

## **CAPÍTULO 4**

### **La experiencia del financiamiento de proyectos vía certificados bursátiles: El caso mexicano**

Christian Mürrle

México enfrenta un importante reto en la construcción de infraestructura para el desarrollo económico, en comparación con sus socios del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), los cuales han iniciado ya la modernización de infraestructura como uno de los aspectos fundamentales de su competitividad en la economía global.

En el contexto mexicano, existen brechas entre las necesidades que los gobiernos subnacionales mexicanos tienen en cuanto al desarrollo de infraestructura y a los recursos económicos de los que podrían disponer, por lo que la búsqueda de nuevas alternativas de financiamiento de proyectos de obra pública se constituye en un reto permanente.

En el presente documento se desarrollan temáticas a fin de analizar las alternativas de financiamiento disponibles para reducir el déficit de infraestructura en México.

#### **4.1 Marco normativo para la emisión de títulos bursátiles en el mercado de valores**

En México, los gobiernos locales disponen de una serie de alternativas de financiamiento para el desarrollo de proyectos y ejecución de obras de infraestructura para la prestación de servicios públicos. Por lo tanto, los municipios acceden a los recursos económicos que provienen de dos fondos que se encuentran orientados a la inversión social, seguridad pública, el saneamiento financiero y la obra pública. Asimismo, los

municipios pueden financiar el desarrollo de obras con los ingresos futuros de la operación del proyecto por parte del gobierno local.

### **Fondo de Aportaciones para la Infraestructura Social Municipal y Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de los Municipios**

Los antecedentes de ambos fondos provienen desde la década de 1980. Por aquellos años, el Gobierno mexicano había priorizado la descentralización de recursos y facultades como eje central para la implementación de políticas de desarrollo social, por lo que en el año 1982, adicionalmente a la suscripción de un conjunto de Convenios Únicos de Desarrollo, se estableció en el Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) el Ramo 26, “Promoción Regional”, cuya creación serviría para la canalización de recursos a los gobiernos federales.

En 1996, el Ramo 26 adquiere una nueva denominación y se subdivide en tres fondos, encontrándose el Fondo de Infraestructura Social Municipal. Un año después, nuevamente, el ramo se dividió en dos fondos: el Fondo para la Promoción del Empleo y la Educación, con el 35% de los recursos del ramo, y el Fondo de Infraestructura Social Municipal, con el 65%. Posteriormente, en el año 1998, el Congreso Federal creó el Ramo 33, “Aportaciones Federales para Entidades Federativas y Municipios”, que integró, entre otros, el Ramo 26 y sus respectivos fondos.

La creación del Ramo 33 significó la constitución de siete fondos que sirvieran de fuentes de recursos económicos para los gobiernos federales y municipales, los cuales serían

asignados para atender los sectores de educación, salud, infraestructura social, seguridad pública y otros. Así, los dos principales fondos que se crearon para la provisión de infraestructura en el ámbito subnacional son: i) Fondo de Aportaciones para la Infraestructura Social (FAIS), que se subcategoriza en el ámbito municipal y estatal; y ii) Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de los Municipios y de las Demarcaciones Territoriales del Distrito Federal (FORTAMUNDF).

Hoy, en concordancia con las reglamentarias y modificatorias de la Rama 33, la Ley de Coordinación Fiscal y la Ley General de Desarrollo Social, el FAIS tiene como finalidad financiar infraestructura social que beneficie prioritariamente la reducción de la pobreza extrema en localidades priorizadas con rezago social. Asimismo, la FORTAMUNDF tiene como objeto transferir a los estados y municipios los recursos necesarios para que fortalezcan su capacidad de gestión pública para la atención de las demandas prioritarias en el ámbito de su jurisdicción.

### **Certificados bursátiles**

Los mecanismos de endeudamiento de los gobiernos estatales y municipales para financiar el desarrollo de proyectos y la ejecución de obras de infraestructura se constituyen en alternativas que viabilizan el acceso rápido al financiamiento de dichas obras. En ese sentido, una fuente adicional de recursos económicos es el endeudamiento bancario y bursátil, lo que implica la participación del sector privado mediante los canales bancarios y bursátiles.

Con relación al primero, según el BID (2009), los agentes superavitarios de ahorros en el mercado financiero colocan sus excedentes en la banca para que éstos sean canalizados a los proyectos de infraestructura. En el segundo caso, un inversionista adquiere bonos emitidos por los gobiernos para financiar proyectos de infraestructura.

En el marco normativo vigente, el numeral VIII del artículo 117 de la Constitución Política mexicana, faculta a los gobiernos para contraer obligaciones con terceros, siempre que los recursos obtenidos sean para ejecutar inversiones públicas productivas, así como para su financiamiento o reestructura.

Sobre el particular, este artículo establece que la aprobación de dichas obligaciones será realizada por las legislaturas locales o las juntas de cabildo de los gobiernos estatales y municipales. Estas legislaturas locales, por el voto de las dos terceras partes de sus miembros presentes, deberán autorizar los montos máximos, capacidad de pago y, en su caso, el otorgamiento de garantía o el establecimiento de la fuente de pago.

Resulta necesario mencionar que el empoderamiento de los gobiernos federales y municipales involucra fortalezas y debilidades. Por un lado, las fortalezas se fundamentan sobre el ágil acceso al financiamiento de la ejecución de obras de infraestructura. Por otro lado, las debilidades radican en la gestión misma de los recursos y los proyectos ante capacidades deficientes de gestión o probabilidad de corrupción, por lo que es clave el monitoreo y control del destino de los recursos económicos obtenidos mediante la emisión de obligaciones con terceros para financiar proyectos de infraestructura.

## **4.2 Mecánica operativa de la emisión de títulos bursátiles en los gobiernos locales o municipios**

La Constitución Política mexicana<sup>17</sup> estipula que los municipios tienen a su cargo las funciones de prestación de servicios públicos tales como agua y saneamiento, alumbrado público, seguridad pública, entre otros. Para tal efecto, los municipios podrán asociarse para el mejor ejercicio de sus funciones, previa aprobación de las legislaturas de los estados correspondientes. Por lo tanto, los municipios son responsables de que la población de su jurisdicción acceda a estos servicios.

