que a juicio de la CNV tengan alta potencial de crecimiento.</p> <p>(4) Una vez hecho la colocación.</p> <p>(5) Cada año se revisará el cumplimiento de estos requisitos.</p> <p>(6) De acuerdo a la información financiera dictaminado de su último ejercicio fiscal.</p> <p>Fuente: Comisión Nacional de Valores "Circular 11-22", Diario Oficial de la Federación, Abril 18, 1998 y Bolsa Mexicana de Valores.</p>		

Expidió las nuevas Reglas para la Organización del Registro Nacional de Valores e Intermediarios en las que establece que la Sección de Valores o Sección I constará de cuatro subsecciones, en dos de las cuales se registran tanto los valores inscritos en la bolsa (Subsección A) y las acciones inscritas en el Mercado Intermedio (Subsección B). Con ello, se crea el medio formal para que los instrumentos emitidos por empresas medianas sean objeto de oferta pública y negociación en la sección adicional.

En la circular 11-22 se establecen los requisitos cuantitativos para el listado y mantenimiento de la inscripción de valores registrados tanto en el mercado intermedio como en la sección principal. Los requisitos establecidos tienen la finalidad de que los valores inscritos alcancen niveles adecuados de operatividad, por lo que las emisoras deberán colocar entre el público inversionista un porcentaje mínimo de su capital social y registrar además un número mínimo de accionistas. Se espera que el cumplimiento de estos requisitos contribuya a crear condiciones para que se puedan comprar o vender valores con la oportunidad requerida por los inversionistas, aumentando así la liquidez del mercado y disminuyendo la volatilidad de los precios de los valores.

Las modificaciones a la circular 10-128 autorizan a la bolsa para que el sistema de recepción y asignación de órdenes de compraventa, incorpore los valores listados en el Mercado Intermedio, sean negociados en mecanismos de subasta única, mediante procedimientos automatizados, disponiendo que en el proceso de ejecución de órdenes se respete el principio de primero en tiempo primero en derecho.

Para mantener informado al público inversionista sobre la marcha de los negocios de la empresa, la circular 11-23 precisa la información que deberán proporcionar las emisoras registradas en la Subsección B conforme a un régimen simplificado que determina el contenido, la forma y la periodicidad en su presentación. Estas disposiciones mantienen el criterio de que la información financiera básica anual esté dictaminada por un Contador Público independiente registrado en la Dirección General de Auditoría Fiscal Federal, aunque el número de rubros de entrega de la información complementaria sea menor a la exigida a las emisoras listadas en la Subsección A y la periodicidad sea mayor. Esta medida también reduce los costos de generación de la información para las emisoras del Mercado Intermedio, a la vez que protege los intereses de los inversionistas.

La Inscripción en el Mercado Intermedio

Para colocar valores en el Mercado Intermedio, la emisora deberá obtener asesoría financiera para determinar si se encuentra en una fase de desarrollo para obtener financiamiento bursátil. Las casas de bolsa pueden asistir a la emisora en la realización de los trámites de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (CNV) y en la Bolsa Mexicana de Valores, así como en la elaboración y distribución de los prospectos previos, llevando a cabo reuniones con los inversionistas potenciales. También se responsabiliza de la colocación de los valores, después de la cual se negocian los valores en el mercado secundario con la participación del público inversionista.

La arquitectura del Mercado Intermedio permite reducir los costos de inscripción y negociación de valores y aumentar la eficiencia en los procedimientos de registro, listado y operación de los valores emitidos. Una vez lograda la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de la CNV, se estima que en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) el proceso de inscripción de valores en el Mercado Intermedio se realiza en aproximadamente 20 días hábiles:

- a). Dos días para la recepción de solicitud de inscripción y evaluación del cumplimiento de los requisitos mínimos de inscripción;

- b). Diez días para la realización del estudio técnico que incluye la evaluación económico-financiera de la emisora y la elaboración del dictamen por parte de la Bolsa Mexicana de Valores;
- c). Cuatro días para la aprobación del estudio técnico por parte de la Dirección General y el Consejo de Administración de la BMV, y
- d). Cuatro días para la recepción de la documentación definitiva de inscripción, publicación de aviso de oferta pública y formalización del registro en la bolsa, mediante la realización de la operación en el piso de remates. Estos plazos son más cortos que los prevalentes para inscripción de valores en la sección principal (36 días hábiles), que en gran medida se aplica por el menor tamaño relativo de las emisoras.