Para ello, de acuerdo a lo establecido por la Ley de Coordinación Fiscal mexicana<sup>18</sup>, se dispone que los recursos económicos a los que cada municipio accede no sean inferiores al 20% del total de los recursos asignados al Estado al que pertenecen. La transferencia de los recursos es realizada por el Gobierno Federal mexicano hacia los estados, para que estos últimos los entreguen a los municipios. Adicionalmente, a los recursos ordinarios con los que cuentan los municipios mexicanos, éstos acceden a los fondos en materia de infraestructura social y fortalecimiento municipal en el marco del Ramo 33, “Aportaciones Federales para Entidades Federativas y Municipios”.

### **Fideicomisos**

En cuanto a la creación del concepto de fideicomiso como garantía de las obligaciones adquiridas con terceros por parte de las municipales, el artículo 9 de la Ley de Coordinación

---

<sup>17</sup> Artículo 15.

<sup>18</sup> Artículo 6.

Fiscal y su Reglamento son el marco legal vigente que asegura el pago de obligaciones adquiridas por los municipios con terceros. Es así que se configura el fideicomiso como herramienta que comprende el flujo de las participaciones o ingresos propios que le corresponde y dispone a cada municipio<sup>19</sup>.

Entonces, el fideicomiso es un mecanismo que regula y asegura, a través de procedimientos operativos específicos, el pago para las emisiones de deuda, que tienen como garantía el flujo de ingresos de los municipios (participaciones, ingresos propios o aportaciones por los fondos de la Rama 33).

**Cuadro 17**  
**Actores del fideicomiso**

Fiduciario	Fideicomitente	Fideicomisario
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Agente económico que recibe los ingresos del municipio para la constitución del fideicomiso.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Municipio que requiere la creación del fideicomiso.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Beneficiario de la constitución del fideicomiso, es decir, los terceros que emitieron el título en favor del municipio.</b></li> </ul>

Elaboración propia.

---

<sup>19</sup> Cabe precisar que este fideicomiso es una herramienta empleada para el endeudamiento público, no sólo para la emisión de título de renta fija (bono), sino también para financiamientos bancarios, bursátiles o comerciales.

## **Clasificación crediticia para los municipios**

La creación de los fideicomisos con la entrada en vigencia del Reglamento del artículo 9 de la Ley de Coordinación Fiscal se constituye en nuevas oportunidades y alternativas de financiamiento adicionales a las fuentes tradicionales. Estos fideicomisos facilitaron el acceso de los municipios al mercado bursátil.

Asimismo, fue necesario incorporar otros conceptos que contribuyeran a la inclusión de los municipios al mercado bursátil. Por ello, el acceso al mercado bursátil implicó también la emisión de récords crediticios de los municipios, que brinden información a los potenciales inversionistas interesados en adquirir los títulos emitidos por los municipios.

En ese sentido, el gobierno mexicano ha involucrado a las agencias calificadoras como evaluadoras de la clasificación crediticia de los municipios, a fin de que éstos puedan acceder a menores tasas de interés y condiciones más favorables con la emisión de sus instrumentos de renta fija. La emisión de estos reportes adquirió carácter obligatorio para todos los municipios que tuvieran un mecanismo de endeudamiento bursátil.

A la fecha, existen cuatro agencias calificadoras en el mercado bursátil mexicano que tienen la función de brindar clasificación crediticia a los municipios que requieran la emisión de instrumentos financieros en el mercado de valores, que son las siguientes<sup>20</sup>:

---

<sup>20</sup> Información obtenida del portal web de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores mexicana.

1. Fitch Ratings
2. HR Ratings
3. Moody's
4. Standard & Poor's

## Cuadro 18

### Calificación crediticia al municipio de Cajeme, Sonora, México




---

#### Fitch Ratifica la Calificación de 'A+(mex)' del Municipio de Cajeme, Sonora; la Perspectiva es Estable

---

**Fitch Ratings - Monterrey, N.L. - (Abril 29, 2016):** Fitch Ratings ratificó la calificación de la calidad crediticia del municipio de Cajeme, Sonora en 'A+(mex)'. La Perspectiva crediticia es Estable. Asimismo, se ratifica la calificación específica de dos financiamientos bancarios contratados por el Municipio.

- Interacciones 13, monto inicial de MXN208.0 millones, con saldo de MXN200.2 millones al 31 de diciembre de 2015, se ratifica en 'AAA(mex)vra'.
- Bancomer 14, monto inicial y saldo de MXN323.0 millones, se ratifica en 'AAA(mex)vra'.

**FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES**

Los factores que apoyan la calificación específica del Municipio son las prácticas y políticas administrativas que se reflejan en una mejora en la generación de ahorro interno (AI; flujo libre para el servicio de la deuda o realizar inversión). Al mismo tiempo, la calificación considera el nivel bajo de deuda directa de largo plazo (DDL) y la gestión importante de recursos estatales y federales para inversión. Por otro lado, la calificación está limitada por el gasto operacional abultado (GO; gasto corriente más transferencias no-etiquetadas), el dinamismo bajo de los ingresos propios y las contingencias en relación a su sistema de pensiones.

Fitch considera el endeudamiento de Cajeme como bajo, en relación a su capacidad financiera. Al 31 de diciembre de 2015, el saldo de la DDL ascendió a MXN520.5 millones o 0.48 veces (x) los ingresos fiscales ordinarios (IFOs; ingresos de libre destinación). La totalidad de la deuda se compone por dos créditos contratados con la banca comercial, Interacciones 13 y Bancomer 14. Ambos están bajo un Fideicomiso Irrevocable de Administración, Inversión y Fuente de Pago, lo que fortalece la estructura. Las coberturas de los créditos son elevadas. Durante el ejercicio 2015 y a marzo de 2016, Interacciones 13 presentó una cobertura natural promedio de 19.9x. Por su parte, de enero de 2015 a marzo de 2016, Bancomer 14 presentó una cobertura natural promedio de 13.4x y 20.2x al considerar el fondo de reserva, debido al período de gracia. El Municipio planea reestructurar su deuda, a fin de mejorar sus términos y condiciones, a lo cual Fitch dará seguimiento.

Fuente: Fitch.

## **Estructuración del instrumento**

La bursatilización de los ingresos futuros de los municipios es una fuente de financiamiento adicional a los mecanismos ya existentes. Para ello, la constitución de fideicomisos es la principal garantía para los potenciales inversionistas de títulos financieros (bonos o certificados bursátiles), y la clasificación de las clasificadoras de riesgo contribuye a reducir el riesgo crediticio de la operación financiera. Esto a su vez se constituye en menores tasas de interés y mejores condiciones de acceso al crédito para los municipios.

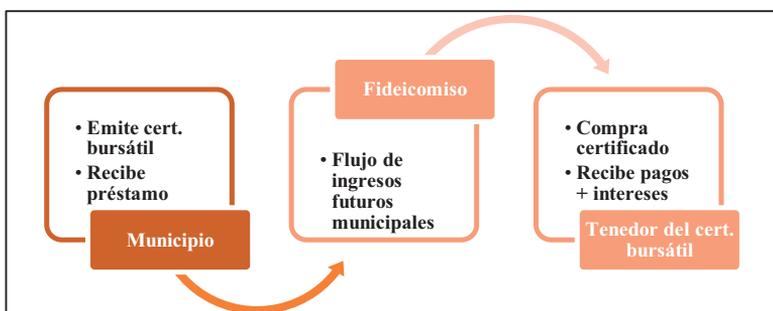
De acuerdo a lo establecido mediante el artículo 62 de la Ley del Mercado de Valores mexicano, se incorpora el término *certificados bursátiles* para denominar a los títulos financieros emitidos por los municipios. El marco legal vigente que regula la emisión de estos certificados establece que, de manera previa a la emisión del certificado, será obligatorio que los municipios hayan logrado constituir un fideicomiso.

Asimismo, el artículo 63 de la misma ley establece que únicamente las entidades categorizadas como instituciones de crédito, casas de bolsa y sociedades de inversión podrán actuar como fiduciarias en fideicomisos que involucren la emisión de certificados bursátiles.

Entonces, el rol del fiduciario es colocar la deuda en el mercado de valores, contra el flujo de los ingresos futuros de los municipios que forman parte del fideicomiso, para luego proveer a los municipios de los recursos captados en la transacción bursátil. Es importante resaltar que el mecanismo mexicano es flexible, puesto que permite que los municipios puedan conformar sus fideicomisos con participaciones

federales (recursos provenientes del Estado federal), ingresos propios (generados por el propio municipio) o aportaciones de los fondos de infraestructura social y fortalecimiento municipal (Rama 33).

**Gráfico 4**  
**Mecanismo de financiamiento mediante emisión de certificados bursátiles**



Elaboración propia.

Es necesario resaltar que el mecanismo y la estructuración de la emisión de certificados bursátiles son una alternativa viable a ser adquirida por inversionistas, debido a los factores mencionados, tales como un marco regulatorio que permite la transparencia de la emisión del instrumento, el rol relevante de las clasificadoras crediticias para reducir el riesgo crediticio de financiar municipios en el mercado de valores, y el establecimiento de fideicomisos que comprenden los ingresos futuros de los gobiernos locales.

### **4.3 Déficit de infraestructura en México**

De acuerdo a la Constitución Política mexicana<sup>21</sup>, se dispone que la provisión de servicios públicos básicos sea responsabilidad de los municipios. Es decir, los gobiernos municipales tienen la función de asignar y ejecutar los recursos necesarios para que la población pueda acceder a agua potable, alumbrado público, seguridad pública, entre otros. La provisión de estos servicios involucra contar con infraestructura necesaria para asegurar el acceso.

En el caso mexicano, se puede evidenciar que, a pesar de la creación de fondos de infraestructura que sirven y están destinados justamente al desarrollo e implementación de proyectos y obras de infraestructura, se puede señalar que aún se encuentra pendiente la ejecución de un número mayor de proyectos.

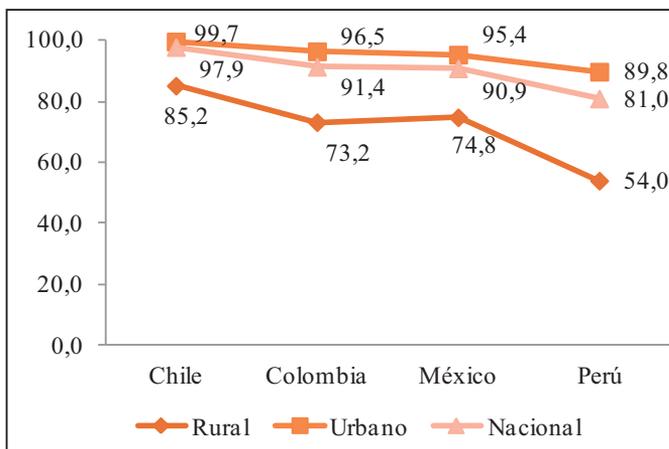
#### **Sector agua y saneamiento**

En cuanto al ámbito internacional, se puede observar que, respecto al acceso al servicio de agua potable según área de residencia, México presenta niveles relativamente menores que los de Chile y Colombia, países también miembros del MILA. Estos países, al igual que México, han venido implementando estrategias que permitan la ejecución ágil de obras.

---

<sup>21</sup> Numeral VIII del artículo 117.

**Gráfico 5**  
**Comparativo internacional del acceso al servicio de agua potable, según área de residencia\***  
**(porcentaje del total de hogares a nivel nacional)**

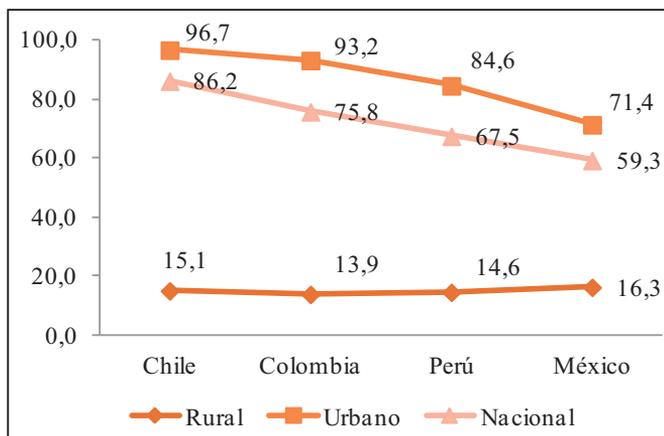


\* Los datos para Perú, Chile y Colombia corresponden al año 2013; México, 2012.