Las cuotas para la inscripción en el Mercado Intermedio también han sido reducidas para facilitar el listado de valores. Las cuotas autorizadas por el Consejo de Administración de la BMV incluyen una parte fija y una variable en relación al capital contable de la emisora. Debido a que las empresas medianas tienen un capital contable de menor tamaño que el de las emisoras del mercado principal, pagan una cuota de inscripción sensiblemente más baja.

Los servicios ofrecidos a las emisoras e inversionistas son los mismos que se disfrutaban en la sección tradicional del mercado accionario: se negocia con base en los mismos instrumentos; se cuenta con un régimen regulatorio que otorga seguridad a las operaciones concertadas; las negociaciones se realizan a través de los mismos intermediarios en el piso de remates de la bolsa; la información sobre las emisoras y las operaciones se difunde oportunamente en los sistemas electrónicos de la bolsa y en los medios impresos periódicamente distribuidos. En suma, la nueva sección opera con una infraestructura de negociación y en un marco regulatorio idéntico al que soporta la negociación de la sección tradicional.

En esta última parte del capítulo, hemos visto los requisitos para la inscripción y mantenimiento de los títulos, en la Bolsa Mexicana de Valores, tanto en su sección principal como en su sección intermedia. Estamos de acuerdo en que con esto no llenamos el vacío de normatividad que existe para la emisión de los bonos para el desarrollo local. Sin embargo, la información actualmente disponible en el medio bursátil, nos da una idea muy clara de todos los factores y requisitos a los que está sujeta la participación de los gobiernos locales en el mercado de valores.

El **Cuadro No. 8**, nos permite apreciar comparativamente los requisitos entre el mercado principal, el cual está destinado a las grandes empresas, y el mercado intermedio, que está destinado para empresas de mediano tamaño. Como podrá observarse, los requisitos son más accesibles en el caso de las empresas con menor grado de desarrollo.

Este es un acontecimiento importante en la historia del Mercado de Valores de México, ya que representa un paso firme para acercar los recursos del público inversionista hacia empresas que se encuentran en etapas intermedias de desarrollo. Esto da un indicio claro de la evolución del mercado bursátil, en virtud de que se procura satisfacer en mayor medida las necesidades de recursos financieros, con el propósito de aplicarlos en proyectos que contribuyan a la creación de empleos y al mejoramiento de vida de todos los grupos sociales del país.

CAPITULO 4.

CONSIDERACIONES FINALES _____

En este apartado final emitiremos algunas consideraciones finales con el objeto de resaltar algunos puntos que hemos abordado en el curso del presente trabajo, lo cual creemos que contribuirá a su comprensión general.

1. La Política Macroeconómica y las Haciendas Locales

La realidad actual de las haciendas públicas locales debe analizarse desde la perspectiva que nos ofrecen los cambios estructurales que en la economía mexicana se están llevando a cabo. En efecto, desde el principio de la presente Administración Federal (1988-1994), el esfuerzo de ajuste macroeconómico ha sido acompañado por un amplio conjunto de reformas estructurales que incluyen una reforma fiscal, la apertura comercial, la reforma al sistema financiero, la privatización de empresas de propiedad estatal y la renegociación de la deuda externa.

Forma parte también de la reforma estructural de la economía mexicana, la autonomía que se le ha otorgado al Banco de México, de tal suerte que hoy, por mandato constitucional, no es posible acudir a fuentes inflacionarias para el financiamiento del gasto. Esta reforma auspiciada por el Ejecutivo Federal, la cual tiene por objeto dar permanencia a la política antiinflacionaria, quedó asentada en el artículo 28 de la Constitución, según el diario oficial del 20 de agosto de 1993. En esta reforma se expresa que: "Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento".

Esta disposición constitucional y los objetivos centrales que están vigentes en materia de política económica, como es el equilibrio de las

finanzas públicas, han propiciado que las políticas de gasto público se ajusten a las posibilidades reales de generación de ingresos. En este contexto se justifica buscar opciones sanas para dar soporte financiero a los programas de inversión de las autoridades locales.