Fuente: Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean, SEDLAC, Banco Mundial.

Asimismo, en el sector saneamiento, en el ámbito de los países miembros del MILA, México tiene una tarea pendiente para ejecutar obras de acceso a desagüe y alcantarillado, principalmente dirigida a los hogares de zonas rurales del país. En ese sentido, resulta relevante destacar que sus otros pares del MILA presentan mayores niveles de acceso al servicio de saneamiento, superados por Perú con un 67,5% de la población a nivel nacional que recibe este servicio, mientras sólo es el 59,3% de la población nacional para el caso mexicano.

**Gráfico 6**  
**Comparativo internacional del acceso al servicio de saneamiento, según área de residencia\***  
**(porcentaje del total de hogares a nivel nacional)**



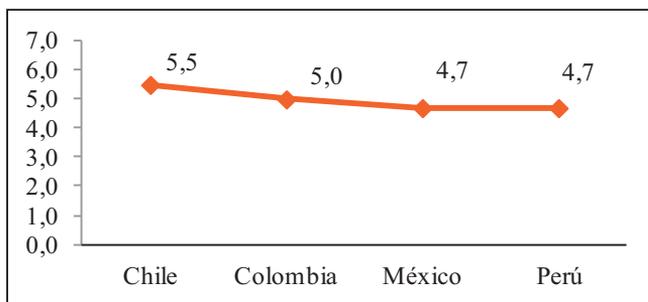
\*Los datos para Perú, Chile y Colombia corresponden al año 2013; México, 2012.

Fuente: Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean, SEDLAC, Banco Mundial.

## Sector electricidad

De acuerdo al Reporte de Competitividad 2015-2016, México recibe un puntaje de 4,7 en términos de la calidad de la infraestructura para la provisión del servicio eléctrico. Es importante destacar que sus pares del MILA, Chile y Colombia, también se encuentran con mejores niveles de calidad de infraestructura en electricidad, respecto a México. Asimismo, en cuanto a su par peruano, ambos países presentan los mismos niveles de calidad.

**Gráfico 7**  
**Comparativo internacional: indicador de calidad de**  
**infraestructura en electricidad, WEF 2015-2016**  
**(valores del índice entre 1 y 7)**



Fuente: Global Competitiveness Report 2015-2016, World Economic Forum (WEF).

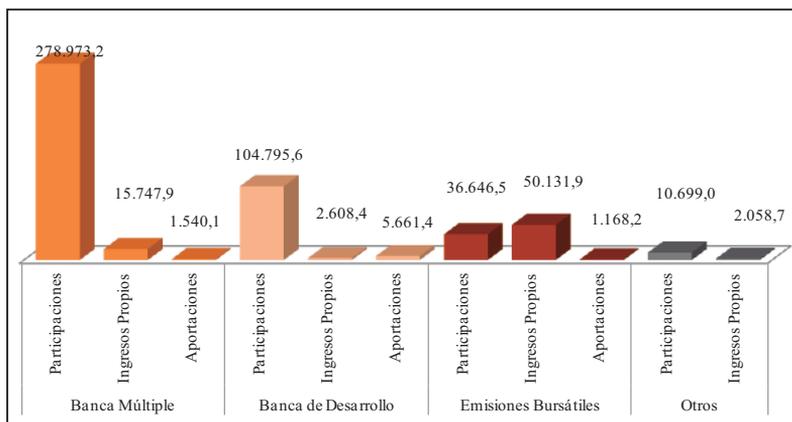
#### **4.4 Escenario actual de las obligaciones financieras**

El marco normativo vigente para la emisión de certificados bursátiles por parte de gobiernos estatales y municipales en México, es un mecanismo rápido para el acceso del financiamiento de obras que serán necesarias para continuar cerrando las brechas de infraestructura en los sectores de agua y saneamiento, y electricidad, los cuales se encuentran en el ámbito de competencia de los municipios.

Los datos registrados a marzo del 2015 nos permiten conocer los niveles de obligaciones financieras de las entidades federativas, municipios y sus organismos respecto a los acreedores y a las fuentes de ingreso que son asignadas como garantía o fideicomiso para acceder al financiamiento. Se puede concluir que las emisiones bursátiles sí tienen una participación significativa en las deudas financieras contraídas

por los gobiernos subnacionales (17,2% del total de obligaciones financieras). En el siguiente gráfico, se puede analizar el detalle.

**Gráfico 8**  
**Obligaciones financieras de entidades federativas, municipios y sus organismos por tipo de acreedor y fuente de ingreso, 2015\***  
**(millones de pesos)**



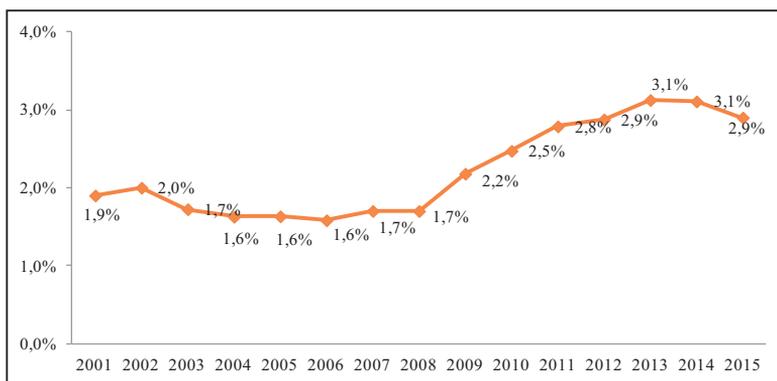
\*Información disponible al ITRIM 2015.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

En cuanto al desarrollo de la inclusión financiera de los gobiernos subnacionales en México, se puede concluir que el monto acumulado al año 2015 representa más de cinco veces lo reportado en el año 2000. Esto se explica por la dinamización del acceso a fuentes de financiamiento que permitan mayores niveles para financiar las actividades y proyectos de los gobiernos subnacionales.

Del mismo modo, como porcentaje del PBI mexicano, se puede concluir que las obligaciones financieras de los gobiernos subnacionales tienen una relevancia importante en la actividad económica de México. En un período de quince años, se puede afirmar que la evolución ha sido creciente, reportándose un 2,9% de deuda financiera como porcentaje del PBI al año 2015.

**Gráfico 9**  
**Evolución de las obligaciones financieras de entidades federativas, municipios y sus organismos, 2015\***  
**(porcentaje del PBI)**

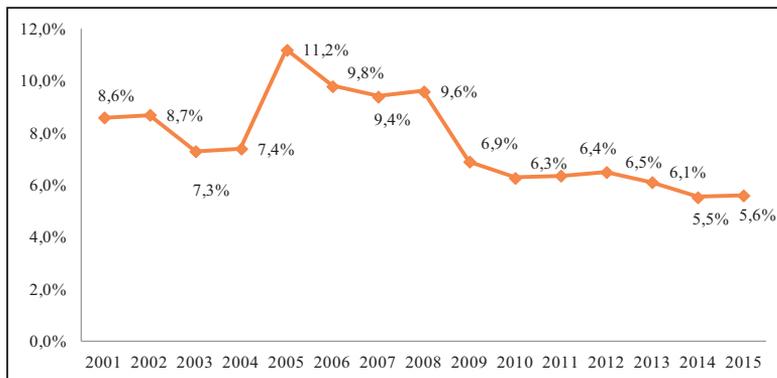


\*Información disponible al ITRIM 2015.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Finalmente, resulta relevante conocer los niveles de las tasas de interés promedio que vienen siendo negociadas en el mercado financiero mexicano para los gobiernos subnacionales. De acuerdo a la información de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México, se evidencia la caída de las tasas de interés para los gobiernos subnacionales, encontrándose a un nivel de 5,6% para el año 2015.

**Gráfico 10**  
**Tasa de interés promedio de obligaciones financieras de**  
**entidades federativas, municipios y sus organismos, 2015\***  
**(porcentaje)**



\* Información disponible al ITRIM 2015. La tasa de interés es nominal anual.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

En conclusión, se puede afirmar que la inclusión financiera de los gobiernos subnacionales ha venido dinamizándose en el tiempo. Reformas importantes como el acceso al mercado de valores mediante la emisión de certificaciones bursátiles, la participación de las agencias clasificadoras y la creación de fideicomisos contra la garantía de los ingresos futuros de los gobiernos regionales, ha incrementado la competencia en el mercado y el acceso a los gobiernos subnacionales a varias alternativas de financiamiento con menores tasas de interés.

## 4.5 Análisis de la oferta y demanda de los certificados bursátiles

Las economías de escala y el empaquetamiento o consolidación de varios municipios fideicomitentes han conllevado que los estados tomen un rol más activo en la emisión de certificados bursátiles. Es decir, hoy, las emisiones de certificados las realizan los estados, agrupando un número de municipios beneficiarios del acceso a estos instrumentos financieros.

### Cuadro 19 Calificación crediticia para 199 municipios del Estado de Veracruz

**HR Ratings** | Credit Rating Agency

**Municipios del Estado de Veracruz HR AA+ (E)**  
Certificados Bursátiles Fiduciarios  
VRZCB 08 / VRZCB 08U

Finanzas Públicas  
15 de julio de 2015

A NRSRO Rating\*

Calificación  
VRZCB 08 HR AA+ (E)  
VRZCB 08U HR AA+ (E)  
Perspectiva Estable

**HR Ratings ratificó la calificación crediticia de HR AA+ (E) con Perspectiva Estable de los CEBURS Fiduciarios, VRZCB 08 y VRZCB 08U, de 199 municipios del Estado de Veracruz**

La emisión de los Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra VRZCB 08 y VRZCB 08U se realizaron al amparo del Fideicomiso Irrevocable Emisor, Administración y Pago No. F1908, en el que participan como fiduciario Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria, y como fideicomitente, 199 municipios del Estado de Veracruz (el Estado y/o Veracruz). La fuente primaria de pago para el cumplimiento de las obligaciones financieras de ambas emisiones corresponde al 7.5453% de las participaciones federales del Fondo General de Participaciones (FGP) de los 199 municipios fideicomitentes. La fecha de vencimiento de los CEBURS Fiduciarios es en julio de 2036.

La ratificación de la calificación de HR AA+ (E) es resultado, principalmente, del análisis financiero de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y estrés crítico. Este último análisis arrojó una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 91.2%, en comparación con la TOE obtenida el año anterior de 90.7%. Esto indica que los ingresos por FGP correspondientes a los CEBURS Fiduciarios podrían disminuir 91.2% adicional respecto a los flujos en un escenario de estrés cíclico y serían suficientes para cumplir con las obligaciones de pago. El cálculo de la TOE supone el uso de las reservas de tal manera que se podría garantizar su reconstitución posterior al periodo de estrés crítico, incorporando restricciones adicionales debido al saldo objetivo del fondo de reserva y que el pago de capital se realiza de manera anual cada julio.

De acuerdo con nuestras proyecciones de flujos, el semestre de mayor debilidad sería julio de 2026 con una

**Contactos**  
**Rodrigo Martínez**  
Analista  
rodrigo.martinez@hratings.com  
**Roberto Soto**  
Asociado  
roberto.soto@hratings.com  
**Roberto Ballínez**  
Director Ejecutivo de Finanzas Públicas / Infraestructura  
roberto.ballinez@hratings.com  
**Ricardo Gallegos**

Fuente: HR Ratings.

En ese sentido, las colocaciones de instrumentos financieros en el mercado de valores mexicano son realizadas por los gobiernos estatales, que agrupan a los municipios del ámbito de su correspondiente jurisdicción. Esta forma de estructurar

certificados bursátiles en el mercado permite aprovechar que, en una sola emisión, varios municipios de manera simultánea puedan acceder al financiamiento. Además, hay un mayor monitoreo e involucramiento de parte de los gobiernos estatales, puesto que son los canales mediante los cuales el gobierno federal mexicano transfiere los recursos asignados a cada municipio.

En el siguiente cuadro, se presenta información sobre los valores en circulación emitidos por los gobiernos estatales y municipales.

**Cuadro 20**  
**Valores bursátiles de los gobiernos estatales y municipales**  
**en circulación en el mercado de valores mexicano\***  
**(millones de pesos)**

<b>Año</b>	<b>Estados</b>	<b>Municipios</b>	<b>Total</b>
2002	3.901	1.315	5.216
2003	10.213	1.622	11.835
2004	16.603	1.533	18.137
2005	17.850	1.102	18.952
2006	35.373	316	35.688
2007	43.905	80	43.985
2008	50.976	42	51.018
2009	54.754	-	54.754
2010	59.430	-	59.430
2011	66.636	-	66.636
2012	70.955	-	70.955
2013	86.244	-	86.244
2014	95.927	-	95.927
2015	96.007	-	96.007

\*La información corresponde al mes de diciembre de cada año.

Fuente: Banco de México. Consultada el 30 de agosto de 2016.

En conclusión, los gobiernos subnacionales vienen emitiendo deuda mediante la agrupación de varios municipios de un mismo Estado, por lo que se facilita la emisión y colocación a mayor escala de los certificados bursátiles. Al mes de diciembre del año 2015, los valores en circulación emitidos por los gobiernos subnacionales ascendían a los 96.007 millones de

pesos, que representan el 6,5% del total de valores en circulación en el mercado de valores.

#### **4.6 Conclusiones**

El uso de fondos de inversión vía fideicomisos será relevante en el cierre de la brecha de infraestructura, al significar una alternativa de financiamiento que impulsa y promueve la participación del sector privado. La información estadística confirma que todavía persiste la necesidad de proveer de infraestructura de servicios públicos.

Asimismo, resulta necesario destacar que el Gobierno, en sus diferentes niveles, puede contribuir con el cierre de estas brechas, identificando los proyectos de infraestructura prioritarios, para que el sector privado pueda participar en ellos.

Finalmente, es importante destacar la necesidad de contar con una plataforma de información y conocimiento detallados en los ámbitos financiero, técnico, legal y ambiental, que permita la formulación e implementación de nuevos y mejores proyectos, que atraigan nuevas tecnologías.



## CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Las experiencias de nuestros países vecinos del MILA resultan relevantes para formular y proponer políticas públicas que permitan contribuir a reducir nuestro déficit de infraestructura. A la fecha, existe una serie de mecanismos que sirven a la ejecución de proyectos, tales como las normativas que regulan la promoción de la inversión público-privada en el Perú. Sin embargo, las cifras de la brecha de infraestructura en nuestro país evidencian que aún son insuficientes. En ese sentido, es oportuno analizar e implementar otras alternativas de financiamiento para la reducción de esta brecha, como la emisión de instrumentos de renta fija.

Al respecto, es importante resaltar la experiencia chilena en el uso de los recursos del denominado Fondo de Infraestructura, y cómo éste se aplica en realidades como la nuestra; para que dichos recursos no sólo se orienten a proyectos de obras públicas, sino que se amplíen para el financiamiento de proyectos en sectores como ferrocarriles, infraestructura digital, infraestructura urbana, proyectos de transporte, agua, desagüe y saneamiento, así como para infraestructura turística, entre otros.

En ese contexto, el uso de fondos de inversión vía fideicomisos será relevante en el cierre de la brecha de infraestructura, al significar una alternativa de financiamiento que impulsa y promueve la participación del sector privado, pudiendo el Gobierno, en sus diferentes niveles, contribuir mediante la identificación de los proyectos prioritarios, para que el inversionista rentista pueda participar en ellos.

Asimismo, tal como sucedió en Colombia, la legislación es clave para generar los incentivos para la participación del sector privado, ya que sin ella es difícil incentivar que un inversionista o cualquier entidad financiera participen en este mecanismo. Por lo tanto, la mencionada normativa debería permitir asegurar el repago del financiamiento al tomador del instrumento, es decir, brindarle seguridad jurídica y predictibilidad a su inversión.

### **Mecanismo de financiamiento con emisión de instrumentos de renta fija**

En el Perú, estamos en capacidad de desarrollar esquemas alternativos de financiamiento estructurado a largo plazo, en condiciones competitivas, a través del sistema financiero nacional e internacional, para ejecutar proyectos de inversión en infraestructura para gobiernos subnacionales.

Los gobiernos subnacionales deberán aprobar, mediante sus respectivos consejos regionales o municipales, los derechos y flujos futuros de los recursos de la fuente de financiamiento Recursos Determinados a un patrimonio fideicometido; cuyo propósito exclusivo será respaldar el pago de los financiamientos obtenidos, con aprobación técnica de la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, y con la conformidad de la Dirección General de Presupuesto Público del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), y la Contraloría General de la República.

Asimismo, el rol de una institución financiera intermediaria (IFI) será fundamental para la gestión del fideicomiso, así como para la cancelación de los pagos por avance de obras al constructor, como al inversionista propietario del instrumento

de renta fija, previa aprobación y conformidad del MEF y la Contraloría. El flujograma del mencionado esquema se encuentra detallado en el siguiente gráfico.

La solidez y sostenibilidad económica del mecanismo se basa en la sinergia de los actores para ejecutar proyectos de inversión en infraestructura. Entonces, el mecanismo surge a partir de una carencia de recursos económicos por parte de los gobiernos subnacionales (regional o municipal) para ejecutar proyectos.

El primer paso que realizará el gobierno subnacional será presentar una solicitud ante la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público del MEF (DGETP), para la emisión de deuda titulizada. La evaluación de indicadores según reglas fiscales resulta del análisis realizado por ésta, así como de la Dirección General de Presupuesto Público del MEF y de la Contraloría General de la República.