2. Los Mecanismos Actuales para el Financiamiento de Obras de Infraestructura Local

Ante las crecientes demandas sociales por una mayor y mejor infraestructura urbana y rural, en nuestro país se están llevando a cabo múltiples esfuerzos para la creación o ampliación de obras de servicios públicos, sustentadas en diversos mecanismos de participación o colaboración ciudadana, entre los que destacan los siguientes:

- Concesión de los servicios públicos.
- Construcción de obras por contribuciones por plusvalías, contribuciones por mejoras y aportaciones para obras.
- Los Consejos de Colaboración Municipal.
- Las Juntas de Colonos o Asociaciones de Vecinos.

Estos esquemas de colaboración para la prestación de los servicios públicos se han financiado de diversas fuentes: inversión privada, contribuciones de los beneficiarios de las obras, y por aportaciones y cuotas de los interesados. Cuando ha sido menester, se ha recurrido al crédito, principalmente el que está disponible en la banca de desarrollo (BANOBRAS), y en menor medida de otras fuentes de financiamiento, como es el caso de la banca comercial.

3. El Financiamiento por Medio de la Emisión de Instrumentos de Deuda Pública

La política de emisión de instrumentos de deuda pública en el medio bursátil, está encuadrada dentro de una estrategia que busca nuevas y mejores formas de financiamiento para las haciendas públicas locales. En las consideraciones que hemos hecho en este trabajo, expresamos que esta alternativa puede y debe formar parte de un conjunto de opciones al alcance de las autoridades estatales y municipales para hacer frente a las necesidades que plantea el crecimiento urbano. El objeto de este trabajo no es sugerir al medio

bursátil por encima de otros, sino que se invita a considerar este mecanismo dentro del conjunto de fuentes de crédito actualmente disponibles.

4. La Emisión de Deuda Pública y las Inversiones Productivas

En el presente estudio hemos visto que no existen prohibiciones de orden constitucional para la emisión de bonos u obligaciones de deuda pública por parte de los municipios; pero también hemos encontrado que existen limitaciones en torno a su empleo. La más importante de ellas establece que los recursos crediticios deben destinarse exclusivamente para inversiones públicas productivas, entendiendo por éstas las que incrementan de manera directa o indirecta los ingresos de la hacienda local.

De acuerdo a la situación y posibilidades financieras de cada localidad, sería conveniente que se contemple la relevancia que representa la autogeneración de ingresos de cada proyecto, tanto para la amortización del capital como para el pago de los intereses del mismo. Lo anterior es con el objeto de no incurrir en un inconveniente sobreendeudamiento.

Naturalmente que cada proyecto tiene una cierta disponibilidad de recursos propios, así como también un determinado fondo de apoyo de diversas fuentes y, por lo tanto, su propia necesidad de recursos crediticios.

En general, es conveniente observar un sano nivel de deuda de las haciendas locales (y de los organismos descentralizados y empresas públicas), lo cual debe estar contemplado en la Ley de Deuda Pública de cada estado del país, ya que la Constitución contempla, en el artículo 117, fracción VIII, segundo párrafo, que las legislaturas locales deben establecer las bases para fijar los conceptos y los montos de deuda fijados anualmente en el presupuesto respectivo.

5. Los Gobiernos Locales y el Endeudamiento con Extranjeros

De acuerdo a los preceptos constitucionales emitidos en esta materia, en el Artículo 117 Fracc. VIII, a los gobiernos locales no les está permitido el endeudamiento con extranjeros. En efecto, dicho ordenamiento establece lo siguiente: “Los gobiernos y municipios sólo podrán contraer obligaciones o empréstitos en el país, pagaderos en moneda nacional y contraídos con entidades o individuos de nacionalidad mexicana.”

Esta disposición ha quedado plenamente salvaguardada en las experiencias que hasta ahora han tenido los gobiernos locales en el mercado de valores, ya que en los respectivos “prospectos” de emisión, han quedado plenamente delimitados los posibles adquirentes.

6. Antecedentes del Mercado de Valores de México

El mercado de valores de México es uno de los más jóvenes del mundo, en virtud de que alcanzó su formalización real en 1975 con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores, la cual sentó las bases para un sistema más moderno y desarrollado. Asimismo, en 1990 se llevó a cabo una gran reforma a esta ley, con el objeto de adaptarla a los cambios nacionales e internacionales y a la vez para darle más seguridad al público inversionista.

Otro suceso que es significativo para la consolidación de este mercado, fue la creación y emisión en el año de 1978 de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), por el importante volumen de transacciones que implica y porque su rendimiento se convirtió en la tasa líder del mercado.³⁸

7. La Utilización Actual del Mercado de Valores

En otros países, como por ejemplo en los Estados Unidos de Norteamérica, el desarrollo del mercado de los Bonos Municipales está siendo crecientemente aprovechado por los gobiernos locales para financiar sus gastos de inversión.

En nuestro país, son escasas las experiencias que han tenido las autoridades locales en el medio bursátil y principalmente asociadas a la construcción de carreteras, en las cuales se ha usado la figura de los Certificados de Participación Ordinarios Amortizables y también los Pagares a Mediano Plazo. Sin embargo, la utilización del mercado de valores podría ser más amplia y extenderse hacia otros instrumentos, como son los bonos u obligaciones de deuda pública, ya que tal facultad no es privativa del gobierno federal. Lo anterior contribuiría a dar más versatilidad a este esquema de financiamiento para satisfacer las necesidades específicas de las haciendas locales.

8. El Gobierno Federal y la Emisión de Bonos

Como es sabido, el gobierno federal participa en el mercado de valores principalmente a través de los siguientes instrumentos: Cetes, Pagafes, Tesobonos, Bondes y Ajustabonos. Esta participación en el mercado de valores está orientada hacia la consecución de los dos objetivos siguientes:

38 Véase el trabajo "Los Antecedentes del Mercado de Valores Públicos en México", en El Trimestre Fiscal, Indetec 1992, Número 40, pp. 237-266.

- a). Financiamiento del gasto público
- b). Control del circulante (Principalmente a través de Cetes)

Al igual que el gobierno federal, los gobiernos locales, acuden al medio bursátil con el objeto de allegarse recursos para sus programas de inversión. Obviamente que el segundo de los objetivos no procede para el caso de las haciendas locales, ya que la emisión y control monetario es una función exclusiva que el Estado lleva a cabo través del Banco de México (artículo 28 y 73 de la CPEUM).

La normatividad para cada uno de los instrumentos anteriormente señalados está basada en los siguientes ordenamientos legales:³⁹

- | | |
|-------------|--|
| CETES | - Decreto del 28 de noviembre de 1977 que autoriza al gobierno a emitir Certificados de la Tesorería.

Circular 10-79 de la Comisión Nacional de Valores (CNV)

Ley del Mercado de Valores |
| PAGAFES | - Circular 10-93 de la CNV |
| TESOBONOS | - Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito

Ley del Mercado de Valores

Circular 10-123 de la CNV |
| BONDES | - Circular 10-99 de la CNV-BANXICO |
| AJUSTABONOS | - Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

Ley del Mercado de Valores

Circular 10-123 de la CNV. |

³⁹ La normatividad para cada uno de estos instrumentos aparece publicada en el documento "Inducción al Mercado de Valores", Instituto Mexicano del Mercado de Capitales, A. C., pág. 83-87.

9. La Normatividad para la Emisión de Valores por Parte de los Gobiernos Locales

La normatividad vigente para la emisión de valores por parte de los gobiernos locales, es prácticamente la misma que se aplica para la emisión de valores por parte de las empresas privadas, y así se ha observado en las emisiones que se han llevado a cabo de Certificados de Participación Ordinarios y de Pagarés a Mediano Plazo, por parte de algunos gobiernos de los estados. Actualmente existe un vacío en la reglamentación en el mercado de valores para la emisión de bonos para el desarrollo estatal y municipal, pero estamos seguros de que ese vacío puede superarse con el trabajo y la comunicación conjunta de las autoridades locales y la Comisión Nacional de Valores, ya que de acuerdo con el artículo 3° de la Ley del Mercado de Valores, párrafo cuarto:

“La Comisión Nacional de Valores podrá establecer, mediante disposiciones de carácter general, las características a las que se debe sujetar la emisión y operación de los valores y documentos sujetos al régimen de esta ley, con miras a procurar certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los tenedores de los títulos, seguridad y transparencia a las operaciones, así como la observancia de los sanos usos y prácticas del mercado.”

Lo principal es que exista la necesidad real de hacerlo, es decir, que exista la necesidad de utilizar al mercado de valores como alternativa de financiamiento para los gobiernos locales.