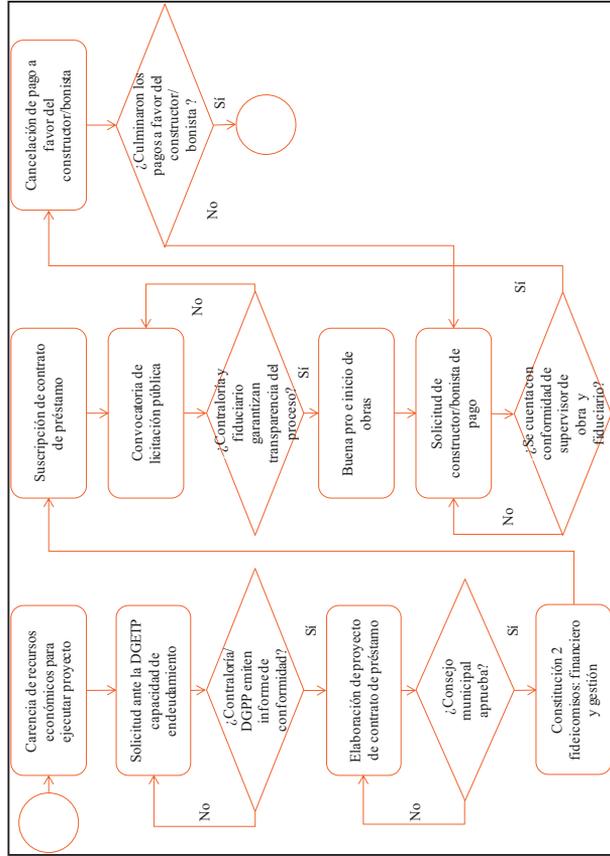
Una vez que se haya obtenido la conformidad de los actores en el ámbito técnico presupuestario, se elaborará un proyecto de contrato de préstamo a favor del gobierno subnacional, el cual contempla la creación de dos fideicomisos. El primero se encargará de la administración financiera de los flujos de la deuda, y el segundo tendrá la gestión de la ejecución del proyecto. Los mencionados fideicomisos deberán ser aprobados por Consejo Municipal o Regional.

Luego de haber suscrito el contrato de préstamo, el gobierno subnacional convocará a licitación pública la contratación del constructor de la obra pública. A fin de garantizar la transparencia del proceso, será necesario asegurar la

rigurosidad de las bases, así como la participación de la Contraloría con un veedor del proceso.

Por último, cada vez que el constructor o el prestatario/bonista soliciten sus pagos correspondientes –pago por avance de obras en el caso del constructor y pago por préstamo al bonista– serán necesarios los informes pertinentes, tanto del supervisor de la obra, contratado por el gobierno subnacional, como del fiduciario del fideicomiso de gestión, para que finalmente se realicen los desembolsos correspondientes.

**Gráfico 11**  
**Flujograma del mecanismo de financiamiento con emisión de instrumentos de renta fija**



Elaboración propia.

## **Comentarios finales**

Es clave mencionar que a raíz de la participación de COFIDE en el Seminario Internacional, dicha entidad está en posición de ser el actor principal en el desarrollo de un Programa de Financiamiento de Infraestructura en gobiernos subnacionales para el quinquenio 2016-2021; como parte de un esfuerzo concertado para financiar proyectos de infraestructura de gobiernos subnacionales, debidamente aprobados por un SNIP reformulado, los cuales deberían ser, de manera prioritaria, para infraestructura educativa, de salud, y de agua y saneamiento, entre otros.

La cobertura de los costos de coestructuración del programa de financiamiento que las partes involucradas desarrollen, debe estar respaldada por una masa crítica de gobiernos subnacionales que hayan completado la documentación legal y presupuestal exigida, previa aprobación y conformidad del MEF y la Contraloría.

Por último, los dispositivos legales harán realidad los objetivos fijados, para poder innovar los mecanismos existentes con instrumentos conformantes de una estructura de financiamiento que permita cerrar la brecha de infraestructura en menores plazos, mejorando la calidad de los servicios que se brinden, lo que puede lograrse muy rápidamente en el marco de la normatividad vigente.

## BIBLIOGRAFÍA

Agencia Nacional de Infraestructura de Colombia-ANI (2016). Informe de Ejecución de Presupuesto de Gastos. Recuperado el 4 de septiembre de 2016 desde: <http://ani.gov.co/presupuesto-historico>

Arpi Mayta, R. (2015). *Perú, 2004-2013: Inversión pública en infraestructura, crecimiento y desarrollo regional*. Lima: CIES.

Asociación para el Fomento de la Infraestructura Nacional-AFIN (2015). *Plan Nacional de Infraestructura 2016-2025*. Lima: Universidad del Pacífico.

Auditoría Superior de la Federación (2009). *Informe de resultado de la fiscalización superior de la cuenta pública 2009-FISE*. Recuperado el 2 de septiembre de 2016 desde: [www.asf.gob.mx/Trans/Informes/IR2009i/Tomos/Tomo5/03\\_FISE\\_a.pdf](http://www.asf.gob.mx/Trans/Informes/IR2009i/Tomos/Tomo5/03_FISE_a.pdf)

Auditoría Superior de la Federación (2009). *Informe de resultado de la fiscalización superior de la cuenta pública 2009-FASSA*. Recuperado el 2 de septiembre de 2016 desde: [www.asf.gob.mx/Trans/Informes/IR2009i/Tomos/Tomo5/02\\_FASSA\\_a.pdf](http://www.asf.gob.mx/Trans/Informes/IR2009i/Tomos/Tomo5/02_FASSA_a.pdf)

Banco Mundial (2015). *Colombia Deep Dive: Building Local Currency Bond Markets to Finance Infrastructure*. Recuperado el 5 de septiembre de 2016 desde: <http://www.worldbank.org/en/results/2015/09/22/colombia-deep-dive-building-local-currency-bond-markets-to-finance-infrastructure>

Bell, A. y Schipani, A. (2015). *Investing in the Pacific Alliance Countries. Colombia prioritises infrastructure plans*. Recuperado el 5 de septiembre de 2016 desde: <http://www.ft.com>.

Bolsa de Valores de Colombia (2016). *Informe mensual de Renta Fija BVC*. Recuperado el 4 de septiembre de 2016 desde: [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co).

Business Wire (2016). *Fitch Affirms Stockton Public Financing Authority, CA's Water Revenue Bonds. Outlook Stable*. Recuperado el 12 de septiembre de 2016 desde: [https://fixedincome.fidelity.com/ftgw/fi/FINewsArticle?id=201608101605BIZWIRE\\_USPR\\_\\_\\_\\_\\_BW6113](https://fixedincome.fidelity.com/ftgw/fi/FINewsArticle?id=201608101605BIZWIRE_USPR_____BW6113)

Centro de Estudios de las Finanzas Públicas-Poder Legislativo (2006). *Ramo 33, aportaciones federales para entidades federativas y municipios*. Recuperado el 3 de septiembre de 2016 de: [www.cefp.gob.mx/intr/edocumentos/pdf/cefp/cefp0362006.pdf](http://www.cefp.gob.mx/intr/edocumentos/pdf/cefp/cefp0362006.pdf)

CG/LA Infrastructure (2014). *12° Latin American Infrastructure Leadership Forum*. Cartagena, Colombia.

City of Chicago (2014). *Investor Presentation Water Revenue Bonds*. Recuperado el 4 de septiembre de 2016 desde: [https://www.cityofchicago.org/content/dam/city/depts/fin/supp\\_info/Bonds/Investor%20Presentations/ChicagoWaterInvestorPresentation2016.pdf](https://www.cityofchicago.org/content/dam/city/depts/fin/supp_info/Bonds/Investor%20Presentations/ChicagoWaterInvestorPresentation2016.pdf)

De Soto, H. (2002). *El misterio del capital*. Lima: Grupo Editorial Norma.

Delgado, A., y Rodríguez, G. (2013). *Growth of the Peruvian Economy and Convergence in the Regions of Peru: 1970-2010* [Documento de Trabajo N° 365]. Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Diario El Mostrador (2016). Las concesiones al banquillo de los acusados [Editorial]. Recuperado el 13 de junio de 2016 desde: [www.elmostrador.cl/noticias/pais/2016/06/13/las-concesiones-al-banquillo-de-los-acusados/](http://www.elmostrador.cl/noticias/pais/2016/06/13/las-concesiones-al-banquillo-de-los-acusados/)

Diario Gestión (2016). Fernando Zavala: Estas son las medidas para llevar agua a cuatro millones de peruanos. Recuperado el 30 de agosto de 2016 desde: <http://gestion.pe/economia/fernando-zavala-estas-son-medidas-llevar-agua-cuatro-millones-peruanos-2168093>.

Díaz Ardila, G. (2002). *Seminario Rueda de Negocios*. Santiago de Cali; 20, 21, 22 de agosto de 2002.

Fondo por la Paz (2016). *Indicador de estados fallidos*. Recuperado el 1 de septiembre de 2016 desde: [www.fundforpeace.org](http://www.fundforpeace.org).

Foro Económico Mundial (2015). *Global Competitiveness Report 2015-2016*. Ginebra: FEM.

Gonzales de Olarte, E., y Trelles, J. (2004). *Divergencia y convergencia regional en el Perú: 1978-1992*. Vol. XXVII, núm. 53-54. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.

Hinojosa, S. (2015). *Financiamiento de infraestructura pública con mercado de capitales en América Latina*. Recuperado el 4

de septiembre de 2016 desde:  
<http://www.piappem.org/file.php?id=485>

IBR-IDA (2016). *Estadísticas del Banco Mundial*. Recuperado el 5 de septiembre de 2016 desde:  
<http://datacatalog.worldbank.org/>

Jaramillo, A. (2009). *Colombian Town Water Funds Pooled Together in Asset-Backed Bond*. Bloomberg.

Justice, I. (2012). *Investment in Infrastructure Debt. Western Asset*. Recuperado el 10 de septiembre de 2016 desde:  
<https://www.westernasset.com/AU/qe/pdfs/commentary/InvestmentInfrastructureDebt20120625.pdf>

Ministerio de Economía y Finanzas-MEF (2016). *Marco macroeconómico multianual revisado 2017-2019*. Recuperado el 1 de septiembre de 2016 desde:  
[https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol\\_econ/marco\\_macro/MM\\_2017\\_2019\\_Revisado.pdf](https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MM_2017_2019_Revisado.pdf)

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico-OCDE (2015). *Infrastructure Financing Instruments and Incentives*. Recuperado el 30 de agosto del 2016 desde:  
<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/Infrastructure-Financing-Instruments-and-Incentives.pdf>

Phillips, P., y Sul, D. (2009). Economic Transition and Growth. En *Journal of Applied Econometrics* Vol. 24, pp. 1153-1185.

Serebrisky, T., y otros (2015). *Financing Infrastructure in Latin America and the Caribbean: How, How much and by*

*Whom?* Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.

Superintendencia de Pensiones (2016). *Informe estadístico mensual*. Recuperado el 15 de agosto de 2016 desde: <https://www.spensiones.cl>

Superintendencia Financiera de Colombia (2016). *Evolución de la cartera de créditos de los establecimientos de crédito*. Recuperado el 4 de septiembre de 2016 desde: [www.superfinanciera.gov.co](http://www.superfinanciera.gov.co)

Sutherland, D., y otros (2009). *Infrastructure Investment: Links to Growth and the Role of Public Policies* [*OECD Economics Department Working Papers* N.º 686]. París: OECD Publishing.

Villa, J. (2009). *Panorama del financiamiento de infraestructura en México con capitales privados*. Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.

White House (2015). *White House Factsheet: Increasing Investment in U.S. Roads, Ports, Drinking Water Systems Through Innovative Financing*. Recuperado el 6 de septiembre de 2016 desde: <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2015/01/>

White House Web Page (2015). *Fact sheet: Increasing Investment in U.S. Roads, Ports and Drinking Water Systems Through Innovative Financing*. Recuperado el 10 de septiembre de 2016 desde: <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2015/01/16/fact-sheet-increasing-investment-us-roads-ports-and-drinking-water-system>.

Yepes, T. (2014). *Inversión requerida para la infraestructura en Colombia*. Medellín: Fedesarrollo.