10. Fundamentos para la Emisión de Valores Aplicada al Ambito Local

Aunque no existe reglamentación específica para la emisión de bonos u obligaciones de deuda pública en el ámbito local, de acuerdo con lo que ya hemos visto en el presente trabajo, podemos inferir la información que deberá presentar el aspirante a emisor, ante la Comisión Nacional de Valores. Al igual que todos los títulos ya analizados en este trabajo, en términos generales la colocación de valores por parte de los gobiernos locales deberá estar precedida de información que refleje la salvaguarda de los siguientes principios:

- 1.- Seguridad para el público inversionista. Esto es, que en la información estén contenidas las bases para que los inversionistas adquieran instrumentos que estén debidamente respaldados por las unidades emisoras de valores. Como hemos visto en apartados anteriores, las autoridades financieras no pueden garantizar un deter-

minado rendimiento de los valores, pero hacen todo lo posible para proteger los intereses del público inversionista.

- 2.- Asegurar la bursatilidad de los valores, es decir, el grado de comercialización de los valores cotizados a través de la bolsa.
- 3.- Procurar un sano rendimiento para los inversionistas y, por lo tanto, un adecuado desarrollo del mercado.
- 4.- Propiciar la disciplina en las unidades emisoras de valores, así como también en los intermediarios financieros, tendientes a evitar prácticas especulativas e irregulares en detrimento del mercado en general.

En la fase de elaboración de la información para el cumplimiento de estos principios, como en otras fases del proceso de colocación de los títulos, con la asesoría del intermediario financiero (una Casa de Bolsa) los gobiernos locales podrían encontrar las mejores formas para la completa satisfacción de todos los requerimientos del mercado.

11. Evolución del Mercado de Valores en México

El medio bursátil de México está evolucionando, se está adecuando a los cambios que se observan en la economía nacional e internacional. La apertura del financiamiento bursátil para empresas medianas es un signo revelador.

Los temas tratados en este trabajo nos permiten conocer los alcances y limitaciones que tiene actualmente el mercado de valores, en cuanto a opción de financiamiento para las haciendas locales. Por lo tanto, lo anterior demanda una evaluación de la utilidad que podría tener el uso ampliado de los mecanismos bursátiles en el ámbito de nuestras responsabilidades y enseguida actuar en consecuencia.

BIBLIOGRAFIA

- o Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.
- o Legislación en Banca y Finanzas, Compilador: C.P. José D. Pérez Murillo.
- o Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, Diario Oficial de la Federación, 31 de mayo de 1989.
- o Criterios Generales de Política Económica y Social, para los años de 1989 a 1993.
- o El Camino Mexicano de la Transformación Económica, Dr. Pedro Aspe Armella.
- o Código de Comercio y Leyes Complementarias, Colección Porrúa.
- o Inversiones: Práctica, Metodología, Estrategia y Filosofía, Martín Marmolejo G.
- o Hacienda Pública, Teórica y Aplicada, Richard A. Musgrave.
- o El Manual del Financiero, Dr. Octavio Aguirre.
- o Administración Financiera, Steven E. Bolten.
- o El Nuevo Sistema Financiero Mexicano, Eduardo Villegas H. y Rosa Ma. Ortega O.
- o Inducción al Mercado de Valores, elaborado por el Instituto Mexicano del Mercado de Capitales, A.C.
- o Contexto Legal del Mercado de Valores, documento del Instituto Mexicano del Mercado de Capitales, A.C.
- o Operación del Mercado de Valores en México, elaborado por el Instituto Mexicano del Mercado de Capitales, A.C.

- o El Régimen Jurídico de la Concesión en México, elaborado por INDETEC.
- o La Normatividad en Materia de Deuda Pública, trabajo publicado por INDETEC.
- o El Sistema Financiero como Fuente de Recursos para la Infraestructura Local, documento de INDETEC.
- o Modalidades en la Utilización del Sistema Financiero para Obras de Infraestructura Carretera, estudio publicado por INDETEC.
- o Recuperación de Créditos por Obras y Servicios Públicos Locales a Través de las Contribuciones Especiales Basadas en el Principio del Beneficio, trabajo de INDETEC.
- o Revista Hacienda Municipal, publicada por INDETEC, Nos. 43 y 44.
- o Derecho Fiscal, por Adolfo Arrijo Vizcaíno.
- o Diccionario Jurídico Mexicano, elaborado por el Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM.