

UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRÉS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS
CARRERA CONTADURIA PÚBLICA



PROYECTO DE GRADO

TEMA:

**“LA TITULARIZACIÓN: INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN DE LA BOLSA DE
VALORES PARA LAS MICRO Y LAS MEDIANAS EMPRESAS”**

POSTULANTE:

ALEX EDWARD ARIAS CARDENAS

TUTOR:

LIC. LUIS MEDINA RIVERO

LA PAZ – BOLIVIA
2016

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	1
II. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	3
2.1 Enunciado del Problema	3
2.2 Formulación del Problema	5
2.3 Delimitación del Contenido	6
2.4 Delimitación Espacial.....	6
III. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	6
3.1 Objetivo General	6
3.2 Objetivos Específicos	6
IV. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	7
V. MARCO TEÓRICO.....	8
5.1. Herramientas para la Planificación Financiera.....	8
5.1.1. Puntos de Equilibrio	8
5.1.2. Estructura de la Planeación Financiera	12
5.1.3. Proceso de Planeación Financiera.....	14
5.2. Las Pequeñas y Medianas Empresas en Bolivia (PYMES).....	17
5.3. Situación y participación de las PYMES en la economía	18
5.3.1. Categorización de PYMES.....	19
5.3.2. Principales indicadores económicos de las PYMES en Bolivia	20
5.3.3 Generación de Bienes, Servicios e Ingresos	20
5.3.4. Información Básica	22
5.3.5 Información según ventas	24
5.3.6 Información de la PYMES como sujetos de financiamiento.....	26
5.3.7 Las PYMES y el Empleo.....	26
5.3.8 El Capital invertido de la PYMES	28
5.3.9 Ingresos en las PYMES.....	29
5.3.10 Forma jurídica	30
5.3.11 Desarrollo de las PYMES.....	32
5.3.12 Formalización de las PYMES.....	34
5.3.13 Gestión Empresarial de las PYMES.....	37

5.3.14 Las PYMES y el Mercado.....	42
5.3.15 Productividad de las PYMES.....	43
5.3.16 La Calidad de la gestión.....	45
5.3.17 PYMES y la Competencia.....	46
7.2.18 La Vinculación de las PYMES con el mercado.....	47
5.4 Mercado de valores.....	54
5.5 Principios del mercado de valores.....	57
5.5.1 Protección al inversor.....	57
5.5.2 Amplia información.....	57
5.5.3 Transparencia.....	57
5.5.4 Igualdad.....	57
5.5.5 Control eficaz de Mercado de Valores.....	57
5.5.6 Comportamiento "leal" de los operadores.....	58
5.6 Objetivos de los mercados de valores.....	58
5.6.1 Desintermediación.....	58
5.6.2 Incremento de plazos.....	58
5.6.3 Mercado alternativo.....	58
5.7 De acuerdo a la naturaleza de venta de títulos (si es o no la primera transacción).	58
5.7.1 De acuerdo a su organización.....	59
5.7.2 De acuerdo con el periodo de vigencia de los valores.....	59
5.7.3 De acuerdo con la rentabilidad que otorgan los valores.....	60
5.8 Ventajas del mercado de valores.....	62
5.8.1 Generales.....	62
5.8.2 Para las empresas.....	62
5.8.3 Para el inversionista.....	63
5.9 Títulos y Valores.....	63
5.9.1 Definición.....	63
5.9.2 Clasificación de los Valores.....	64
5.10 Títulos Valores en Bolivia.....	66
5.10.1 Clases de títulos y valores.....	66
5.11 El sistema Financiero Boliviano.....	67
5.11.1 Clasificación de los mercados financieros existentes en Bolivia.....	67

5.11.2 Matriz de mercados del sistema financiero boliviano	76
5.11.3 Órganos reguladores	76
Fuente: BCB	78
5.11.4 Inversionistas e intermediarios financieros	78
5.11.5 Organigrama entidades de regulación y supervisión del sistema financiero boliviano.	79
5.12 La Titularización.....	80
5.12.1 Beneficios	81
5.12.2 Etapas y aspectos más importantes del proceso de titularización	82
5.12.3 La Titularización y Las PYMES.....	90
5.12.4 Visualización de la titularización	91
5.12.5 Actores del proceso de titularización.....	92
5.12.6 Proceso de titularización	93
5.12.7 Ventajas y desventajas de la titularización	95
5.12.8 Clases básicas de titularizaciones e impacto contable.....	96
5.12.9 Puntos clave de las transacciones de titularización	96
5.12.10 La Titularización en Bolivia	97
5.12.11 Lineamientos generales de la titularización.....	98
5.12.12 Sociedad de titularización	100
VI. PROPUESTA.....	102
VII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	103
7.1 Conclusiones.....	103
7.2 Recomendaciones	103
VIII. BIBLIOGRAFÍA.....	105

LA TITULARIZACIÓN: INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN DE LA BOLSA DE VALORES PARA LAS MICRO Y LAS MEDIANAS EMPRESAS

I. INTRODUCCIÓN

El mercado de valores es un termómetro que permite medir el desarrollo empresarial de un país; a través de él, las empresas pueden tener acceso a fuentes de financiamiento con características particulares, más económicas que las tradicionales y con plazos más amplios, fuentes ampliamente reconocidas en economías desarrolladas por su significancia para el desarrollo empresarial, donde su uso es común, y se constituyen como una herramienta fundamental en la estrategia de las firmas.

El Mercado de Valores en Bolivia tuvo su inicio en 1989, siendo el motivo fundamental de su establecimiento el de instituir un mercado de capitales captando recursos necesarios para orientarlos hacia la inversión productiva.

Las primeras operaciones en la rueda de la Bolsa Boliviana de valores, fueron operaciones de compra - venta de certificados de depósito negociables del Banco Central de Bolivia.

A partir de ese momento en la bolsa se efectuaron operaciones con instrumentos de corto plazo y de renta fija, como los Certificados de Depósitos emitidos por el Banco Central de Bolivia (CDs), las Letras del Tesoro General de la Nación (LTs) y posteriormente los Depósitos a Plazo Fijo (DPFs) emitidos por el sistema bancario.

La Bolsa de Valores es el ambiente donde se brindan los mecanismos que permiten conectar a los demandantes (empresas emisoras) con los oferentes de recursos (ahorristas o inversionistas), determinándose en ellas los precios públicos de los valores que se transan. En esencia la Bolsa es un lugar de intercambios, esto es de compra y venta de activos financieros que están inscritos en ellas.

El mercado de Valores Boliviano está conformado por la Bolsa Boliviana de Valores, las Agencias de Bolsa, las Sociedades Administradoras de Fondos de

Inversión (SAFIS), Entidad de Depósito de Valores (EDV), Sociedades de Titularización, Entidades de Riesgo y Auditores externos.

La Ley del Mercado de Valores en Bolivia, se encuentra vigente desde 1998. En su proceso de desarrollo muchas empresas entre micro, pequeñas, medianas y grandes empresas, han participado en los ruedos de la Bolsa Boliviana de Valores, ya sea en el mercado primario, como en la mesa de negociaciones a través de la emisión de títulos valores de titularización y la emisión de pagares, cuya administración está a cargo de una sociedad de titularización, la cual administra el patrimonio autónomo, cumpliendo con el pago de la renta fija en los plazos pre establecidos al momento de la colocación de los valores de la titularización y pagares en beneficio de los diversos inversionistas que participan en el Mercado de Valores.

Uno de los instrumentos poco desarrollados en la Bolsa Boliviana de Valores es la Titularización. Esta es considerada como la transferencia de bienes o activos a un patrimonio autónomo que será administrado por una sociedad de titularización, con el fin de que a su cargo se emitan valores para ser colocados mediante oferta pública. Un aspecto que debe destacarse es que el emisor de los títulos es el patrimonio autónomo, el cual responde ante los inversionistas por el pago de los valores que tengan en su poder.

Las Pequeñas y Medianas Empresas en Bolivia (PYMES) están estructuradas a base de trabajadores por cuenta propia (unipersonal y familiar). La calidad de trabajo en estas pequeñas unidades económicas es altamente precaria. No hay protección social. La inestabilidad laboral es alta, por que los empleos son eventuales. Existen contratos temporales. Los ingresos económicos son bajos.

Muchas PYMES en nuestro país, no tienen niveles de productividad elevados. Dificilmente compiten en mercados abiertos, lo cual ya se constituye en una debilidad. Uno de los principales problemas es la falta de acceso al financiamiento, que en cierta manera son cubiertos por las entidades de microfinanciamiento.

Sin embargo, una alternativa viable para las PYMES es recurrir al proceso de Titularización en la Bolsa Boliviana de Valores. La titularización es un esquema por medio del cual las PYMES pueden obtener fondos al transformar activos denominados subyacentes, en instrumentos negociables (títulos valores) en el mercado de valores. Este mecanismo también es conocido como titularización o bursatilización.

En la Ley de Mercado de Valores de Bolivia se establece que la titularización es un mecanismo por el cual se constituyen patrimonios autónomos con activos y bienes, presentes o futuros, para garantizar y pagar valores emitidos en el mercado de valores. Lo importante de este proceso es que su objetivo final es transformar aquello que no es título valor transable en un título que si es transable en el mercado de valores.

II. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

2.1 Enunciado del Problema

Cada día se hace más evidente el hecho de que las PYMES, lejos de estar asociadas con el atraso, se asocian con el mayor desarrollo del país. Se argumenta que el mayor desarrollo de las PYMES se da en países en los cuales hay un alto nivel de educación, bajas tasas de inflación y los intermediarios financieros están más desarrollados. Además, los países con mayores ingresos tienen una mayor participación de pequeñas y medianas empresas en el PIB y en la generación de empleo.

La importancia de las PYMES en la economía Boliviana es altamente significativa en la producción y el empleo nacional. Este sector es el mayor generador de empleo, así estos no sean de calidad. A pesar de su papel trascendental en el crecimiento económico y la generación de empleo, las PYMES en Bolivia, como en la mayoría de países en vías de desarrollo, enfrentan dificultades que limitan su capacidad de competir y crecer. Una de las dificultades más frecuentes que enfrentan las empresas de menor tamaño es la del acceso al financiamiento. Se argumenta en justa razón, que las PYMES no tienen acceso a recursos de largo

plazo, que por lo general los créditos que obtienen son muy costosos y que les es difícil ser sujetos de crédito debido a la falta de colaterales o garantías. Así, mientras las PYMES participan con más de 60% del empleo generado en el país, obtienen menos del 20% del crédito otorgado por el sector financiero.

La dificultad de acceso al crédito es mayor para las PYMES, sector cuya información contable y financiera presenta grandes deficiencias, en muchos casos incluso es inexistente, lo que implica asumir riesgos adicionales para el sector financiero. Todo esto hace que las PYMES en Bolivia deban acudir de manera recurrente a los recursos propios, al financiamiento de proveedores y a los recursos otorgados por fuentes de financiamiento informal y en muchos casos a las instituciones de microfinanzas.

Generalmente las PYMES no están en capacidad de utilizar el mercado de capitales, salvo algunos contados casos, a través de la emisión de acciones o bonos, como una alternativa de financiamiento. Se ha llegado a afirmar que el difícil acceso a los recursos financieros es una de las causas por las cuales a estas empresas les queda difícil emprender proyectos de expansión y alcanzar una escala de operación o tamaño de firma óptimo. Así mismo, la falta de suficiente acceso crediticio les limita su capacidad de inversión e innovación tecnológica, restándoles potenciales incrementos en su productividad.

De hecho, al observar la participación de las PYMES en el crédito, vemos que estas pequeñas y medianas unidades económicas no sólo cuentan con un menor porcentaje de acceso frente a las grandes empresas, sino que en periodos de crisis financiera y volatilidad de precios, son las que más se ven restringidas.

Indudablemente es necesario puntualizar, que el crédito otorgado a las PYMES es mucho más costoso que el crédito otorgado a las empresas de mayor tamaño. El crédito que se otorga a las PYMES se hace más caro a medida que disminuye el tamaño y aumentan los plazos.

Uno de los principales problemas por los que atraviesan las PYMES, es la falta de acceso al financiamiento. Las altas tasas de interés, las exigentes garantías, la lentitud en la aprobación de créditos y otros factores frenan su desarrollo. Ante este marco, es factible recurrir al proceso de titularización, como una alternativa viable de financiamiento.

2.2 Formulación del Problema

En nuestro país no se han hecho esfuerzos significativos para dinamizar al sector de las PYMES, tampoco el actual gobierno de Evo Morales, ha priorizado en sus políticas sociales a este sector. Con la Nueva Ley de Servicios Financieros (Ley 393) se delega a determinados Bancos privados, la atención de servicios financieros al sector PYMES.

Por sus proyecciones y potencialidades en las PYMES quedan muchos esfuerzos por hacer. Dado que en otros países la titularización de créditos PYMES parece haber dado buenos resultados. Al presente, se podría aplicar este mecanismo de financiamiento de manera progresiva para irrigar un mayor monto de recursos financieros hacia las PYMES.

La titularización es básicamente un proceso de transformación de plazos, tasas y riesgos, mediante el cual el originador que decide entrar en un proceso de titularización obtiene una serie de beneficios que antes no percibía.

Las PYMES en Bolivia, superando los necesarios filtros legales de la bolsa de valores, pueden ofertar valores sobre sus futuros flujos, que a través del proceso de titularización asumen la figura de títulos en el mercado de valores de Bolivia.

Para la justificación del presente Proyecto de Grado, planteamos las siguientes interrogantes que serán demostradas:

¿Las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) que cumplan los requisitos de la Bolsa Boliviana de Valores, podrán apalancar recursos financieros para su desarrollo?

¿Las PYMES pueden efectuar operaciones de titularización sobre sus flujos futuros de ingresos?

¿Analizar La situación del sistema financiero actual, con el fin de determinar si existen las condiciones propicias para que los originadores estén incentivados a llevar a cabo un proceso de titularización?

2.3 Delimitación del Contenido

Área Específica: Sistema Financiero Nacional.

Área Particular: Bolsa Boliviana de Valores.

2.4 Delimitación Espacial

La investigación del presente Proyecto de Grado, pretende demostrar que mediante el proceso de titularización de valores, las PYMES puedan obtener financiamiento para expandir sus actividades.

III. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

3.1 Objetivo General

El Objetivo General del presente Proyecto de Grado, es demostrar la viabilidad de la titularización como instrumento financiero alternativo y eficiente para las PYMES, que cumplan la normativa de la Bolsa Boliviana de Valores, lo que puede permitir expandir sus inversiones y financiar capital de operaciones.

3.2 Objetivos Específicos

Del Objetivo General, se derivan los siguientes Objetivos Específicos:

- Permitir el contacto directo entre las PYMES (demandantes) de recursos monetarios y los inversionistas en titularización.
- Procurar de brindarle el mayor rendimiento al inversionista, superior al que pueda obtener a partir de inversiones financieras tradicionales.

- Beneficiar a las PYMES que califican en la Bolsa Boliviana de Valores, con la obtención de fondos a un costo menor que el del endeudamiento clásico y sobre todo sin crearle papeles (valores) que le signifiquen pasivos.
- Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado.
- Posibilitar la disminución del costo del endeudamiento.
- Contribuir al desarrollo del mercado de capitales.

IV. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

El método de Investigación empleado en la presente investigación, es el Analítico, el cual tiene la virtud de partir de la identificación de cada una de sus partes, tanto de los financiadores privados, instituciones financieras, empresas y otros, y el proceso de titularización que engloba la investigación.

Se establecen dos enfoques. El cualitativo y el cuantitativo. Dentro de sus respectivos alcances de investigación se aplicara el Explicativo que permite identificar las causas de los eventos, sucesos y fenómenos físicos sociales. De igual modo, el explicativo contribuye a explicar el origen del fenómeno.

El explicativo permitirá encontrar las relaciones de causa y efecto, como el de explicarlas mediante el razonamiento inductivo, el cual arranca del análisis particular para llegar a premisas generales.

En base a las etapas señaladas, de manera complementaria se efectuará la recolección de la información básica referente a la Bolsa de Valores y los procesos de titularización por parte de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES). Este trabajo será fortalecido mediante un adecuado estudio de la Bolsa de Valores de Bolivia. Se utilizara los boletines y la información de la indicada institución especializada. De igual modo, se analizara las potencialidades de las PYMES y su inserción gradual al mercado de capitales.

V. MARCO TEÓRICO

5.1. Herramientas para la Planificación Financiera

Para realizar la planeación financiera de una empresa se puede hacer uso de distintas herramientas, dependiendo de las características y necesidades de cada empresa. A continuación se muestran las principales herramientas que se utilizan para llevar a cabo la Planeación Financiera dentro de las empresas en general.

5.1.1. Puntos de Equilibrio

La relación que existe entre el monto de desembolsos e inversiones y el volumen de ventas que se requieren para obtener rentabilidad en las operaciones se conoce por lo general como análisis del punto de equilibrio o relación Costo - Volumen - Utilidad. Si todos los costos de una empresa fuesen variables, no existiría el problema relativo al volumen de ventas que se requieren para lograr el punto de equilibrio. Sin embargo, ya que el nivel de los costos totales puede ser influenciado por las inversiones que la empresa realice, los costos fijos resultantes pondrán a la empresa en una posición de pérdida hasta que se logre un volumen suficiente de ventas. Por lo tanto, el análisis del punto de equilibrio es un aspecto formal de la planeación, el cual se basa en las relaciones que existen entre las ventas o ingresos totales y los costos totales.

El método del punto de equilibrio o punto crítico, en términos financieros, consiste en predeterminar un importe en el cual la empresa no sufra pérdidas ni obtenga utilidades, es decir, el punto donde las ventas son iguales a los costos y a los gastos. Existen diversos tipos de puntos de equilibrio que se pueden aplicar en una empresa, los cuales se presentan a continuación.

5.1.1.1. Punto de Equilibrio basado en Costos

Para obtener este punto de equilibrio, es necesario reclasificar los costos y gastos del estado de pérdidas y ganancias de la empresa en:

- a) Costos Fijos. Tienen relación directa con el factor, por ejemplo, las amortizaciones, las depreciaciones en línea recta, sueldos, servicio de luz, servicio telefónico, rentas, etc.
- b) Costos Variables. Dependen directamente de las ventas, es decir, cuando hay ventas, éstos se producen, tal es el caso del costo de ventas, las comisiones sobre las ventas, el importe del impuesto causado sobre las ventas o ingresos, los gastos de empaque y embarque, etc.

Una de las características de este procedimiento es que nos reporta datos anticipados, además de ser un procedimiento flexible, que en general se acomoda a las necesidades de cada empresa, de esta manera es aplicable a empresas que trabajan con una o varias líneas de venta. La fórmula aplicable para determinar la cifra que la empresa debe vender para no perder ni ganar, es la siguiente:

$$\text{Ingresos en el punto de Equilibrio} = \frac{\text{Costos Fijos}}{1 - \frac{\text{costos variables}}{\text{ventas}}}$$

Lo anterior puede servir de base para determinar el importe de las ventas que requiere la empresa para obtener una utilidad determinada, y se la puede modificar a:

$$\text{Ventas} = \frac{\text{Costos Fijos} + \text{utilidad}}{1 - \frac{\text{costos variables}}{\text{ventas}}}$$

La importancia de la Planeación Financiera en las tareas diarias de las empresas y la complejidad creciente de la toma de decisiones financieras (principalmente en

las pequeñas y medianas empresas), exige que los encargados de realizar la Planeación Financiera dentro de las empresas tengan un conocimiento profundo de la misma.

Diferentes autores mencionan las siguientes definiciones para la planeación financiera:

- ✓ "La planeación financiera es una técnica que reúne un conjunto de métodos, instrumentos y objetivos con el fin de establecer en una empresa pronósticos, metas económicas y financieras por alcanzar, tomando en cuenta los medios que se tienen y los que se requieran para lograrlo".
- ✓ "Estudia, evalúa, proyecta los conceptos y las cifras que prevalecerán en el futuro de una empresa para tomar las decisiones y lograr maximizar el capital contable a largo plazo".

A partir de las definiciones anteriores, se puede decir que la Planeación Financiera es una técnica que reúne un conjunto de métodos, instrumentos y objetivos con el fin de establecer en una empresa objetivos y metas económicas y financieras por alcanzar, tomando en cuenta los medios que se tienen y los que se requieren para lograrlo. También puede decirse que la planeación financiera consta de tres fases para decidir qué acciones se deben realizar en lo futuro para lograr los objetivos trazados:

1.- Planeación. Para planear lo que se quiere hacer se tienen que determinar los objetivos y los cursos de acción que han de tomarse, seleccionando y evaluando la mejor opción para el logro de los objetivos propuestos, bajo qué políticas de empresa, con qué procedimientos y bajo qué programas.

De esta manera la planeación es la primer etapa del sistema presupuestario en la que se debe analizar los factores que influyen en el futuro de la empresa, como por ejemplo, lo relacionado con los productos, personal, estructura financiera, condiciones de la planta y equipo, etc., considerando el entorno económico y financiero en que vive la empresa, el mercado en que se desenvuelve la situación

económica, sindical, impositiva, etc., y finalizando con la preparación e implantación de un plan que determine claramente los objetivos (realistas y logrables) que deban alcanzarse y bajo que políticas o reglas definidas para cada caso en particular, para lo que es muy conveniente que se establezca un programa con procedimientos detallados en el que se señale la secuencia de acción para lograr tales objetivos.

Una buena planeación emana, por lo menos, de niveles intermedios (mandos intermedios), con la participación de todas las personas que ejerzan supervisión, lo que motivará al personal para el logro de objetivos, pues de esta forma los objetivos que se fijan son de ellos y no impuestos por la dirección.

La planeación financiera es la herramienta prioritaria que facilita la elaboración de estos objetivos; determinando los recursos necesarios para emprender y desarrollar eficientemente las actividades de la empresa. Los objetivos específicos que busca toda planeación financiera son:

- Análisis y evaluación de premisas en oportunidades y amenazas financieras.
- Análisis de alternativas y soluciones con respecto al costo de oportunidad.
- Adecuada asignación de recursos bajo un esquema de prioridad.
- Establecer los presupuestos como instrumentos de control operativo.
- Optimizar los recursos de la empresa como el capital para la generación de nuevos ingresos.
- Informar de manera oportuna la eficiencia financiera y gestión administrativa de la empresa.
- Determinar la necesidad de buscar fuentes de financiamiento.
- Pronosticar de manera oportuna la falta de liquidez y crear políticas de restricción en gastos superfluos.

5.1.2. Estructura de la Planeación Financiera

Por planeación podemos entender el primer paso del proceso administrativo, cuyo fin es definir los objetivos o logros a cumplir, ya sean estos objetivos generales o específicos, macro institucionales o solo de la institución, precisar qué tiempo nos tomará lograr estas metas, que tipo de recursos pondremos a disposición de los objetivos que nos guían; lo cual nos permitirá lo siguiente:

1. Reducir la incertidumbre frente a los cambios y la angustia frente al futuro.
2. Concentrar la atención y la acción en el logro de los objetivos propuestos.
3. Propiciar una operación económica, el hecho de concentrar la atención en los objetivos provoca reducir los costos, es decir buscar el mayor beneficio con el menor costo.
4. Facilitar el control, permite el saber lo que se quiere hacer, permite encontrar la máxima eficiencia organizacional.

Dentro de la planeación, existen 4 principios que ayudan al desarrollo de una ciencia práctica de la gestión financiera.

Principio del factor limitante. Al escoger entre alternativas, cuanto mayor exactitud muestren los individuos para reconocer y resolver aquellos factores que son limitantes o decisivos para la consecución de la meta deseada, con más facilidad y exactitud podrán seleccionar la alternativa más favorable.

Principio del compromiso. La planeación lógica, debería abarcar un periodo futuro necesario para pronosticar lo mejor posible, mediante una serie de acciones, el cumplimiento de los compromisos que intervienen en la decisión tomada hoy.

Principio de flexibilidad. La integración de flexibilidad en los planes disminuirá el peligro de pérdidas ocasionadas por sucesos inesperados, pero el costo de la flexibilidad deberá compararse con sus ventajas.

Principio del cambio navegacional. Cuanto más nos comprometan las decisiones de planeación hacia una senda futura, más importante será verificar periódicamente los sucesos y las expectativas y rediseñar los planes cuando sea necesario para mantener el curso hacia una meta deseada.

Para lograr el desarrollo de una adecuada Planeación Financiera, ésta debe contener los siguientes elementos:

1. Los propósitos. Las aspiraciones fundamentales o finalidades de tipo cualitativo que persigue en forma permanente o semipermanente un grupo social.
2. La investigación. Aplicada a la planeación, la investigación consiste en la determinación de todos los factores que influyen en el logro de los propósitos, así como de los medios óptimos para conseguirlos.
3. Los objetivos. Representan los resultados que la empresa desea obtener, son fines para alcanzar, establecidos cuantitativamente y determinados para realizarse transcurrido un tiempo específico.
4. Las estrategias. Cursos de acción general o alternativas que muestran la dirección y el empleo de los recursos y esfuerzos, para lograr los objetivos en las condiciones más ventajosas.
5. Políticas. Son guías para orientar la acción; son criterios, lineamientos generales a observar en la toma de decisiones, sobre problemas que se repiten dentro de una organización.
6. Programas. Son esquemas en donde se establece, la secuencia de actividades que habrán de realizarse para lograr objetivos y el tiempo requerido para efectuar cada una de sus partes y todos aquellos eventos involucrados en su consecución.
7. Presupuestos. Son los planes de todas, o algunas de las fases de actividad del grupo social expresado en términos económicos, junto con la comprobación subsiguiente de la realización de dicho plan.
8. Procedimientos. Establecen el orden cronológico y la secuencia de actividades que deben seguirse en la realización de un trabajo repetitivo.

5.1.3. Proceso de Planeación Financiera

La Planeación Financiera es una parte importante de las operaciones de la empresa, porque proporciona esquemas para guiar, coordinar y controlar las actividades de ésta con el propósito de lograr sus objetivos. Dos aspectos fundamentales del proceso de planeación financiera son la planeación del efectivo y la planeación de las utilidades. Como se mencionó anteriormente, un proceso de planeación financiera tiene como fin detallar y describir la táctica financiera de la empresa, planteando objetivos posibles y óptimos que puedan evaluarse con posterioridad.

La planeación financiera abarca los siguientes aspectos:

1. Pronosticar tendencias económicas que constituyen un fondo contra el cual debe operar la empresa.
2. Expresar los objetivos generales en términos financieros, calculando los recursos financieros requeridos y elaborar un programa para llegar a dichos objetivos.
3. Seleccionar las fuentes para obtener fondos, algunas de tipo interno y otras externas.
4. Decidir sobre la mejor utilización y asignación de los fondos.
5. Reparar las relaciones más efectivas de utilidad - volumen - costo.

El proceso de la planeación financiera depende de la culminación de las etapas de:

1. La Previsión y Desarrollo de objetivos

Se realizan pronósticos de lo probable e improbable, sea favorable o desfavorable para la empresa, tomando tres situaciones o escenarios.

- ✓ El primero completamente negativo tomando en cuenta los factores internos y externos de la empresa como, incremento en gastos, costos, alta inflación, disminución en posicionamiento de mercado, etc.

- ✓ El segundo es un escenario altamente optimista, incremento en ventas, nuevos clientes, bajas en costos de operación, reducción de deudas, implemento y éxito en nuevos productos, etc.

Finalmente uno que reúna los niveles medios y coherentes de todos los dos anteriores, con el fin de evitar un panorama extremo. El implementar lo anterior ayuda a tomar precauciones y posibles proyectos que en un solo esquema no se ven, se determinan objetivos y se dan a conocer para que toda la empresa esté enterada y las funciones se asignen de la mejor manera.

2. Financiamiento Óptimo

A la fecha no hay planeación perfecta, dado que los factores son cambiantes, por lo que el mejor plan está diseñado a cumplir los objetivos; es aquel flexible y que por prueba y error se va mejorando, esto implica un tiempo y gasto que deberá ser planeado bajo criterio y circunstancias; balancear la deuda, ingresos, costos, financiamientos, etc., son problemas que se presentan de manera cotidiana y que se deben resolver dando pauta a que los objetivos de la planeación se cumplan.

3. Desarrollo del Plan

Deben concluir con la preparación e implantación de un plan que determine los objetivos realistas que deben alcanzarse, y bajo que políticas o reglas definidas de cada caso en particular, por lo que es muy conveniente establecer un programa con procedimientos detallados en el que se señale la secuencia de acción para lograr estos objetivos.

Una buena planeación emana, de mandos altos o intermedios con la participación de todas las personas que ejerzan supervisión, lo que ayuda a motivar al personal a lograr los objetivos, ya que los toman como suyos y no impuestos. La formulación de un plan financiero consiste en establecer los objetivos y cursos de acción de manera que involucre a todos los colaboradores en el, creando políticas y procedimientos que todos conozcan claramente.

4. Implementación del Plan

Pone en marcha lo que en papel se ha escrito. En esta etapa se asignan; las correspondientes responsabilidades y contribuciones en las metas de cada persona, se fijan recursos de acuerdo a presupuestos. La elaboración de objetivos contempla los presupuestos dado que son la fuente principal para determinarlos. Durante el desarrollo de la planeación las circunstancias o el entorno tiende a cambiar y con estos pueden surgir oportunidades. Un adecuado sistema de presupuestos tiene como principio fundamental el ser flexible; un presupuesto es solo una parte del plan y los planes deben de adaptarse a las circunstancias y nuevas oportunidades.

Ejecutar lo planeado implica armonizar los trabajos y esfuerzos, con este fin se implementan líneas de comunicación que desarrollen la cooperación colectiva y eficiente de todos los grupos que integran la organización.

5. Evaluación del Desempeño

Fundamenta la comparación entre el desempeño global de la gente y lo planeado, los objetivos son la principal referencia de los logros. En este proceso se toman las circunstancias reales, que pueden ser muy distintas entre las pronosticadas o estimadas.

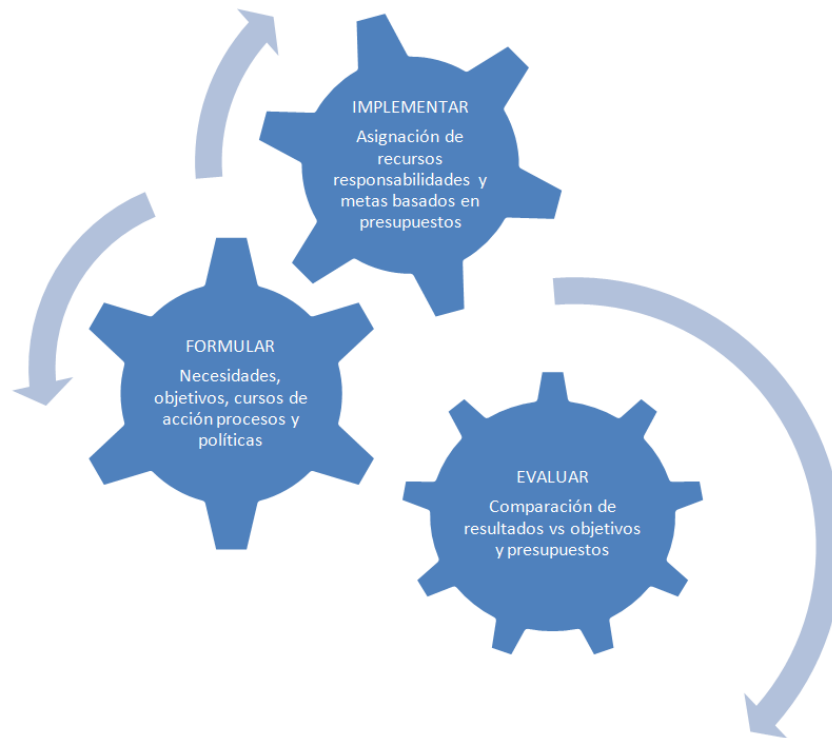
Los sistemas de control son la principal medida real que se tiene para evitar las especulaciones y examinan de manera correcta y eficiente las actividades diarias que existen en la empresa. En conclusión una evaluación correcta reflejará los logros y avances pero también los errores que se tienen en el sistema, que retroalimentara nuevamente al proceso provocando poco a poco la eficiencia del mismo.

La figura 1 hace más gráfica la secuencia de planeación financiera y se entiende que debe haber sinergia en este proceso entre la implementación, formular (quizás

muchas veces reformular) y evaluar el desempeño a corto plazo, siendo que el largo plazo es como una curva envolvente.

Grafico N° 1

Proceso de Planeación Financiera



Fuente: elaboración propia.

5.2. Las Pequeñas y Medianas Empresas en Bolivia (PYMES)

Hasta hace unos años, a nadie se le habría ocurrido pensar que las pequeñas empresas, personales y familiares, podrían convertirse en elemento transformador de la estructura productiva del país, hasta el punto de que hoy se vive una verdadera transformación, por todo lo que ellas representan como elemento determinante de cambios estructurales en la economía de los países y en toda su sociedad. Esta situación es especialmente interesante, en un país como Bolivia, cuyo porcentaje de crecimiento económico ha sido tradicionalmente menor o igual

al porcentaje de crecimiento de la población; no obstante esta realidad, las PYMES se destacan hoy por hoy, por haber logrado una amplia cobertura a nivel sectorial y a lo largo del territorio nacional.

Las PYMES surgen en Bolivia, como una nueva perspectiva de desarrollo del país, representando no solo una cifra agregada de empleo o de producción, sino que en su constitución misma fortalecen a la población y a los sectores socialmente débiles, y grupos económicos vulnerables en actividades con requerimientos de capital relativamente bajos, ejerciendo una activa participación en procesos de descentralización que ya se empiezan a apreciar en el país.

Históricamente las PYMES han surgido en parte como consecuencia del creciente desempleo en el país, pero primordialmente como una manifestación clara del espíritu emprendedor y deseoso de independencia laboral, y económica de tantos empíricos; técnicos profesionales que han tenido que enfrentar tan grande desafío, a pesar de la multiplicidad de factores de riesgo que se identifican en el mercado.

La coyuntura que atraviesan las PYMES en Bolivia, es decisiva para su futuro. Por un lado, han demostrado resistencia a la crisis y una capacidad de reacción superior a la que se esperaba de ellas. Por otro, la vulnerabilidad de su modelo empresarial es tan grande que las crecientes exigencias de la globalización podrían derrotar sus esperanzas. Es necesario que en el país se produzcan los elementos de un modelo propio para acelerar su desarrollo, pero aún son dispersos y vulnerables. El reto es descentralizar y consolidar ese modelo.

5.3. Situación y participación de las PYMES en la economía

En este acápite, se analiza la estructura empresarial boliviana para conocer la importancia que tiene el segmento de las micro y pequeñas empresas, con énfasis en la generación de puestos de trabajo, de ingresos y la contribución de ese sector a la exportación.

5.3.1. Categorización de PYMES

La categorización de las micro, pequeña y mediana empresa son innumerables y cada institución pública o privada de apoyo, utiliza una clasificación en vista a sus objetivos específicos.

A continuación describimos una muestra del universo boliviano:

Cuadro N° 1

Gobierno	MICRO			PEQUEÑA			MEDIANA	
	# Trabajadores	Capital en USD	Ventas Anuales	# Trabajadores	Capital en USD	Ventas Anuales	# Trabajadores	Capital en USD
FONDESIF	1 a 4			Hasta 20				
INBOPIA	Hasta 5	Hasta 10000		11 a 20				Hasta 250000
INE	1 a 4			5 a 14	Hasta 50000		21 a 50	
SAT	1 a 4			5 a 14			15 a 49	
UDAPE	1 a 4			5 a 19			15 a 49	
VAF	1 a 10			11 a 50			20 a 49	
VICI	Hasta 5	Hasta 10000		5 a 14	Hasta 50000			Hasta 250000
Viceministerio								
1ra Categoría	1 a 10	3000	15000	11 a 30	15000	99000		
2da Categoría	1 a 10	20000		11 a 30	100000			
3ra Categoría	1 a 9	15000	75000	10 a 29	100000	250000		
4ta Categoría	1 a 10	350	1350	11 a 20	1800	4500		
PRIVADAS								
BANCO SOL	1 a 5			5 a 20				
CEPLA	1 a 4			5 a 20				
CIPAME	1 a 5			5 a 15				
FIE	1 a 5	Menor de 100000		5 a 19	Menor de 100000			
IDEPRO	1 a 10			11 a 25				
INASET	1 a 10			11 a 49				
PROCAL	1 a 5			6 a 49				
CNI	1 a 10			20 a 120				
CNC	1 a 5			6 a 15				
Cooperación Internacional								
BID	1 a 10	Hasta 100000		11 a 20	Menor de 100000			
GTZ	1 a 14			Hasta 20				
PROMMI	1 a 9			10 a 14				

Fuente: Viceministerio de microempresa.

5.3.2. Principales indicadores económicos de las PYMES en Bolivia

Al calcular el impacto de las políticas se podría pensar en otras virtudes del sector de la PYME, más que su reducido aporte al PIB y al empleo, entre ellas: i) su importancia estratégica por la generación de empleo de mayor calidad, considerando que las PYMES duplican la productividad de las micro; ii) su capacidad de innovación; iii) su capacidad de encadenamiento con pequeños productores y microempresas; y iv) están en los sectores no tradicionales de la economía con mayor potencial de crecimiento.

Cuadro N° 2

Tamaño	PIB	Participación	Empleo		Participación		Productividad
			Urbano	Rural	Urbano	Rural	
1a9	12.404.498	25,52	1.411.970	1.571.533	72,58	95,6	4,16
10a 19	1.330.717	2,74	147.277	23.014	7,57	1,40	7,81
20 a 49	1.630.215	3,35	108.674	14.302	5,59	0,87	13,26
50 y más	31.759.937	65,34	277.436	35.014	14,26	2,13	101,65
Ajuste por Imputación	1.479.264	3,04					
TOTAL	48.604.631	100,00	1.945.358	1.643.863	100,00	100,00	13,54

Fuente: estimación del Aporte de la Micro y Pequeña Empresa a la Economía Nacional. Delgadillo, Hugo, Ministerio de Trabajo.

5.3.3 Generación de Bienes, Servicios e Ingresos

En cuanto a los mercados de destino, los datos del SAT muestran que de un total de 36.252 unidades de micros, pequeños y medianos emprendimientos (1 a 40 empleados), el 92,7% destinan su producción al mercado local, equivalente a 33.614 empresas. Las micros y pequeñas empresas que venden a los mercados local y nacional llegan a 1.293, representando el 3,6%, y aquellas que tienen como destino el mercado local y/o nacional y/o internacional, solamente alcanzan a 544 unidades, con una participación de 1,5%.

El valor de las ventas de las PYMES según datos de Aguilar y Asociados, representa el 19,4% del PIB en términos corrientes. Éstas se concentran sobre todo en el sector comercio (Cuadro N° 3).

Cuadro N°3
VENTAS DE LAS PYMES
(En miles Bs.)

	Ventas	Relación con el PIB
Manufactura	1.443.868	3,1
Servicio	2.518.997	5,4
Comercio	5.098.238	10,9
Total	9.061.103	19,4
PIB		46.604.631

Fuente: Aguilar y Asociados.

La encuesta realizada por Aguilar y Asociados, muestra que los ingresos del trabajador están bastante deprimidos y confirman la precariedad de la condición laboral. La categoría de 20 empleados es donde el ingreso es mayor y representa 2.8 veces el salario mínimo, que en Bolivia continua siendo bastante reducido.

Cuadro N° 4
INGRESOS DE EMPLEADOS
Por tamaño de empresa

	Ingreso Medio (Bs)	Comparación Con el Salario Básico
1 a4	625	1,6
5a9	710	1,8
10a14	1.009	2,5
15a19	140	1,9
20	1.028	2,8

Fuente: Aguilar y Asociados.

En cuanto al ingreso de los propietarios, se puede observar que éste se concentra, sobre todo, en el rango de 1 a 5 salarios mínimos y predominan los sectores comercio y servicios.

5.3.4. Información Básica

Para realizar la selección de las empresas, se tomó información de la base de datos de: El Servicio de Asistencia Técnica (SAT), Instituto Nacional de Estadística (INE) y FUNDEMPRESA.

El universo de PYMES analizadas, está representado por 2,068 empresas y se aplicaron cuatro criterios ordenadores clave para asegurar la representatividad de la información (i) Distribución de la información entre el mayor número de rubros de producción existentes, (ii) distribución geográfica proporcional de la muestra para obtener la amplitud de cobertura requerida (iii) proporcionalidad entre pequeñas y medianas empresas, seleccionadas por tramo de empleo y (iv) criterio de reemplazo, manteniendo la cobertura de rubros de actividad y zonas geográficas.

La información utilizada está compuesta por empresas cuyo tramo de empleo se encuentra en el rango de 11 a 49 empleados, en las ciudades de La Paz, El Alto, Cochabamba y Santa Cruz.

Desde la perspectiva del tramo de empleo de las empresas, a nivel total se han encontrado mayor número de empresas con tramo de empleo entre 11 y 20 trabajadores, en el 56% de los casos. El segundo segmento, corresponde al tramo entre 21 y 30 trabajadores con el 20% de los casos. Dicha distribución, sigue un patrón común, que muestra que a mayor tramo de empleo, hay menor número de empresas.

Dicho patrón de relación, entre el menor tamaño en tramo de empleo y la existencia de mayor número de establecimientos, es consistente con la estructura del sector empresarial en Bolivia, donde hay una mayor proporción de micro y pequeñas empresas con menor número de trabajadores empleados.

Cuadro N° 5
Número de empresas por ciudad según tramo de empleo

TRAMO	CIUDAD								TOTAL	
	La Paz		El Alto		Cochabamba		Santa Cruz			
	N''	%	N''	%	N''	%	N''	%	N''	%
11-20	17	36	48	67	14	54	44	59	123	56
21-30	14	30	13	18	6	23	12	16	45	20
31-40	6	13	4	6	2	8	8	11	20	9
41-40	10	21	7	10	4	15	11	15	32	15
Total	47	100	72	100	26	100	75	100	220	100

Fuente: Elaboración propia.

Considerando el criterio de tramo de empleo, para diferenciar la categoría de la empresa; Pequeña Empresa de 11 a 20 empleados, y Mediana Empresa de 21 a 49 empleados, se puede observar que el número de empresas se ha distribuido proporcionalmente en ambos sub-estratos del sector. Es decir, el 56% de las empresas (123) pertenecen a la pequeña empresa y el 44 % al estrato de la mediana empresa (97).

Desde la perspectiva del tramo de inversión en activos de las empresas, se han encontrado mayor número de empresas con capital inferior a los \$US. 50.000 en el 35% de los casos. El segundo segmento, en número de casos es el del tramo de capital entre \$US. 100.000 y SUS, 500.000 con el 17% de los casos.

Dicha distribución, si bien muestra un patrón de comportamiento, establece una relación de mayor capital y menor número de establecimientos, denota que hay una menor correlación entre ambos criterios, es decir, que el tamaño de capital de las empresas, no es un indicativo del número de empresas de las PYMES existente.

Cuadro N° 6
Número de Empresas por ciudad según monto de activos
Caracterización de la muestra por tramo de activos de empresas

Tramo de capital (Dólares Americanos)	Ciudad								Total	
	La Paz		El Alto		Cochabamba		Santa Cruz		N°	%
	N°	%	N°	%	N°	%	N°	%		
Hasta 50.000\$	6	13	45	63	8	31	17	23	76	35
50.001\$ - 100.000\$	3	6	3	4	3	12	15	20	24	11
100.001\$ - 500.000\$	12	26	5	7	7	27	14	19	38	17
500.001\$ - 1'000.000\$	10	21	3	4	2	8	7	9	22	10
1'000.001\$ adelante.	7	15	4	6	2	8	3	4	16	7
Sin respuesta	9	19	12	17	4	15	19	25	44	20
Total	47	100	72	100	26	100	75	100	220	100

Fuente: Elaboración propia.

Si se realiza una comparación entre el comportamiento del empleo y el capital, se observa que el tamaño de las empresas con respecto a la cantidad de trabajadores, no necesariamente implicara una correlación directamente proporcional con el tamaño del capital invertido.

Este último aspecto; resulta muy interesante, puesto que da cuenta que en las PYMES, hay otros factores adicionales al empleo (número de trabajadores) que determina el tamaño del capital de las empresas o viceversa. Este hecho ratifica, la aproximación conceptual que se aplicó al estudio, en el que se consideran otros factores como la calidad de gestión, la vinculación con el mercado y la gestión del financiamiento, para caracterizar al sector.

5.3.5 Información según ventas

Desde la perspectiva del tramo de ventas, se han encontrado mayor número de empresas con ventas anuales entre \$US. 100,000 y \$US. 500,000 en el 28% de los casos. El segundo segmento en número de casos, es el del tramo de ventas

anuales inferiores a \$US, 50,000 con el 22% de los casos. Dicha distribución, efectivamente, muestra un comportamiento no correlacionado con el número de establecimientos, es decir, que el volumen de ventas de las empresas no es un indicativo del número de empresas de las PYMES existente.

Cuadro N° 7

Número de Empresas por ciudad según monto de ventas anuales

Tramos de ventas anuales en Dólares Americanos	Ciudad								Total	
	La Paz		El Alto		Cochabamba		Santa Cruz		N°	%
	N°	%	N°	%	N°	%	N°	%		
Hasta \$ 50.000	5	11	31	43	6	23	7	9	49	22
\$50.001 - \$100.000	3	6	8	11	1	4	9	12	21	10
\$100.001 - \$500.000	12	26	10	14	10	38	29	39	61	28
\$500.001 - \$1'000.000	8	17	3	4	3	12	4	5	18	8
\$1'000.001 - \$3'000.000	4	9	2	3	3	12	1	1	10	5
\$3'000.001 adelante.	1	2	4	6	0	0	3	4	8	4
Sin respuesta	14	30	14	19	3	12	22	29	53	24
Total	47	100	72	100	26	100	75	100	220	100

Fuente: Elaboración propia.

Este último aspecto relacionado con el tramo de empleo, da cuenta nuevamente que en las PYMES, hay otros factores adicionales al empleo (número de trabajadores) que determina el nivel de ventas de las empresas, y así, ratifica la aproximación conceptual que se incorporó al trabajo.

5.3.6 Información de la PYMES como sujetos de financiamiento

Cuadro N° 8

MODULO	CRITERIOS	VARIABLES
INDICADORES GENERALES	Empleo (número de trabajadores)	Tramo de empleo generado por las empresas
	Capital Invertido	Tramo de activos invertidos en la empresa
	Ingresos	Tramo de ventas generadas por año
	Madurez de las empresas	Antigüedad de las empresas
	Forma Jurídica	Régimen legal bajo el cual opera la empresa
	Grado de formalización	Tipo de registros con los que cuenta

Fuente: elaboración propia.

Las PYMES, como sujeto de financiamiento para los mecanismos existentes en el Mercado de Valores, se utilizó el criterio de tramo de empleo para diferenciar el tamaño de la empresa de acuerdo a los siguientes rangos: Entre 11 a 20 empleados (pequeña empresa) y de 21 a 49 (mediana empresa). De tal forma, todos los análisis se presentan tomando dicha convención.

5.3.7 Las PYMES y el Empleo

En relación al empleo generado por las PYMES, a partir de los resultados expuestos, se observa que el 56% de las empresas se ubica en el segmento de menor tamaño relativo en cuanto al tramo de empleo (el de 11 a 20 trabajadores).

Mientras que el restante 44% se ubica en estratos, en los que el tramo de empleo es de más de 20 trabajadores (hasta 49).

- En la Paz, hay una distribución casi homogénea de las empresas en distintos tramos de empleo.

- En el caso de la ciudad de El Alto, se evidencia claramente que hay un mayor número de empresas con tramo de empleo de 11 a 20 trabajadores.
- En el caso de las ciudades de Cochabamba y Santa Cruz, también se aprecia una concentración de las PYMES en el segmento con tramo de empleo de 11 a 20 trabajadores.

Cuadro N°9
Proporción de empresas por ciudad según tramo de empleo
(En porcentaje)

Tramo de Empleo (número de trabajadores)	Proporción de empresas por tramo de empleo (%)				
	La Paz	El Alto	Cochabamba	Santa Cruz	PyME
11 - 20	36	67	54	58	56
21 - 30	30	18	23	16	21
31 - 40	13	5	8	11	9
41 - 49	21	10	15	15	14
Total	100	100	100	100	100

Fuente: Elaboración propia.

Sobre el tamaño promedio de las empresas, respecto al tramo de empleo, se puede observar que:

- El tamaño promedio de las PYMES es de 23 trabajadores.
- Las empresas de La Paz, muestran un número promedio superior al promedio total.
- Las empresas de El Alto tienen un promedio de 20 trabajadores, que se encuentra por debajo del promedio total.
- Las empresas de Cochabamba y Santa Cruz, se encuentran en el promedio del sector con 23 trabajadores.

Cuadro N°10
Indicadores de Empleo de las PYMES por ciudad

Número de empleados	Ciudad				PYME
	La Paz	El Alto	Cochabamba	Santa Cruz	
Tamaño Promedio	28	20	23	23	23
Suma (de la muestra)	1,316	1,406	605	1,759	5,086

Fuente elaborada propia.

5.3.8 El Capital invertido de la PYMES

Tal como se expresa en los indicadores señalados, la intensidad del capital en las PYMES, demuestra la principal diferencia con respecto a otros estratos económicos.

A nivel general, el capital invertido en el sector de las PYMES productivas por puesto de trabajo, oscila entre \$US. 21.000 y \$US. 30.000.

A nivel departamental se puede apreciar que en la ciudad de La Paz, se concentran las empresas que tienen una mayor intensidad de capital, con un rango que oscila entre \$US. 50.000 a \$US. 60.000 (activos invertidos por puesto de trabajo). Este comportamiento responde al tipo de industria que está presente en este departamento: rubros productivos de productos químicos, laboratorios farmacéuticos y plásticos, que requieren mayor capital por el uso de tecnología en maquinaria y sistemas automáticos entre otros.

En el mismo sentido, las empresas de Cochabamba y Santa Cruz, muestran indicadores de intensidad similares, pero inferiores al promedio de las PYMES, con un capital invertido entre \$US. 16.000 y \$US. 26,000 por puesto de trabajo. Es decir que las empresas en estas dos últimas ciudades son también intensivas en mano de obra.

El capital invertido en la ciudad de El Alto, contrasta con la situación de las empresas de los otros departamentos. El capital invertido es menor, inclusive al

promedio del sector, y se sitúa en el rango de \$US. 11.000 y \$US. 14.000 invertidos por puesto de trabajo.

5.3.9 Ingresos en las PYMES

En general se consideran los ingresos como un criterio importante para categorizar las pequeñas y medianas empresas. Es un indicador que permite diferenciarlas de otros sectores empresariales.

Este aspecto, es ampliamente desarrollado en la vinculación de las PYMES con el mercado, pero se puede realizar una primera aproximación identificando los rangos promedio de ventas, que diferencian e identifican a las pequeñas y medianas dentro del universo empresarial boliviano.

Cuadro N°11

Proporción de empresas por ciudad según monto y ventas anuales

Tramos de ventas anuales	Ciudad								Total		Total PYME
	La Paz		El Alto		Cbba.		S. Cruz		P	M	
	P	M	P	M	P	M	P	M			
US\$	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Hasta 50.000	23.53	3.33	58.33	12.50	35.71	8.33	13.64	3.23	34.96	6.19	22.27
50.001 - 100.000	0.00	10.00	8.33	16.67	7.14	0.00	18.18	3.23	10.57	8.25	9.55
100.001 - 500.000	23.53	26.67	6.25	29.17	35.71	41.67	25.00	58.06	18.70	39.18	27.73
500.001 - 1'000.000	5.88	23.33	4.17	4.17	7.14	16.67	6.82	3.23	5.69	11.34	8.18
1'000.001 - 3'000.000	0.00	13.33	2.08	4.17	7.14	16.67	2.27	0.00	2.44	7.22	4.55
3'000.001 adelante.	0.00	3.33	4.17	8.33	0.00	0.00	0.00	9.68	1.63	6.19	3.64
Sin respuesta	47.06	20.00	16.67	25.00	7.14	16.67	34.09	22.58	26.02	21.65	24.09
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Elaborado en base a información del Sat, Ine y Fundempresa.

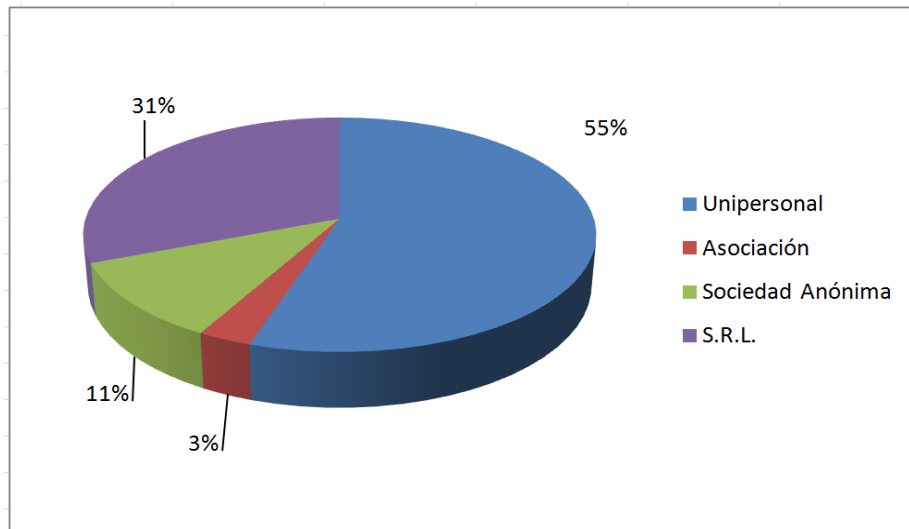
El nivel de ventas para la pequeña empresa, se concentra en el rango de hasta \$US, 50,000 con el 35% y para el estrato de la mediana el rango de mayor importancia es el de \$US, 100.001 a 500,000 (39%), demostrando su importante aporte al PIB.

5.3.10 Forma jurídica

La conformación de las empresas en Bolivia, está muy ligada a los objetivos y al perfil de los empresarios. En general la figura más simple y utilizada es la de empresa unipersonal, donde el propietario, es quien lleva la gestión personalmente, asume riesgos y es el único responsable respecto a terceros, poniendo en juego todo su patrimonio personal y familiar.

Los empresarios que tienen como objetivo crecer y compartir riesgos, normalmente asumen la figura de Sociedad de Responsabilidad Limitada o Sociedad Anónima, donde existe una mayor separación entre propiedad y administración, y la responsabilidad frente a terceros, está restringida al monto de sus aportes o a la cantidad de acciones suscritas.

Gráfico N° 2
Formas jurídicas de organización



Fuente: Elaboración propia.

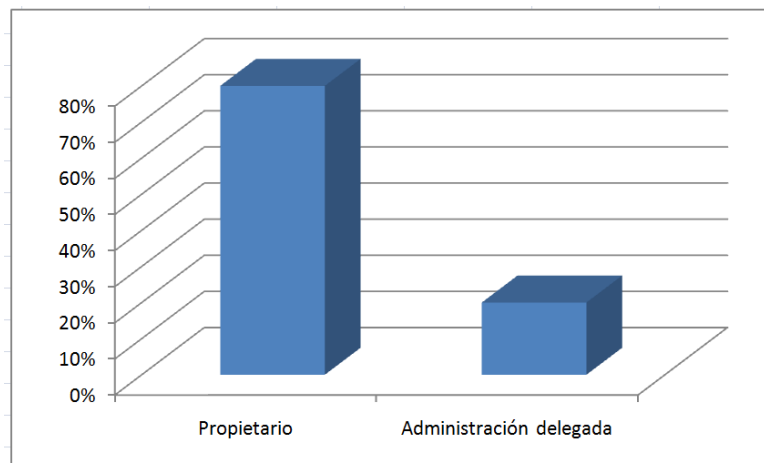
La empresa unipersonal está generalmente asociada a las pequeñas empresas, casi el 68% de las pequeñas empresas entrevistadas están constituidas bajo esta figura comercial. Las razones que explican este comportamiento van desde la mayor facilidad en las gestiones y trámites hasta el menor costo en su constitución. Sin embargo, este tipo de empresa presenta algunos inconvenientes

como ser la responsabilidad ilimitada del empresario frente a terceros (inclusive con el patrimonio personal) baja capacidad de crecimiento (sujeto a la generación de ingresos personales) y limitado acceso a fuentes de financiamiento formales.

En relación a la mediana empresa, aunque la existencia de empresas unipersonales sigue siendo importante (38%), se observa una mayor distribución en empresas constituidas bajo Sociedades de Responsabilidad Limitada (38%) y Sociedades Anónimas (19.6%).

Gráfico N° 3

Relación entre tipo de sociedad y años de antigüedad promedio



Fuente: Elaboración propia.

Esta situación está relacionada con el ciclo de vida de las empresas y su consolidación en el mercado. A medida que las empresas crecen, los empresarios transforman su estructura societaria, en formas jurídicas que les permitan disminuir sus riesgos e incrementar sus beneficios con un mayor grado de formalidad.

Entre los principales beneficios identificados por los entrevistados que transformaron sus empresas de unipersonales a S.A, o S.R.L., se puede mencionar los siguientes en orden de importancia: (i) Mejora en la gestión de la empresa al contar con una estructura organizacional clara (47%) (ii) incremento en

sus niveles de ventas al poder trabajar con contratos de venta formales (25%) (jii) Acceso al financiamiento en mejores condiciones (14.5%).

5.3.11 Desarrollo de las PYMES

En relación a la antigüedad de las PYMES, a partir de los resultados expuestos, se observa que el 56% de las empresas iniciaron sus actividades hace más de 10 años (oscilando su antigüedad entre 11 y 40 años), el restante 44% tiene una antigüedad media entre 1 a 10 años (de éstas el 94% tiene una antigüedad mayor a 2 años).

Un dato de importancia que refleja la potencialidad del sector de las PYMES, para su incorporación al Mercado de Valores, es que el 94% de las empresas tienen una antigüedad mayor a 2 años.

A nivel regional:

- La ciudad de La Paz agrupa a las empresas con mayor antigüedad (más de 21 años), guardando relación con un uso más intensivo de capital.
- Santa Cruz, concentra las empresas más jóvenes (menos de 5 años de antigüedad), aspecto concordante con la creciente importancia económica que adquiere el departamento.
- La antigüedad de las empresas de El Alto (entre 11 a 20 años), tiene una relación directa con su transformación en ciudad en 1986.
- Cochabamba presenta empresas de antigüedad media (más de 11 años).

Cuadro N° 12

Proporción de empresas por ciudad según antigüedad en años

Tramos de antigüedad	Ciudad (en porcentaje)				Total PYME
	La Paz	El Alto	Cochabamba	Santa Cruz	
< 2	0%	6%	0%	3%	3%
2 - 5	9%	10%	15%	27%	16%
6 - 10	15%	29%	23%	29%	25%
11 - 20	23%	35%	31%	23%	28%
21 adelante	53%	21%	31%	19%	28%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración en base a información del SAT, INE y FUNDEMPRESA.

Sobre la antigüedad promedio de las empresas, se puede observar que:

- La antigüedad promedio de las PYMES es de 17 años.
- Las empresas de La Paz, muestran un número de años promedio superior al promedio total, situación que confirma la madurez de sus empresas.
- Las empresas de El Alto, guardan relación con el tramo de antigüedad de 11 a 20 años como el más importante.
- Las empresas de Cochabamba, presentan a las empresas medianas de mayor edad promedio en el país.
- Las empresas en Santa Cruz, son en su mayoría de reciente creación, confirmando su crecimiento de los últimos años.

Cuadro N° 13
Indicadores promedio de antigüedad por ciudad

Antigüedad	Ciudad								Total
	La Paz		El Alto		Cochabamba		Santa Cruz		
	Pequeña	Mediana	Pequeña	Mediana	Pequeña	Mediana	Pequeña	Mediana	
Promedio	32	24	12	20	14	29	9	17	17
Máximo	60	53	31	52	26	84	26	45	84
Mínimo	2	2	1	4	4	3	1	1	1

Fuente: Elaboración propia.

En relación al tipo de empresas se observa que:

Las medianas empresas tienen una antigüedad mayor a 20 años, (39%); las pequeñas empresas se agrupan en el rango de 6 a 10 años (30%).

5.3.12 Formalización de las PYIMES

Las PYMES, de acuerdo a su conformación Jurídica, deben cumplir con requisitos formales establecidos por la legislación boliviana. Como se mencionó en el acápite anterior, todas las empresas responden a una figura jurídica donde predomina la empresa unipersonal.

En función a las características de las empresas, se observa un alto grado de cumplimiento de los registros formales establecidos por la normativa boliviana. En relación al total de registros formales analizados, el porcentaje de cumplimiento promedio alcanza el 80%.

Sin embargo, todavía se observan importantes porcentajes de incumplimiento en relación a los siguientes aspectos:

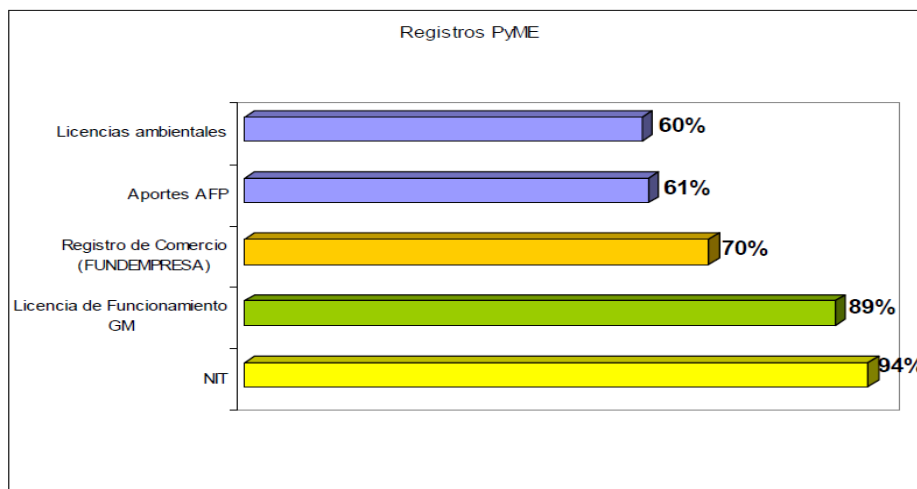
- Considerando que el sector de análisis corresponde al sector productivo de transformación, donde existe uso intensivo de mano de obra y explotación

de recursos naturales, un porcentaje considerable incumple la obtención de licencias ambientales.

- Una medida de la precariedad del empleo en el país, está relacionada al cumplimiento de aportes a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) Casi un 40% de las empresas, no realizan los aportes de ley, con especial atención en la Pequeña Empresa de la ciudad de El Alto (71%) y Santa Cruz (48%). Esta misma tendencia se presenta en las Medianas Empresas en dichas ciudades con un 38% y 36% respectivamente.
- La misma tendencia se observa en el incumplimiento del Registro de Comercio (administrado por FUNDEMPRESA), la ciudad de El Alto y Santa Cruz en el estrato de la Pequeña Empresa presentan los índices más altos de incumplimiento (65% y 32% respectivamente).
- En el cumplimiento de licencias exigidas por los Gobiernos Municipales, la tendencia se repite, constituyéndose la pequeña empresa de El Alto, la que registra el mayor grado de incumplimiento. El 31% de las empresas no cuenta con estas licencias.

Gráfico N° 4

Grado de cumplimiento en los Registros empresariales (%)



Fuente: Elaboración propia.

En el entendido que el tener registros empresariales, es una aproximación inicial a la formalidad, se puede afirmar que las PYMES, cuentan con los registros y licencias de funcionamiento que les permiten cumplir su actividad comercial en forma normal. Esto no necesariamente implica, que sean transparentes y cumplan sus deberes y obligaciones formales.

En este sentido, aunque las PYMES analizadas, cumplen con requisitos que las habilitan para ejercer su actividad empresarial, la percepción de algunos autores indica que el cumplimiento de estos registros, ya no se considera como un indicador del grado de formalidad y transparencia de las empresas.

En consecuencia, se observa un cambio de orientación, en la percepción acerca del concepto de formalidad, que viene necesariamente acompañado de transparencia. El concepto de transparencia, en este contexto esta entendido como la generación y divulgación continúa de información financiera, legal o de cualquier otra naturaleza que pudiera afectar positiva o negativamente la posición de la empresa. Los mercados formales de crédito y capital, son cada vez más rigurosos y exigentes con el cumplimiento de estas dos condiciones para otorgar recursos de financiamiento.

En conclusión, se evidenció que el empresario a pesar de que es consciente de esta situación, no percibe beneficios tangibles que le justifiquen realizar el "esfuerzo" de ser formal y transparente. El empresario no acaba de comprender, cuantificar y comparar los costos y beneficios de la formalidad y de la informalidad, esta última tarea esta aun pendiente de realización, para un gran número de empresas.

La forma de organización jurídica de las PYMES es unipersonal, principalmente en el estrato de la pequeña empresa y, si se trata de una mediana empresa es principalmente una sociedad de responsabilidad limitada. Esta variable, que se constituye en un factor relevante para el ingreso de las empresas al Mercado de Valores debe ser contrastado con la visión del empresario con respecto del futuro

y su predisposición para abrir su empresa a nuevos socios, así como el grado de madurez (antigüedad) de la misma.

5.3.13 Gestión Empresarial de las PYMES

La gestión empresarial de las PYMES boliviana, está muy ligada al estilo gerencial y a la forma societaria de la empresa donde es perceptible la:

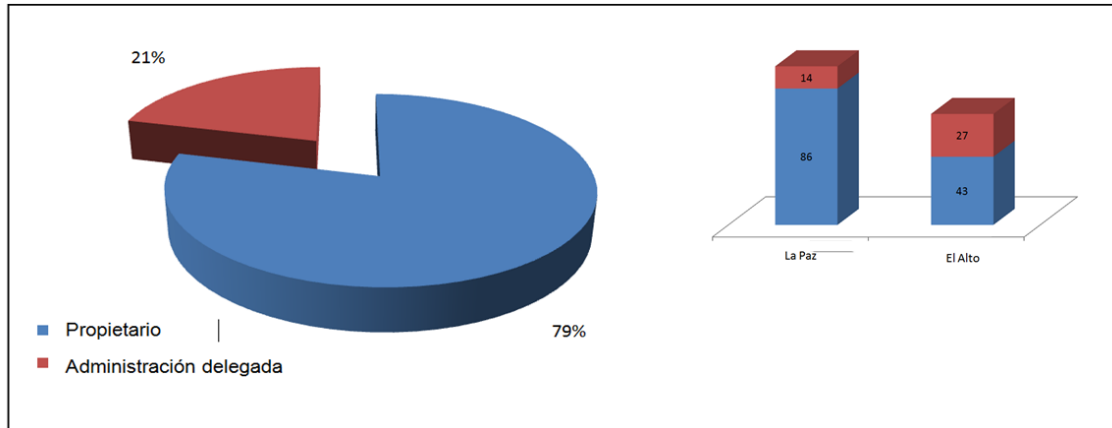
- a) Estructura Organizacional.
- b) Existencia de una definición de funciones y responsabilidades.
- c) Existencia de mecanismos de planificación.
- d) Existencia de instancias de control de la gestión empresarial.

Estructura organizacional

La estructura administrativa de las empresas analizadas, responde en cierta medida al carácter familiar de las PYMES bolivianas, donde el propietario está altamente involucrado en las tareas de planificación y control, así como en los aspectos operativos del negocio.

En ese sentido, la estructura organizacional identificada en las PYMES, es centralizada y altamente dependiente de las decisiones del gerente-propietario. Los resultados muestran que en el 79% de los casos, son los propietarios los que dirigen las empresas y únicamente un 21% cuenta con una administración delegada ajena a la propiedad.

Gráfico N°5
Responsable de la administración



Fuente: Elaboración propia.

Esta realidad, se hace más notoria en las empresas de las ciudades de La Paz, Cochabamba y Santa Cruz, donde existe una clara tendencia a centralizar el poder de decisión en los propietarios. En consecuencia, se tienen estructuras organizacionales rígidas y pesadas, que no responden de manera adecuada a los continuos cambios de un entorno competitivo.

Si se evalúa el segmento de empresas unipersonales, se encuentran dos grupos de empresas claramente diferenciadas: Un primer grupo donde la asignación de funciones y responsabilidades es establecida de manera formal, con un organigrama conocido por todos (51%) y un segundo grupo que no cuenta con una clara distribución y asignación de funciones establecida formalmente (49%).

La situación, desde la perspectiva de las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, consigna la presencia de tres características que determinan la forma de dirigir y gestionar las PYMES bolivianas:

- La presencia de un Directorio o una Asamblea de Socios.
- La realización de Juntas de Accionistas (S.A.) o de Asamblea de Socios (S.R.L).
- La existencia de un organigrama formal.

De acuerdo a estas variables de análisis, se observa que en las empresas, casi el 51% de las PYMES constituida como sociedad presentan este tipo de estructuras organizativas al interior de sus negocios.

El estudio por tipo de empresa y ciudad, muestra las siguientes características en relación a su estructura organizacional:

- Las pequeñas y medianas empresas de las ciudades de La Paz, Cochabamba y Santa Cruz, muestran características comunes en relación a su estructura organizacional, con una alta participación del propietario en todos los niveles de decisión. En consecuencia, a pesar de contar con instancias formales de decisión, se presenta excesiva lentitud en los procesos de toma de decisiones.
- En el estrato de las medianas empresas de las ciudades de La Paz, Cochabamba y El Alto se presentan estructuras, formales asociadas al tipo de sociedad constituida. Estas estructuras se mantienen desde el inicio de las empresas, y a juicio de los entrevistados son rígidas y pesadas no respondiendo a los continuos cambios del entorno.
- Un caso especial, son las empresas medianas de la ciudad de Santa Cruz, que desarrollan sus procesos internos de manera más informal sin una estructura organizacional formalmente establecida.

Existencia de mecanismos de planificación

La planificación, supone determinar qué estrategia va a seguir, tanto, la empresa en general, como cada área de negocio en particular, en un plazo determinado de tiempo. Esta planificación fijará los objetivos, guiará a las PYMES en las distintas acciones que se llevarán a cabo, y establecerá mecanismos de control para asegurarse de que los recursos se están invirtiendo correctamente.

La planificación está orientada principalmente a apoyar el crecimiento de la empresa. Intenta prever todos los factores que afectan a la organización, generando herramientas que minimicen la incertidumbre y distribuyan

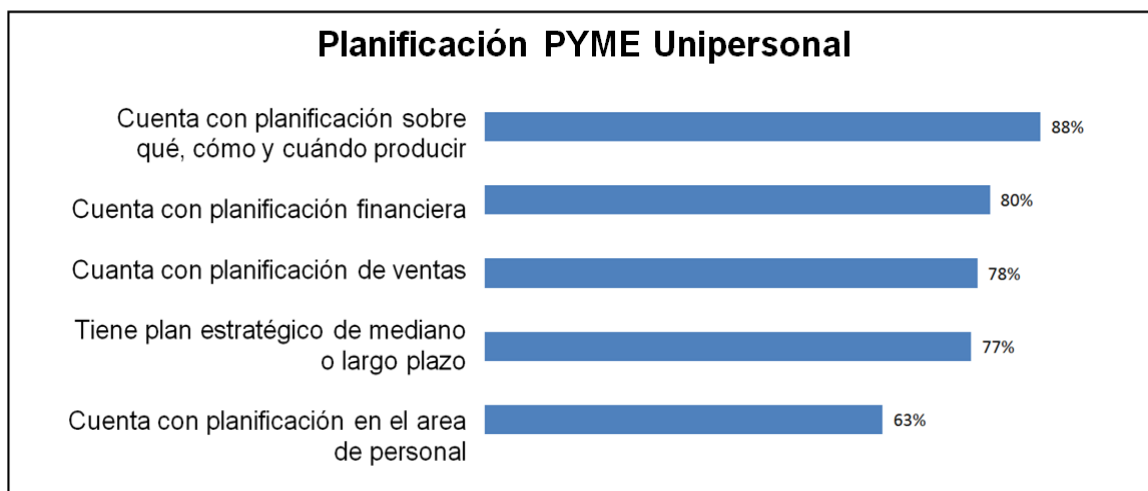
eficientemente los recursos económicos, humanos y de tiempo. El objetivo de este punto, está relacionado a conocer si existen herramientas de planificación que guían la gestión de las empresas, y si las mismas son formales y conocidas en los distintos niveles de la empresa.

Considerando el análisis por tamaño de empresa puede observarse que:

- Las pequeñas empresas especialmente en la ciudad de La Paz, realizan planificación principalmente en el área de producción. Aunque esta planificación es conocida por la planta ejecutiva, no necesariamente es conocida por todos los niveles de la empresa.
- Las medianas empresas son las que mayor importancia otorgan a las tareas de planificación, con excepción del área de recursos humanos. Se observa que esta planificación esta formalmente establecida y aparentemente difundida al interior de la empresa.

Gráfico N°6

Planificación de las PYMES Unipersonal (en porcentaje)

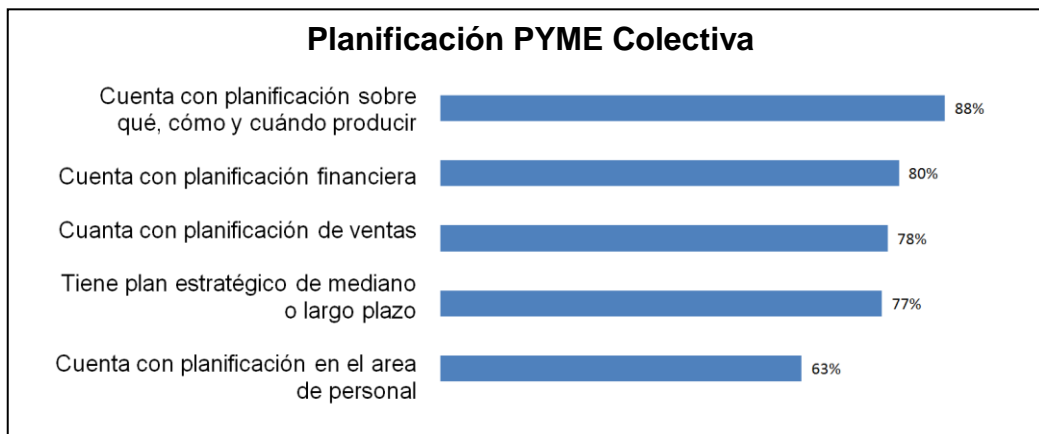


Fuente: Elaboración propia.

En el caso de las Sociedades Colectivas (Sociedades Anónimas y Sociedades de Responsabilidad Limitada), se observa cierta correlación con las empresas unipersonales, en cuanto a las áreas de mayor y menor relevancia en acciones de

planificación general, sin embargo dichas acciones alcanzan niveles más altos de formalidad y cumplimiento, tal como se puede observar en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 7
Planificación de las PYMES Sociedad (en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia.

Enfocando, el análisis por tamaño de empresa se observa que:

- Existe correlación entre pequeñas y medianas empresas, en relación a la existencia de herramientas de planificación, en las cinco áreas de estudio, nuevamente la planificación se centra en el área productiva y financiera.
- La visión de los empresarios de las PYMES, está muy ligada a centrar sus esfuerzos en la planificación de corto plazo, principalmente por los constantes problemas sociales, políticos y económicos a los que se enfrentan. La percepción generalizada, es que es muy difícil planificar a largo plazo en condiciones turbulentas.
- Existen factores que influyen en el diseño de los sistemas de planeación, principalmente en las pequeñas empresas, donde el gerente-propietario está enfocado en las operaciones del día a día, y se deja llevar por la intuición y tiene muy poca experiencia en planificación.

- Se observa, que en las pequeñas empresas, los mecanismos de planificación están, basados en la experiencia e intuición del empresario de las PYMES.

5.3.14 Las PYMES y el Mercado

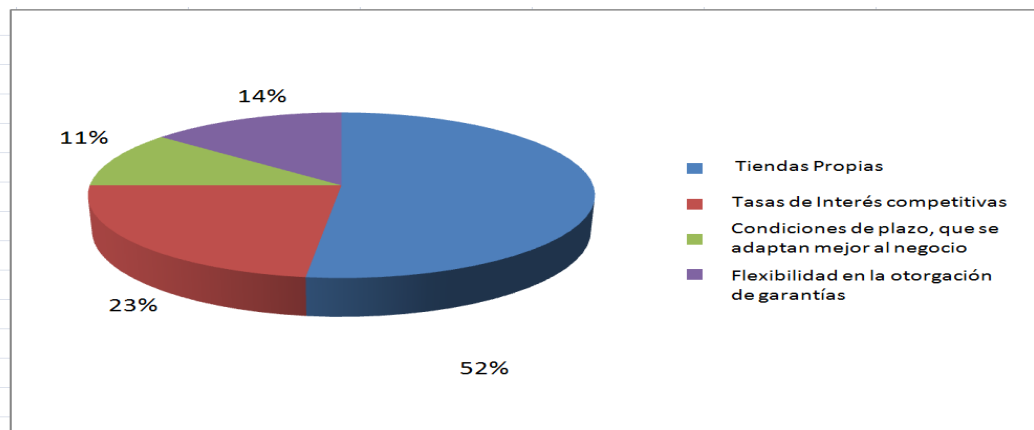
Una de las principales funciones asociadas a la planificación está centrada en el constante monitoreo de los cambios del entorno. Según la teoría, el monitoreo que deben realizar las empresas se debe realizar en cuatro ámbitos: Macroeconómico, la industria, la competencia y el entorno interno organizacional.

Se observa, que solamente el 45% de las empresas del sector analizan constantemente el mercado para realizar y controlar su planificación. Los aspectos de mayor interés, están relacionados al área productiva y al comportamiento de la competencia en cuanto a:

- Niveles de Producción.
- Niveles de Venta.
- Precios de Venta.
- Calidad de sus Productos.

En la mayoría de los casos analizados, las fuentes de información utilizadas para generar esta información proceden de clientes, proveedores y la observación "in situ" en las plazas de venta. Con la información obtenida, se retroalimentan las empresas y reorientan sus planes y estrategias.

Gráfico N° 8
Monitoreo del Entorno PYMES



Fuente: Elaboración propia.

Los resultados obtenidos, reflejan las limitaciones de los empresarios PYMES en su gestión de planificación. La situación es similar tanto en la pequeña como en la mediana empresa, donde más del 50% de las empresas entrevistadas, no han desarrollado mecanismos de monitoreo, y en consecuencia no tienen información que les permita reaccionar con oportunidad a los continuos cambios del entorno.

5.3.15 Productividad de las PYMES

La productividad, se refiere a la relación existente entre la producción obtenida y los insumos utilizados para obtenerla. Una empresa alcanza mayores niveles de eficiencia, en la medida que logre producir altos niveles de producción en relación a los recursos utilizados.

Esta eficiencia resulta importante, ya que se constituye en la base para que una empresa subsista en el tiempo, especialmente en sectores productores de bienes, donde el precio no es una variable de decisión, sino un dato que los productores deben aceptar.

Desde la perspectiva de la productividad, a nivel general de las PYMES se puede apreciar lo siguiente:

- La productividad del empleo en las PYMES, varía entre \$US. 12.000 y \$US, 20.000, es decir que cada puesto de trabajo, genera ingresos/ventas entre dicho rango de referencia. Si bien este parámetro es indicativo del conglomerado general, hay empresas dentro de las PYMES que tienen un desempeño mucho más bajo.
- De la misma forma, se puede ver que la productividad del capital (activos) se ubica en parámetros entre \$US. 0.80 y \$US. 1.00. Es decir, que por cada dólar de activos invertidos, la empresa genera cerca de un dólar de utilidad.

Resulta importante anotar que la baja productividad de los activos en el caso de las empresas de La Paz, muestra una situación preocupante, que podría deberse a alguno o más de los siguientes factores:

- Obsolescencia y baja productividad del parque tecnológico.
- Serias dificultades de llegada a mercados y demandas, que propicien mayor nivel de ventas e ingresos.
- Baja rotación del capital, a partir de problemas en la dinámica de la demanda y el consumo.

De la misma forma, llama la atención la productividad del capital invertido en las empresas de El Alto, donde evidentemente, se observa el mayor nivel de ventas generado con respecto al capital invertido.

Este ejemplo, da cuenta de empresas donde el principal valor agregado se da a través del uso intensivo de mano de obra.

Esta situación, es interesante en el corto plazo, sin embargo, en la perspectiva de mediano y largo plazo las empresas requieren consolidar su capital productivo, no solo para consolidar sus argumentos de competencia, sino también para generar condiciones de apalancamiento de capital e inversiones, que son requeridas en la gestión de los negocios.

5.3.16 La Calidad de la gestión

1. En el entendido que tener registros empresariales es una aproximación inicial a la formalidad, se puede afirmar que las PYMES cuentan con registros y licencias de funcionamiento que les permiten cumplir su actividad comercial en forma normal. Esto sin embargo, no necesariamente implica que cumplan los deberes y obligaciones asociados a la tenencia de registros, que sus estructuras y procesos sean formales y que tengan un comportamiento formal en el ámbito comercial. La evaluación de estos últimos aspectos, debe realizarse caso por caso.
2. El empresario de las PYMES, a pesar de ser consciente que el cumplimiento de registros empresariales como medida de formalización le permitiría acceder a mercados de financiamiento en mejores condiciones, no percibe beneficios tangibles que le justifiquen realizar el "esfuerzo" de ser formal y transparente. El empresario, no acaba de comprender y cuantificar los costos y beneficios de la formalidad y de la informalidad, principalmente porque ambas situaciones poseen múltiples dimensiones que van más allá de la tenencia de registros.
3. Un segundo factor de análisis en el desempeño de las PYMES, se refiere a la propiedad y administración de las empresas, que es característica de las empresas de tipo familiar con administración centralizada en los propietarios del negocio, poca delegación, procesos lentos y discrecionales de toma de decisiones.
4. La estructura organizacional de las PYMES, es el reflejo del carácter familiar de las empresas. En este sentido, se identifican estructuras centralizadas y altamente dependientes de las decisiones del gerente-propietario. Esta situación le resta competitividad a las empresas del sector.
5. Existen limitaciones en el diseño y uso de las herramientas de planificación y control en las diferentes áreas de la empresa. Los empresarios están enfocados en el corto plazo, y sus actividades, se concentran en los problemas del día a día. Asimismo, los constantes problemas sociales,

políticos y económicos hacen aún más incierta la planificación de largo plazo.

6. Existen serias deficiencias en el monitoreo del entorno empresarial, aunque este aspecto no es exclusivo de este estrato empresarial.

5.3.17 PYMES y la Competencia

1. El sector empresarial boliviano tiene, en general, bajos niveles de productividad, indicador que es directamente proporcional al tamaño de las empresas. Las PYMES manufactureras, investigadas muestran niveles de productividad susceptibles de ser mejorados, pero que permiten trabajar en esquemas de subcontratación con empresas de mayor tamaño, ya que las brechas no son tan importantes como con la microempresa.
2. La mayor parte de las PYMES manufactureras, fabrican productos que corresponden a la industria liviana en condiciones que dificultan la competencia en mercados de exportación. No obstante, tiene potencialidad de competir en el mercado regional (países limítrofes) y otros mercados de exportación, a partir de la identificación de nichos de mercado y de la generación de estrategias empresariales que privilegien la innovación y el incremento de la productividad.
3. La falta de información y de procesos de investigación y desarrollo que sean orientados hacia este estrato, condicionan un comportamiento negativo ante el mercado, debilitando los aspectos de potencialidad del sector.
4. El entorno en el que se desenvuelven las PYMES, no promueve la actividad empresarial, abunda la burocracia y se carece de recursos humanos calificados, sistemas de innovación tecnológica, de inteligencia de mercados y hasta de servicios e infraestructura básica. Todo esto en el marco de niveles inaceptables de corrupción, exclusión social, cultura y visión empresarial poco desarrolladas.
5. Las PYMES operan en un entorno que puede calificarse de "semi formal", cumpliendo los requisitos mínimos para su funcionamiento, evitando

aquellos que no son indispensables, en resumen "sufre" la formalidad (por eso la competencia desleal es percibida como una limitante muy importante), pero no aprovecha las ventajas que, en términos comerciales y financieros, tiene la misma.

6. En general, el estrato de las PYMES, atiende mercados internos, los cuales son interesantes, sobre todo en ciertos sectores de actividad económica, no obstante, dada la limitación estructural del mercado boliviano (pequeño y de bajo poder adquisitivo), las empresas están obligadas a proyectarse a mercados externos, para lo cual se deben combinar acciones que faciliten, desde el Estado y los organismos de apoyo, sus actividades y, desde las propias empresas, que incorporen una gestión moderna que incremente la productividad y competitividad propias.

7.2.18 La Vinculación de las PYMES con el mercado

Cuadro N° 18

MODULO	CRITERIOS	VARIABLES
INDICADORES DE VINCULACION CON EL MERCADO	Articulación con la demanda y compradores	Plazas de venta y amplitud del mercado
		Tipología del cliente / comprador y mecanismos de venta
		Canales de distribución
		Condiciones de venta
		Niveles de ventas
	Articulación con proveedores de materias primas e insumos	Tipo de proveedores según localización nacional o exterior
		Mecanismos de aprovisionamiento
		Mecanismos de compra -venta de los aprovisionamientos
	Articulación con otras empresas	Niveles de gasto en aprovisionamiento
		Pertenencia a gremios o asociaciones empresariales
		Procesos de transferencia y colaboración al interior de los gremios
	Articulación en encadenamientos productivos	Regulación de calidad al interior de los gremios
		Participación en cadenas productivas priorizadas por el gobierno.

Fuente: Elaboración propia.

Plazas de venta y amplitud de mercado

Sin duda uno de los aspectos más importantes para el desempeño empresarial, es lograr un adecuado relacionamiento con los integrantes de los mercados internos y externos, ya sea para su aprovisionamiento de materia prima e insumos, como para lograr la comercialización efectiva de sus productos.

La importancia radica en conocer e identificar a través de la cadena de valor, el ámbito en el que las PYMES bolivianas desarrollan sus actividades, y como se relaciona con el resto de los participantes de esta cadena.

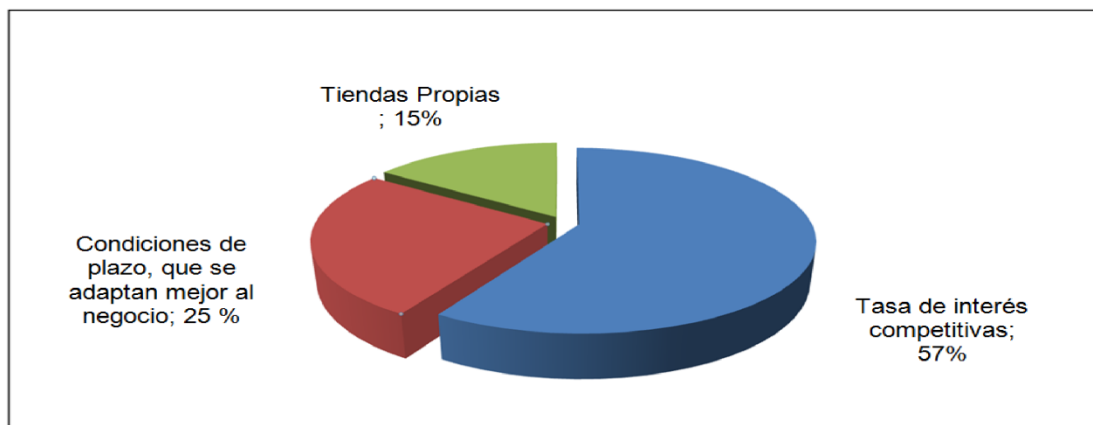
La orientación de la producción y ventas de las PYMES bolivianas, es fundamentalmente el mercado interno, siendo el ámbito local donde concentran sus esfuerzos de venta. El 66% de las ventas se las realiza a nivel local (en la plaza donde producen), 24% a nivel nacional y el restante 10% destinado a la exportación.

Estos porcentajes reflejan la reducida penetración de las PYMES bolivianas en el mercado externo, situación que no cambia significativamente por el tamaño, ni la ubicación geográfica de las empresas.

Aunque el porcentaje de exportaciones es reducido, las medianas empresas principalmente de la ciudad de El Alto, son las que tienen una mayor apertura hacia mercados internacionales.

En el ámbito interno, se observa una mayor orientación de las pequeñas empresas a cubrir la demanda de su zona geográfica.

Gráfico N° 9
Plaza donde las PYMES venden sus Productos



Fuente: Elaboración propia.

Ante los resultados es evidente que las PYMES no están preparadas para insertarse a los mercados externos, situación que refleja su falta de competitividad producto de diferentes factores, entre los que se pueden mencionar: carencia de información para exportar, exigencias de calidad de los mercados externos y los costos asociados a la exportación.

La vinculación y articulación de las PYMES con la demanda y los compradores

Los esfuerzos de venta a nivel interno de las PYMES, se orientan a cubrir la demanda de personas naturales (55%), empresas (36%) y entidades públicas (9%). En función a esta composición, se puede afirmar que, en lo que al mercado interno se refiere, las PYMES participan activamente a lo largo de toda la cadena de valor, es decir, participan en las etapas de producción, distribución y venta final a sus clientes.

El interés que tienen las PYMES productivas al participar en toda la cadena de valor, está basado, en la competencia por ofrecer menores precios y obtener mayores márgenes de utilidad, limitando la participación de intermediarios que encarecen el precio final de sus productos.

Llama la atención, la baja participación de las entidades públicas en la demanda de productos del sector, que no condicen con políticas del gobierno de apoyo al sector de pequeñas y medianas empresas.

Los esfuerzos de venta a nivel internacional de las PYMES, observan un comportamiento homogéneo en cuanto a la participación de personas naturales y empresas con un 48% en cada grupo.

Las pequeñas empresas concentran sus actividades de venta en cubrir la demanda de personas naturales, mientras que la mediana, enfoca su atención en los requerimientos de empresas extranjeras.

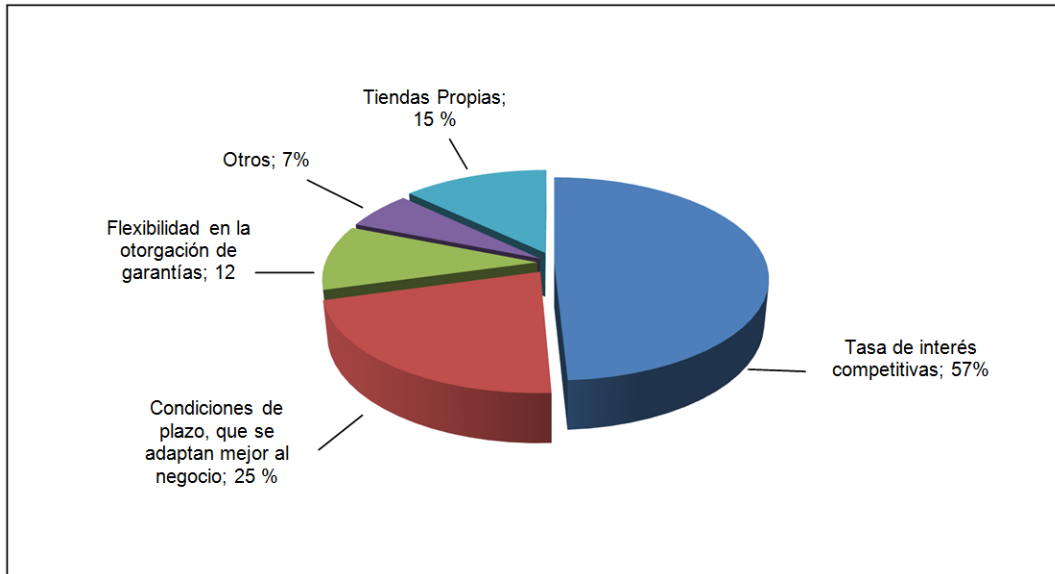
Se observa que un porcentaje importante de los clientes (46%) son estables, aún cuando las ventas no estén respaldadas por un contrato. Sin embargo, existe un alto porcentaje de ventas a clientes ocasionales (32%), que está sujeto a la estacionalidad de la demanda y tiene un impacto en el flujo de ingresos.

Las ventas a clientes internacionales se caracterizan por su mayor estabilidad y grado de formalidad. Un porcentaje importante (33%), se realiza a clientes con contrato fijo y un (43%) son ventas a clientes sin contrato.

Canales de Distribución

En lo que respecta a los canales de distribución utilizados por las PYMES, se verifica cierta relación entre los principales clientes (personas naturales) y el tipo de distribución utilizada. El 76% de las empresas, desarrollan canales de distribución propios (ventas directas de fábrica y tiendas propias), minimizando la participación de intermediarios y manteniendo un mayor control de los precios finales.

Gráfico N° 10
Principales Canales de Distribución utilizados por las PYMES



Fuente: Elaboración Propia.

Si se analiza este aspecto por tamaño de empresa, los resultados reflejan una similar composición en relación a los canales de distribución utilizados.

Es importante destacar que la poca participación de los distribuidores mayoristas y minoristas, sin duda limita una mayor participación de mercados, restringiendo su volumen de ingresos.

Condiciones de venta

A objeto de indagar más sobre la relación de las empresas con sus clientes, se analizó las condiciones de crédito asociadas a sus ventas.

Los resultados muestran que el 57% de las pequeñas empresas tienen una política de crédito, principalmente dirigida a empresas nacionales (46%) y personas naturales (42%) y que el 60% de las medianas empresas, tienen la disposición de otorgar créditos a sus clientes, siendo los principales sujetos de crédito, empresas nacionales en 47% y las personas naturales en 28%.

En lo que respecta a las garantías otorgadas a sus clientes, el empresario PYMES considera que la confianza mutua es la principal garantía (30.5%).

Los plazos de crédito otorgados por la pequeña empresa y mediana empresa, están concentrados principalmente en créditos a 30 días.

Se identifica que las condiciones de crédito que otorgan las PYMES a sus clientes, son muy simples de cumplir, brindando muchas facilidades al cliente para ser sujeto de crédito, con el objetivo de ampliar y mantener su cartera de clientes.

La política de créditos identificada, tiene relación con los canales de distribución que utiliza, situación que le permite tener una relación directa de confianza mutua.

Un aspecto que llama la atención, es que las medianas empresas que tienen un rango de ventas de \$US. 100.000 a 500.000, tengan como respaldo de sus ventas al crédito, simplemente la confianza mutua. Esto representa un alto riesgo y es un reflejo de las condiciones de informalidad que guían las relaciones comerciales de las PYMES.

Ventas

El aspecto relacionado a las ventas, es sin duda el aspecto más sensible para cualquier empresa independientemente del tipo de negocio o sector en el que se desempeña, por tanto, es necesario efectuar un análisis diferenciado entre la pequeña y la mediana empresa, cuando se considera que esta diferencia es importante.

Según la información disponible, el 35% de las pequeñas empresas se encuentran en un rango de ventas anuales de hasta \$US. 50.000, siendo este dato muy importante para poder caracterizar a la pequeña empresa.

Considerando que este tamaño de empresas, opera con un número de 11 a 20 trabajadores, la producción unitaria por trabajador, está aproximadamente en el

rango de \$US. (2.500 = 4.545) anuales. Este monto es bajo comparado con estándares de otros países.

La mediana empresa productiva está relacionada principalmente al rango de ventas anuales de \$US. 100.001 a 500.000.

Considerando que este tamaño de empresas, opera con un rango de 21 a 49 trabajadores, la producción unitaria por trabajador se sitúa entre \$US. (4.761 - 10.204) anuales.

A pesar que la mediana empresa, opera, en rubros intensivos en mano de obra, se observa un mayor grado de intensidad de capital, tecnología y maquinaria, generando mayores niveles de productividad en relación a la pequeña empresa.

Analizando descriptivamente la información recopilada, se observa que el comportamiento de las ventas por ciudad, presenta la siguiente composición:

Cuadro N° 19
Ventas Anuales por Ciudad

Tramos de ventas anuales	Ciudad								Total		Total PYME
	La Paz		El Alto		Cbba.		S. Cruz		P	M	
	P	M	P	M	P	M	P	M			
US\$	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
Hasta 50.000	23.53	3.33	58.33	12.50	35.71	8.33	13.64	3.23	34.96	6.19	22.27
50.001 - 100.000	0.00	10.00	8.33	16.67	7.14	0.00	18.18	3.23	10.57	8.25	9.55
100.001 - 500.000	23.53	26.67	6.25	29.17	35.71	41.67	25.00	58.06	18.70	39.18	27.73
500.001 - 1'000.000	5.88	23.33	4.17	4.17	7.14	16.67	6.82	3.23	5.69	11.34	8.18
1'000.001 - 3'000.000	0.00	13.33	2.08	4.17	7.14	16.67	2.27	0.00	2.44	7.22	4.55
3'000.001 adelante.	0.00	3.33	4.17	8.33	0.00	0.00	0.00	9.68	1.63	6.19	3.64
Sin respuesta	47.06	20.00	16.67	25.00	7.14	16.67	34.09	22.58	26.02	21.65	24.09
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: Elaboración propia.

En el tramo de ventas hasta \$US. 50.000. El Alto, es la ciudad que mayor concentración de ventas presenta en este rango, tanto para la pequeña como para la mediana empresa.

La concentración de ventas para el rango de \$US. 100.000 a 500.000 es diferente por zona geográfica, la ciudad de Cochabamba es la más representativa (36%) para la pequeña empresa, y Santa Cruz con el 58% en el estrato de la mediana.

5.4 Mercado de valores

El mercado como se conoce de manera general, es el lugar en donde se produce la oferta y demanda de bienes, servicios o valores y específicamente "el Mercado de Valores es aquel donde se ofrece y demanda títulos-valores; en tomo a él se celebra un conjunto de operaciones y contratos que generan efectos financiero-jurídicos".

Este mercado "es un medio por el cual se canaliza recursos que muestran superávit o déficit, a través de la emisión de valores, recurriendo a los intermediarios con que cuenta este sistema, tales como la bolsa de valores, los agentes de bolsas, las cajas de valores, los fondos mutuos y otras entidades, estableciéndose una relación directa entre el agente superavitario y el deficitario, a través de la decisión del primero de dónde colocar sus recursos".

El mercado financiero nace en la concurrencia, por un lado, de los agentes superavitarios que luego de haber satisfecho sus necesidades financieras poseen excedentes que desean invertirlos adecuadamente; y del otro, los agentes deficitarios, aquellos cuyas necesidades financieras son mayores a sus disponibilidades de recursos y necesitan cubrir su déficit para realizar normalmente actividades productivas de inversión.

En forma resumida, el Mercado de Valores es un espacio económico-financiero que reúne a los oferentes y demandantes de valores. Surge y se desarrolla debido a que el capital es un bien escaso que no se encuentra en posesión o al alcance de todos. La carencia de capital necesario para realizar las actividades normales o las planificadas es la premisa esencial para la existencia de este mercado.

El Mercado de Valores es parte de los mercados financieros, los que a su vez integran el Sistema Financiero. Como tal, en este mercado se intermedian

recursos para financiar a quienes lo requieran, ofreciendo ventajas con relación a otras alternativas de financiamiento.

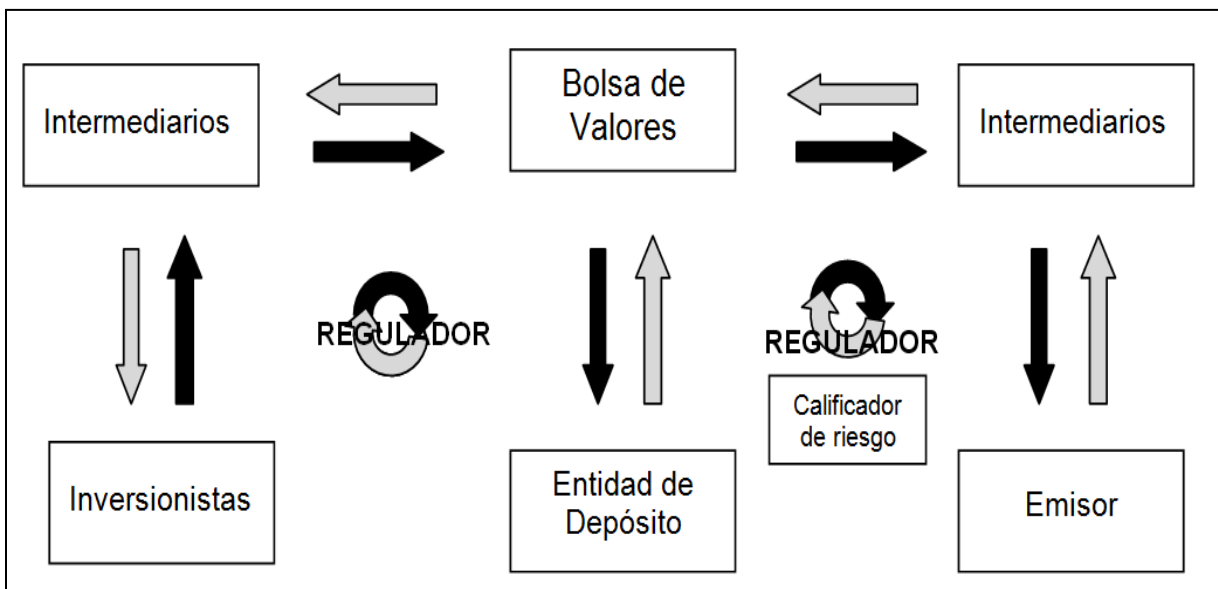
En esta lógica se cumplen funciones tales como:

- Poner en contacto a oferentes y demandantes de valores
- Representar mecanismos de formación de precios
- Proporcionar liquidez a los valores

La revisión de los distintos conceptos explicados nos ha permitido adelantar la presencia de algunos participantes del mercado de valores.

Para tener una idea más completa tengamos en cuenta el siguiente diagrama:

Gráfico N° 11
Participantes del Mercado de Valores



Fuente: <http://www.bolsa-valores-bolivia.com/Folletos>

De manera sucinta podemos describir las funciones de cada uno de estos participantes:

- **Inversionista:** Es quién dispone de recursos que no necesita para sí de momento y los ofrece para financiar las oportunidades de ahorro o inversión que se le ofrezcan. Constituye el eje de atención del mercado. Los inversionistas que representan vehículos de inversión conjunta o colectiva se denominan inversionistas institucionales.
- **Intermediarios:** Actúan de facilitadores para acercar a quienes ofrecen recursos (inversionistas) con quienes necesitan captar esos recursos (emisores u otros inversionistas). El intermediario típico es la Agencia de Bolsa, quién brinda sus servicios por una comisión.
- **Bolsa de valores:** Proporciona los medios y condiciones necesarias para la realización de transacciones (compra y venta) de valores. En ella participan sus miembros, que son usualmente los intermediarios.
- **Entidad de depósito:** Es una entidad que cubre dos funciones esenciales. Una, se encarga de posibilitar de manera ordenada la liquidación (pago y entrega de los valores) de las transacciones que se realizan en el mercado, especialmente en la Bolsa; y dos, custodia los valores que se negocian en este mercado.
- **Calificadora de riesgo:** Se encarga de evaluar con métodos especializados el riesgo de que los emisores de valores incumplan las obligaciones que asumen al colocar sus valores. La calificación se realiza normalmente sobre valores representativos de deuda o de contenido crediticio.
- **Emisor:** Es quién necesita disponer de recursos adicionales a los que viene generando, a fin de aplicarlos a sus proyectos o actividades. Para tal fin emite valores para captar esos recursos.
- **Regulador:** Este tiene la función de establecer las reglas que ordenan el funcionamiento del mercado, y además verificar que las mismas sean cumplidas. En la práctica existe más de una entidad, de diferente especialización, con labores de regulación que mantienen injerencia en el Sistema Financiero.

5.5 Principios del mercado de valores

Las cualidades y requerimientos del Mercado de Valores han hecho posible una serie de principios a los cuales está sujeto el Mercado de Valores.

5.5.1 Protección al inversor

Contra las acciones fraudulentas de cualquier persona o entidad que actúe en el Mercado de Valores, ya que el buen funcionamiento del Mercado de Valores depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversionistas.

5.5.2 Amplia información

Sobre los valores, sobre las sociedades que los emiten y sobre las operaciones especiales que se realicen. La información es la base de la toma de decisiones, por ello constituye el principal apoyo que debe darse.

5.5.3 Transparencia

Que es consecuencia de la información, puesto que todo lo que contribuya a la comprensión del fenómeno económico y en particular del Mercado de Valores, debe ser claro, transparente y de carácter público.

5.5.4 Igualdad

Es decir, que todos los inversionistas deben de ser tratados por igual para evitar ventajas de unos frente al resto, de modo de ser tratados de una forma igualitaria.

5.5.5 Control eficaz de Mercado de Valores

Que se refiere a la actividad de control que realice una entidad oficial que es la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) por medio de la Dirección de Supervisión de Valores y Sociedades Contraladas de Grupos Financieros (DSVSC), antes (Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros), es decir las actividades de supervisión, inspección y sanción, que deben realizarse de forma efectiva y continua, a la cual quedan sometidas todas las personas o entidades ligadas al Mercado de Valores.

5.5.6 Comportamiento "leal" de los operadores

Porque como en toda actividad debe de existir el cumplimiento de normas tanto éticas como de conducta apropiada para un buen funcionamiento.

5.6 Objetivos de los mercados de valores

5.6.1 Desintermediación

Es uno de los objetivos perseguidos, procurar una desintermediación entre los tomadores y oferentes de fondos, "lo cual no significa la desaparición de intermediarios, sino la racionalización del uso (de recursos) en los Mercados de Valores. El costo de intermediación suele ser menor al costo de intermediación de los mercados tradicionales".

5.6.2 Incremento de plazos

Otro de los objetivos es procurar el incremento de los plazos de las transacciones, financiamientos que deben ser aplicados a proyectos de mediano y largo plazo en su maduración.

5.6.3 Mercado alternativo

Es el objetivo más importante y significativo, está dado por "la necesidad de existencia de un mercado alternativo a los mercados financieros tradicionales".

El Mercado de Valores puede ser clasificado bajo los siguientes criterios:

5.7 De acuerdo a la naturaleza de venta de títulos (si es o no la primera transacción).

a) Mercado Primario

Se considera como Mercado Primario a aquel que se desarrolla a partir de la suscripción y emisión de títulos de manera originaria. De forma más simple: Se conoce como Mercado Primario a la primera venta o colocación de valores emitidos por las empresas entre el público inversionista.

b) Mercado Secundario

Según la Ley del Mercado de Valores: El Mercado Secundario "comprende todas las transacciones, operaciones y negociaciones que se realizan con valores de oferta pública emitidos y colocados previamente a través de intermediarios autorizados". Es decir, que el Mercado Secundario es el conjunto de transacciones que se efectúa con los valores previamente emitidos en el Mercado Primario. Además, que "este mercado permite hacer líquidos los valores, es decir, su transferencia para convertirlos en dinero".

5.7.1 De acuerdo a su organización

a) Mercado Bursátil

Según la Ley del Mercado de Valores: "Se entenderá como Mercado Bursátil, el encuentro de la oferta y la demanda de los valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, realizadas en éstas por intermediarios financieros". Es decir, el Mercado Bursátil es el conjunto de operaciones que se realizan en la Bolsa de Valores.

b) Mercado Extrabursátil

La Ley del Mercado de Valores dice que: "Se entenderá como Mercado Extrabursátil, el que se realiza fuera de las bolsas, con la participación de intermediarios autorizados y valores inscritos". Es decir, todas las transacciones que se realizan fuera del Mercado Bursátil.

5.7.2 De acuerdo con el periodo de vigencia de los valores

a) Mercado de Dinero

Se dice que el "Mercado de Dinero es aquel en el cual las empresas públicas y privadas pueden satisfacer sus necesidades de recursos a corto plazo". Es decir, que en este mercado se negocian valores emitidos a plazos menores o iguales a un año; o de corto plazo, que se emiten generalmente a renta fija preestablecida, que se cobra al final del plazo de vigencia (tal el caso de los CD's, LT's y DPF's).

b) Mercado de Capitales

Tiene las mismas características que las del Mercado de Dinero, diferenciándose únicamente en que la negociación de títulos-valores es a mediano o largo plazo. En pocas palabras, en este mercado se negocian valores emitidos a plazos mayores a un año.

El mercado de capitales es el "conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y la demanda de préstamos financieros a largo plazo". Financieramente es "el lugar o sistema por medio del cual pueden satisfacerse las necesidades de capital de la empresa", o lo que es lo mismo, sus necesidades para llevar adelante proyectos de envergadura, como ser aumento de la capacidad productiva, diversificación de actividades, etc. (tal el caso de las Acciones y los Bonos).

5.7.3 De acuerdo con la rentabilidad que otorgan los valores

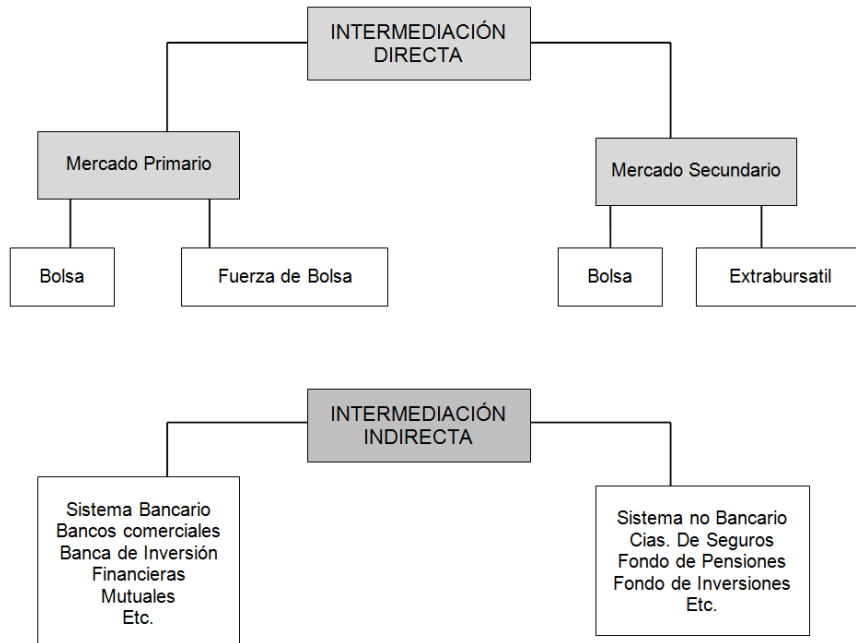
a) De Renta Fija

En este mercado se negocian valores que otorgan una tasa de rendimiento fija preestablecida para su plazo de vigencia, es decir, que el rendimiento de los títulos-valores no varía y se mantiene en el porcentaje establecido al concretar la operación bursátil.

b) De Renta Variable

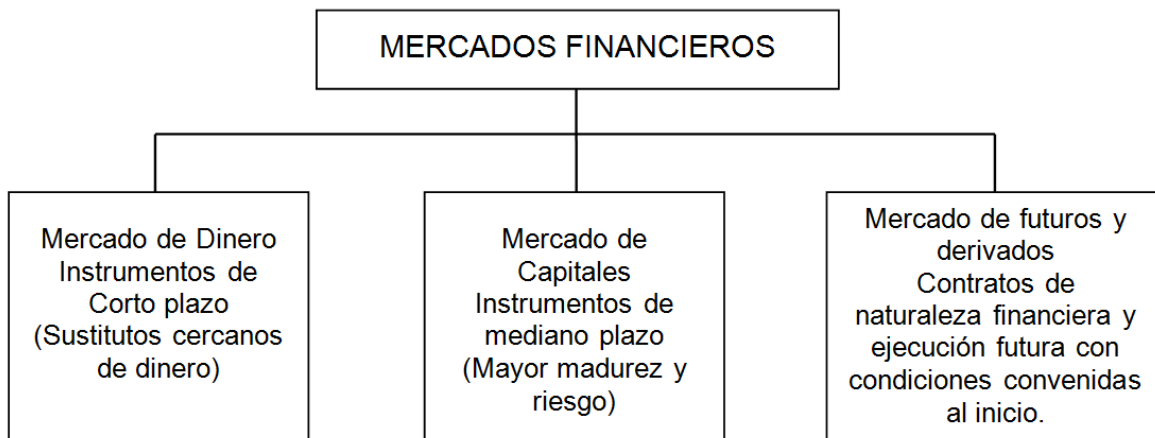
Es el mercado donde se negocian valores cuyo rendimiento no es fijo ni preestablecido. Los rendimientos varían de acuerdo al desempeño de la empresa que los emitió y al precio de los mismos según su cotización en la bolsa, en función a las expectativas de los flujos de dinero que generará la empresa en el futuro.

Gráfico N° 12
Mercados Financieros



<http://www.bolsa-valores-bolivia.com>

Gráfico N° 13
Segmentos de los mercados financieros



5.8 Ventajas del mercado de valores

5.8.1 Generales

Dados los principios del Mercado de Valores se reconoce:

- Un mercado alternativo y complementario a los mercados financieros tradicionales.
- Presenta un costo de intermediación financiera menor.
- El inversionista participa directamente en las decisiones de su inversión conociendo el destino de sus recursos.
- Presenta mayores plazos de financiamiento.
- Al ser más accesibles, tanto para emisores como para inversionistas los costos de financiamiento son menores y los rendimientos más atractivos con relación al riesgo de la inversión.

5.8.2 Para las empresas

- Las empresas emisoras obtienen recursos a menor costo debido a que la obtienen directamente de los inversionistas.
- Las empresas definen las condiciones en las que desean captar recursos, es decir, los plazos, tasa de interés, modalidad de pago, etc.
- Las empresas pueden encontrar inversionistas que deseen participar (mediante acciones) en el desarrollo de su empresa, es decir, se capitalizan.
- Obtienen fuentes diversificadas de recursos y por ello pueden atender y programar más eficientemente sus necesidades financieras.
- El Mercado de Valores es un medio de mostrar la empresa, mediante el conocimiento de sus fortalezas y oportunidades, es decir, proyecta su imagen corporativa.

5.8.3 Para el inversionista

- La decisión de inversión se ve facilitada por la cotización de una gran variedad de valores, que permite incluso, que el pequeño inversionista pueda acceder a inversiones rentables.
- La normativa ampara y protege al inversionista.
- De todo lo anterior le permite generar una cartera de inversiones compuesta por diferentes valores que difieren en plazo, liquidez, riesgo y rentabilidad, según el emisor y las condiciones del mercado.

5.9 Títulos y Valores

5.9.1 Definición

Según el Código de Comercio: "Título-valor es el documento necesario para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo consignado en él mismo", además de ser susceptible de ser transado en el Mercado de Valores, ("Son documentos que incorporan en sí mismos un valor económico independiente de la obligación que los genera").

Las características propias de los títulos-valores son:

- Es necesario porque el tenedor debe exhibirlo para ejercer su derecho.
- Es literal porque en el título se explicitan tales derechos.
- Es autónomo porque los derechos consignados en el título pueden ser ejercitados por el tenedor del mismo independientemente (autónomamente) de las relaciones mercantiles que determinaron su creación.
- La referencia a la legitimación se basa en que el tenedor debe poseer el título-valor para ejercer los derechos relativos a dicha posesión.

Según la Ley del Mercado de Valores, "la expresión valor comprenderá su acepción documentaría así como su representación en anotación a cuenta". Es decir, que el término valor engloba a los títulos - valores documentos, así como los que son representados mediante anotaciones a cuenta, es decir, títulos -valores "desmaterializados" que son representados de manera informática, que para su

circulación no requieren de su entrega material, sino sólo de cambios en los registros que lleva una entidad de depósito.

5.9.2 Clasificación de los Valores

5.9.2.1 Según su naturaleza

a) Títulos - Valores de Participación

Constituyen valores que representan un derecho como parte del todo, son valores que le otorgan al tenedor de los mismos, participación en un patrimonio específico (capital de una sociedad). Es el caso de las acciones que representan una alícuota parte del capital social de una Sociedad Anónima.

b) Títulos - Valores de Contenido Crediticio

Representan una relación acreedor - deudor, o sea, contienen elementos de naturaleza crediticia que los caracteriza, expresando monto, plazo, acreedor y deudor. Son valores que representan una obligación para el emisor o una alícuota parte de un crédito colectivo emitido por este. Es el caso de los bonos emitidos por las empresas, en los que el tenedor es el acreedor del emisor.

c) Títulos - Valores Representativos de Mercancías

Son valores que le otorgan al tenedor de los mismos, el derecho de propiedad de determinados bienes o mercancías. Es el caso de los certificados de depósito y los bonos de prenda o warrants.

5.9.2.2 Según su garantía

a) Títulos - Valores con garantía quirografaria

Son valores garantizados por todos los bienes existentes (presentes) y futuros del emisor, es decir, por el patrimonio de la sociedad.

b) Títulos - Valores con garantía hipotecaria

Son valores garantizados por la hipoteca constituida sobre un bien inmueble.

c) **Títulos - Valores con garantía prendaria**

Son valores garantizados por la prenda constituida sobre un determinado bien.

d) **Títulos - Valores con garantía colateral**

Son valores que le otorgan al tenedor de los mismos una garantía adicional (colateral) a la principal garantía que pueden ser todas o algunas de las anteriores.

5.9.2.3 Según la emisión (su portador)

a) **Títulos - Valores al portador**

Son valores en los que el portador (cualquier persona) es quien ejerce los derechos y "acciones" que corresponden al título, sin diferenciar monto, calidad o condiciones. Vale decir que los valores al portador no están expedidos a favor de una persona determinada, sino a favor de su tenedor, quienquiera que éste sea; son valores transferibles por simple tradición, a la sola exhibición del mismo, por tanto, los derechos consignados son ejecutables por el tenedor del mismo.

b) **Títulos - Valores a la orden**

Según el Código de Comercio son "títulos-valores expedidos a favor de una determinada persona en los cuales se expresa a la orden y se transmitirán por endoso y entrega del título, sin necesidad de registro por parte del acreedor".

c) **Títulos - Valores nominativos**

Son aquellos valores que además de señalar el nombre de su titular, están registrados en un libro, documento o registro especial que necesariamente debe coincidir con los datos del poseedor legítimo. Así, "el título - valor será nominativo, cuando en él o en la norma que rige su creación, se exija la inscripción del tenedor en el registro que lleva el creador del título. Sólo será reconocido como tenedor legítimo quien figure a la vez en el documento y en el registro correspondiente". Son transferibles por endoso,

debiendo inscribirse al nuevo propietario en el registro de la sociedad emisora.

5.9.2.4 Según la remuneración que otorga al tenedor

a) Títulos - Valores de renta variable

Los valores de renta variable son aquellos que otorgan al tenedor una remuneración que no puede ser determinada previamente ni en cuanto a la fecha de pago ni en cuanto al monto de remuneración (es el caso de las acciones).

b) Títulos - Valores de renta fija

Son valores que otorgan al poseedor una remuneración previamente determinada en cuanto a fecha y monto.

Otros títulos - valores, de acuerdo a la forma de remuneración son:

c) Títulos - Valores a rendimiento

Son valores que devengan un interés a favor del tenedor, calculado sobre el valor nominal. En este caso se utiliza una tasa de rendimiento.

d) Títulos - Valores a descuento

Son valores que son colocados o adquiridos con un descuento sobre su valor nominal y rescatados al valor nominal pleno. En este caso se utiliza una tasa de descuento.

5.10 Títulos Valores en Bolivia

5.10.1 Clases de títulos y valores

5.10.1.1 Acción

Es un título - valor de contenido patrimonial y representa una alícuota parte del capital social de una sociedad anónima. Existen acciones ordinarias y acciones preferidas.

a) Las acciones ordinarias

Fundamentalmente otorgan a los accionistas el derecho a voz y voto, además de percibir una remuneración en forma de dividendos según los resultados de la gestión.

b) Las acciones preferidas

Son aquellas que confieren ciertos beneficios preferenciales o privilegios de orden económico en lo relativo a los dividendos o a la preferencia en las cuotas de disolución y confieren al accionista el derecho a voz y voto en las juntas extraordinarias y sólo a voto en las ordinarias.

- Las acciones pueden ser emitidas al portador, a la orden o ser nominativas (en el mercado nacional suelen ser emitidas en forma nominativa). Son libremente negociables en la bolsa.
- El capital social de una empresa debe estar dividido en acciones de igual valor y estas deben tener un valor nominal de cien bolivianos o múltiplos de cien.
- Las acciones pueden ser negociadas en oferta pública, previa autorización de la Dirección de Supervisión de Valores y Sociedades Controladas de Grupos Financieros (DSVSC) – (ASFI) e inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

5.11 El sistema Financiero Boliviano

Existe poco dinamismo en el mercado financiero nacional, el que tiene un desarrollo incipiente y esta a mucha distancia de ser un mercado sofisticado. Los grandes cambios que se han presentado a partir del año 2005 a la fecha se refieren a la estructura funcional de los órganos de regulación y supervisión.

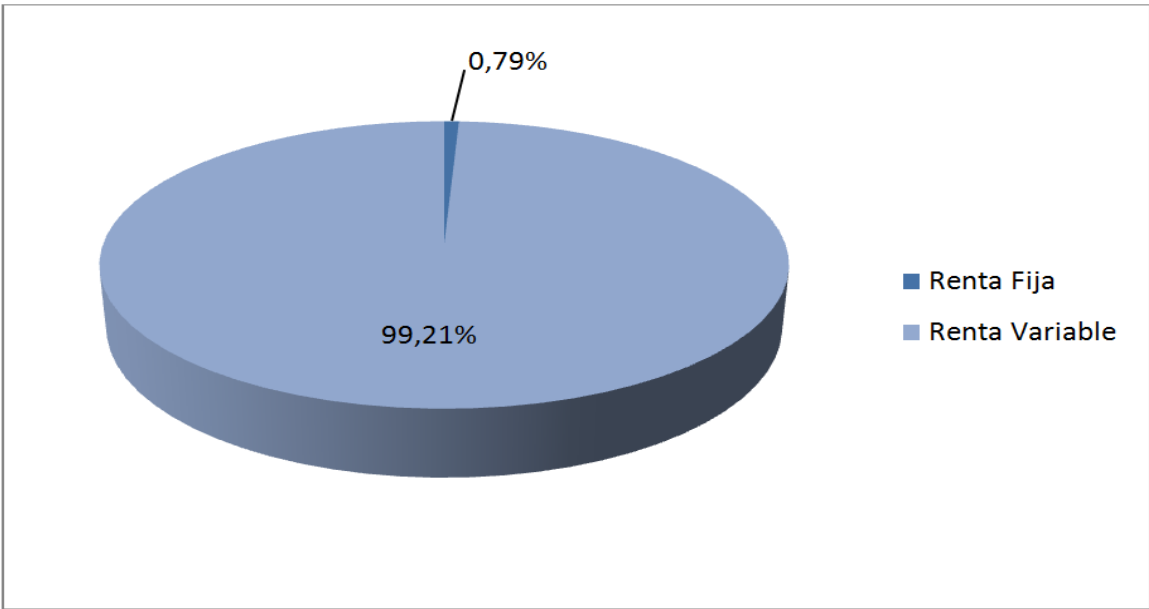
5.11.1 Clasificación de los mercados financieros existentes en Bolivia

Si analizamos los activos financieros que se transan, nos encontramos en el mismo escenario que la década del 2000. Se mantiene, prácticamente, la total concentración de las operaciones financieras en instrumentos de renta fija 99,2%

si se analiza la clasificación del mercado financiero según la certeza de los retornos, como se aprecia en el gráfico N° 14.

Por el tipo de activos que se negocian, se opera en mercado bancario, de valores y de divisas. En el mercado de divisas se transan monedas de diferentes países. El mayor volumen de las operaciones en este mercado se concentra en la compra y venta de la divisa norteamericana.

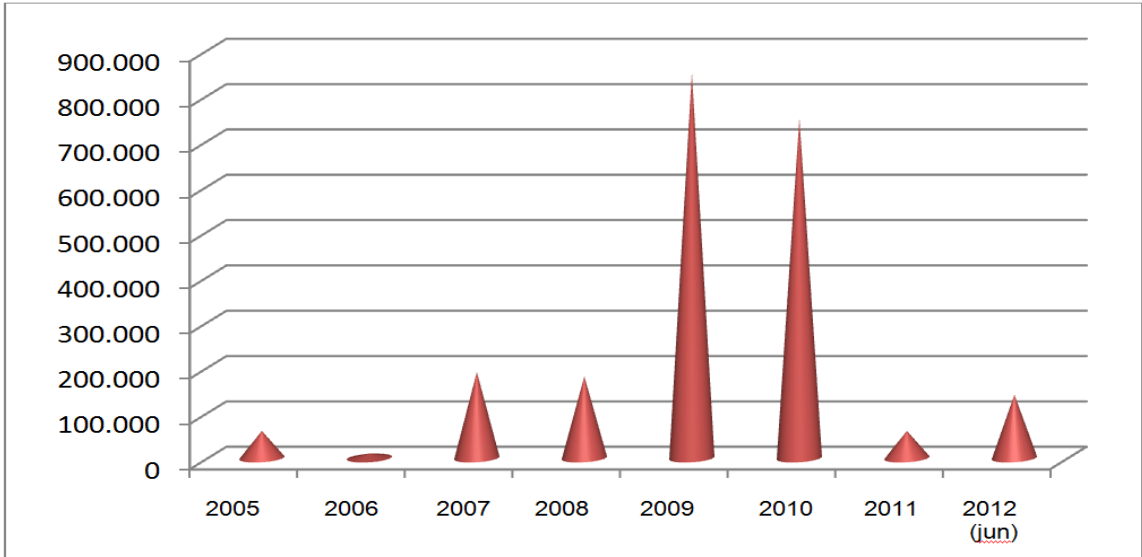
Gráfico N° 14
Distribución de las operaciones de Activos
de Renta Fija y Renta Variable



El BCB administra el precio de esta divisa, es decir el tipo de cambio, a través del bolsín, definiendo un precio para la compra y un precio para la venta de dólares dentro de un contexto de sistema de cambio fijo con bandas. De esta manera se establece en el mercado oficial un precio mínimo para la compra y un precio máximo para la venta de dólares. Es bastante errático el comportamiento del volumen (monto) de las transacciones efectivas realizadas en el bolsín durante los últimos años. Entre el 2008 y el 2010 se realizaron transacciones con montos que

superaron los 700 millones de dólares, mientras que en los dos últimos años las operaciones no superaron los 200 millones de dólares. Esta situación refleja una marcada disminución de la demanda por dólares.

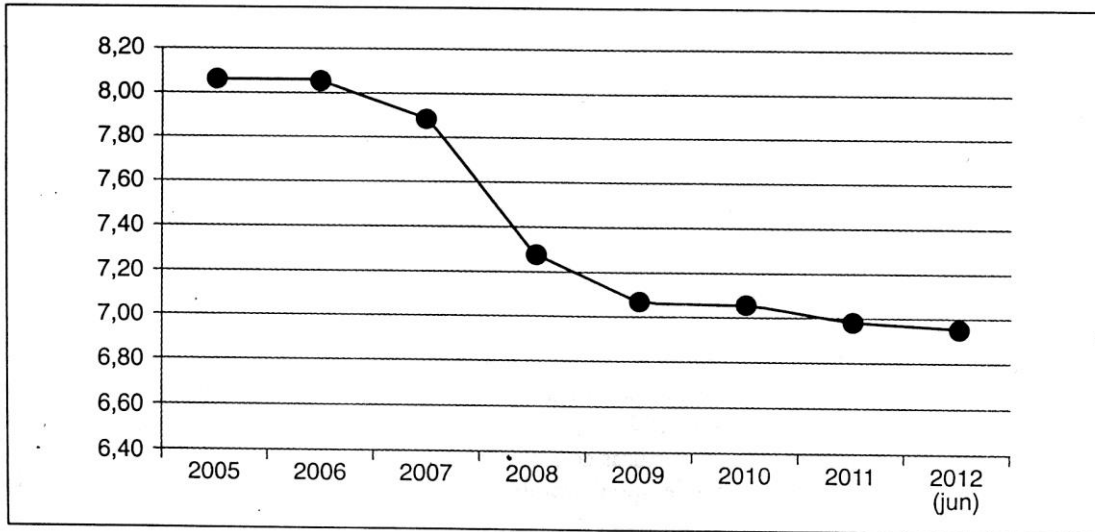
Gráfico N° 15
Reservas Internacionales Netas del BCB
(En miles de \$us)



Fuente: BCB.

Consistente con la disminución de la demanda por dólares, el tipo de cambio tiene una tendencia a la apreciación del boliviano (depreciación del dólar americano). La caída del tipo de cambio también responde a una política gubernamental de "bolivianizar" la economía, mediante incentivos de tasas más atractivas en moneda local para captar más recursos en bolivianos de los agentes excedentarios de fondos; y la implementación de un impuesto que recae en las entidades bancarias por realizar operaciones de venta de dólares americanos.

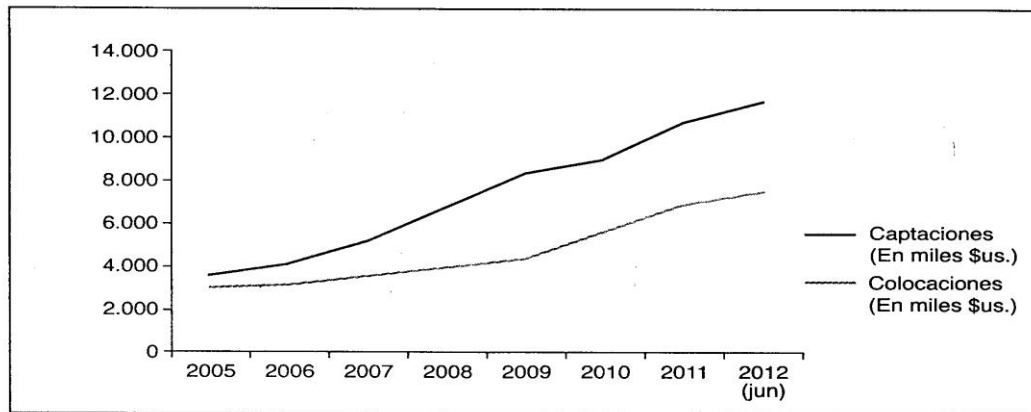
Gráfico N° 16
Tipo de Cambio Oficial
(Expresado en bolivianos por dólar americano)



Fuente: BCB.

En el mercado bancario se realizan operaciones de intermediación financiera entre agentes económicos superavitarios de recursos financieros hacia agentes económicos deficitarios de fondos. Esta intermediación se realiza a través de la captación de recursos (depósitos) y la colocación de los fondos (créditos). La principal ganancia del sector bancario se da por el spread entre las tasas de interés activas (de colocación) y las tasas de interés pasivas (de captación). Se debe hacer notar que en los últimos años los ingresos no financieros, que son básicamente comisiones por operaciones de cambio y otras, han ido ganando importancia.

Gráfico No. 17
Captaciones y colocaciones del Sistema Bancario



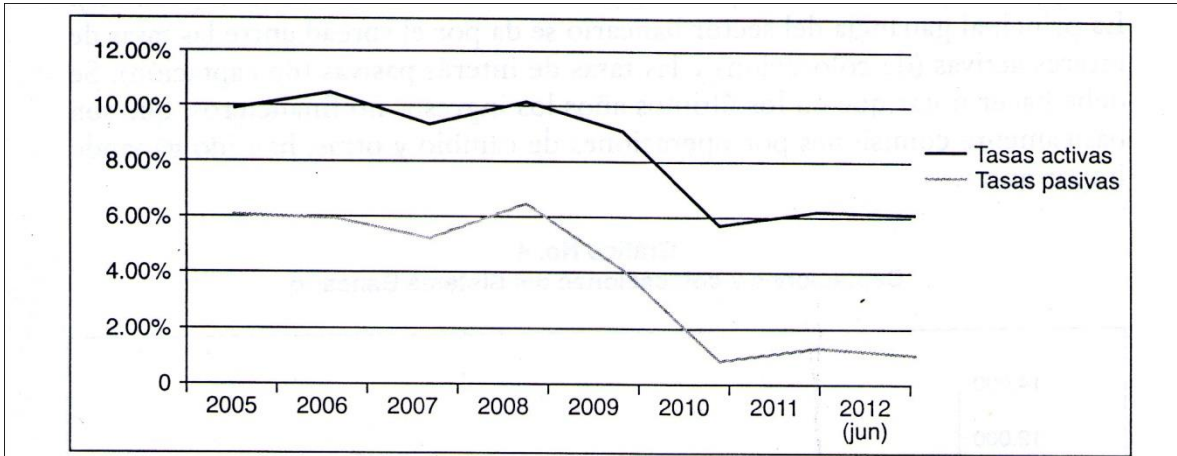
Fuente: BCB

El diferencial entre las captaciones y las colocaciones del sistema bancario es cada vez mayor, reflejando el excedente de liquidez con el que se cuenta en este mercado. Este excedente de liquidez se presenta también en el conjunto del sistema financiero, debido a mayores restricciones regulatorias, que condicionan la colocación con mayores márgenes de previsión por mora e incobrables y por otra parte son mayores las exigencias para la calificación de riesgo de los agentes sujetos de crédito, por lo que el volumen de clientes particulares e institucionales se ve restringido.

Ha existido también una insuficiencia de la demanda por créditos ligada a la fragilidad en las inversiones. La inseguridad jurídica ha incidido en las inversiones y, a través de ellas, en la demanda por créditos.

Consistente con el párrafo precedente, se refleja en el gráfico No. 18 que el spread de tasas en moneda extranjera es acentuado. El sector bancario teniendo bastante liquidez tampoco incentiva con menores tasas activas la colocación de créditos.

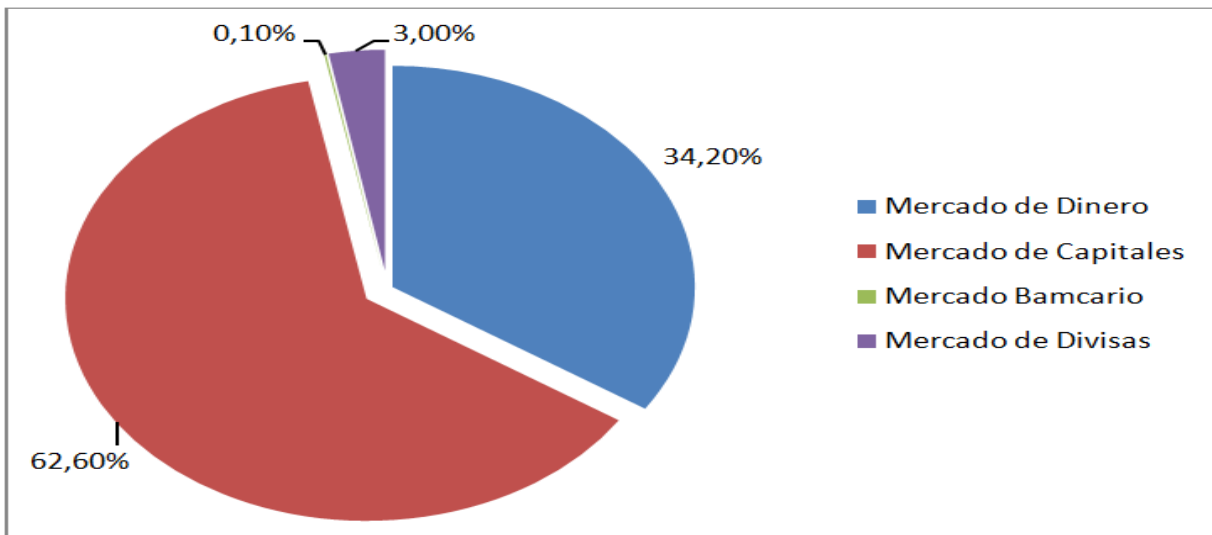
Gráfico N° 18
Evolución de las tasas de interés activas y pasivas
del Sistema bancario (en USD.)



Fuente: BCB.

Actualmente en el mercado de valores se negocian títulos valor de corto plazo (mercado de dinero) y de largo plazo (mercado de capitales), sabiendo que en ambos la concentración es absoluta con instrumentos de renta fija.

Gráfico N° 19
Concentración por tipo de mercado



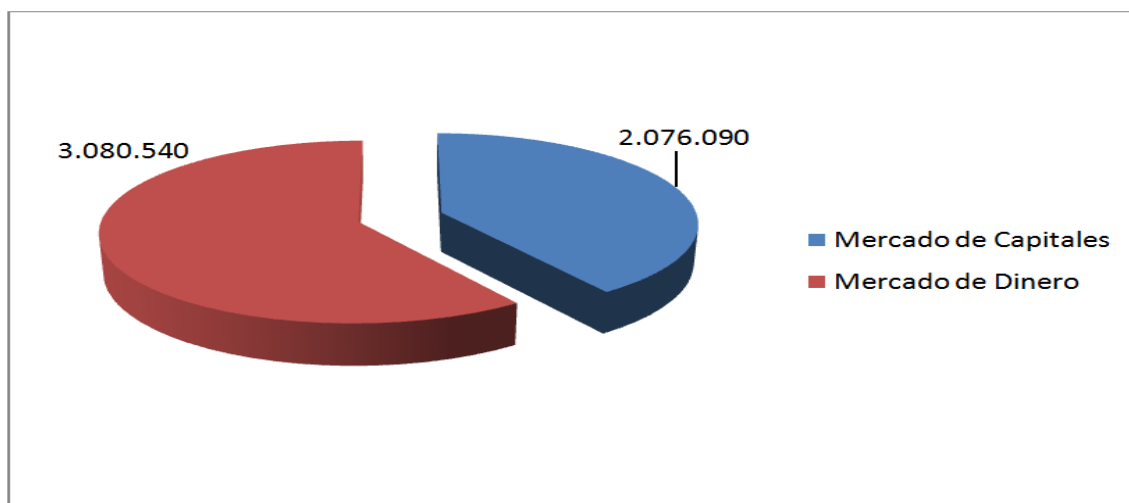
Fuente: BBV.

Según la fase de negociación de los activos, se opera en mercado primario (de primera emisión) y en mercado secundario (venta y compra de títulos previamente emitidos). Nuestro mercado secundario dista mucho de ser profundo.

Continuamos concentrados en las operaciones al contado o spot, si revisamos la clasificación de los mercados por el plazo de liquidación de los activos.

Según el plazo de vigencia de los activos financieros, se transa en Bolivia, como ya se mencionó en el mercado monetario o de dinero, donde se concentra el 35% de las operaciones y también en el de capitales donde se registra el 65% de las operaciones con títulos valor.

Gráfico N° 20
Operaciones por plazo de vigencia de los activos
(En miles de \$us)

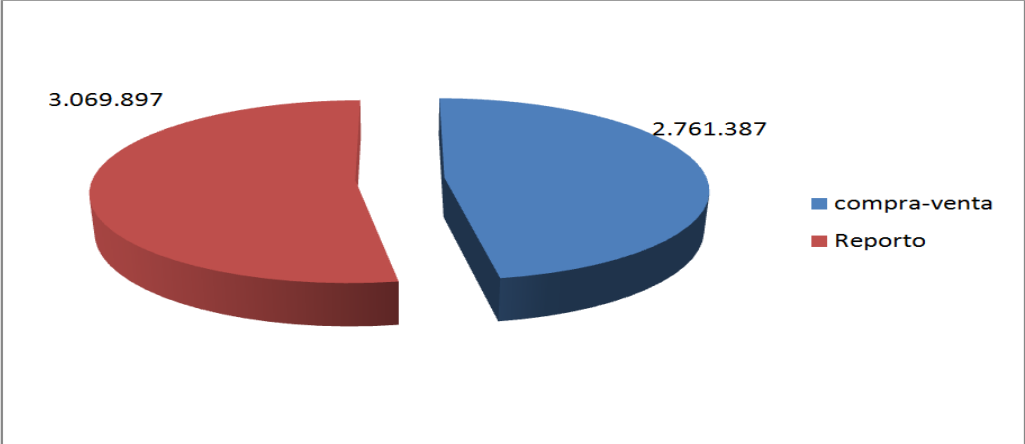


Fuente: BBV.

Las operaciones que se realizan en el mercado de dinero y en el de capitales se limitan a la transacción con instrumentos de renta fija (99,2%), siendo el 53% operaciones de reporto y 47% de las transacciones es resultado de la compra-

venta de activos financieros. Esta es la constatación del incipiente desarrollo de nuestro sistema financiero y del escaso dinamismo del mercado de valores.

Gráfico N° 21
Operaciones de activos de renta fija en la Bolsa de Valores
(En miles de \$us)



Fuente: BBV.

Cuadro No. 1
Nº 20
Matriz de interrelación entre activos y mercados financieros existentes

Mercados	Plazo de vigencia de los activos		Certeza de los retornos		Fase de negociación		Plazo de liquidación		Activo que se negocia			
	Monetario		Renta Fija	Renta Variable	Primario	Secundario	spot		Bancario	Valores	Derivados	Divisas
	Dinero	Capitales					contado	A plazo				
	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Letras del Tesoro	✓		✓		✓	✓	✓		✓			✓
Pagarés bursátiles	✓		✓		✓	✓	✓		✓			✓
Valores de contenido crediticio	✓		✓		✓	✓	✓		✓			✓
Depósitos a plazo fijo	✓		✓		✓	✓	✓		✓			✓
Bonos bancarios		✓	✓		✓	✓	✓		✓			✓
Bonos corporativos		✓	✓		✓	✓	✓		✓			✓
Bonos municipales		✓	✓		✓	✓	✓		✓			✓
Bonos del Tesoro		✓	✓		✓	✓	✓		✓			✓
Cupones de Bonos		✓	✓		✓	✓	✓		✓			✓
Acciones ordinarias		✓		✓	✓	✓	✓		✓			✓
Acciones preferentes				✓	✓	✓	✓		✓			✓
Cuotas de participación en Fondos		✓		✓	✓	✓	✓		✓			✓
Créditos		✓	✓		✓	✓	✓		✓			✓
Monedas			✓				✓		✓			✓
Forwards			✓									
Futuros												
Swaps de monedas y tasa		✓			✓							✓
Opciones												

Fuente: Elaborado en base a información de la Bolsa Boliviana de Valores y BCB.

5.11.2 Matriz de mercados del Sistema Financiero Boliviano

La matriz estructurada refleja nítidamente que las transacciones en el mercado financiero boliviano, se limitan a operaciones con instrumentos de renta fija, donde el 53% son operaciones de reporto (corto plazo) que se negocian en el mercado al contado o spot. De hecho son operaciones del mercado monetario.

Por la misma insipiente del mercado financiero no existe aún una estructura sofisticada de negociación de instrumentos complejos. No se tiene registros formales en la BBV de negociaciones con instrumentos derivados, llamados también de cobertura como son los futuros y opciones. Sin embargo, se tiene información del BCB de operaciones que realiza internacionalmente con swaps de divisas y de tasas de interés.

5.11.3 Órganos reguladores

Ministerio de Economía

"Tiene las atribuciones de formular, ejecutar y controlar las políticas presupuestaria, tributaria, de tesorería y contaduría, de crédito público, de inversión pública y financiamiento externo, así como coordinar las políticas monetaria, bancaria y crediticia con el Banco Central de Bolivia. Debe también suscribir los convenios de financiamiento externo y de cooperación económica y financiera internacional; elaborar el proyecto del Presupuesto General de la Nación así como la cuenta de gasto e inversión con la participación de los demás ministros, para su presentación al Poder Legislativo y controlar su ejecución".

Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

"Es el órgano rector del sistema de control de toda captación de recursos del público y de intermediación financiera del país, incluyendo el BCB. Tiene el objetivo de mantener un sistema financiero sano y eficiente, así como velar por la solvencia del sistema de intermediación financiera. Es la parte del sistema financiero comprometida con el interés público, que aporta mecanismos y reglas

de juego para los actores económicos, entre los que se encuentran el Estado, las entidades financieras, los depositantes, los inversores y usuarios, con el propósito de lograr una administración transparente y eficaz del riesgo inherente a la intermediación financiera".

Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS)

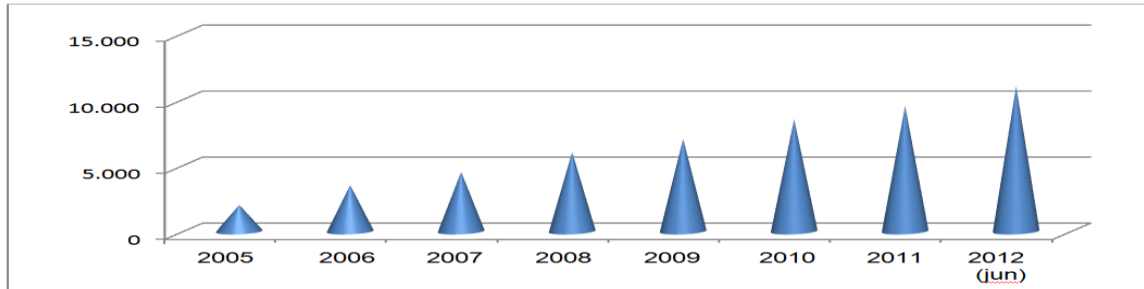
"Es la Autoridad que tiene la finalidad de cumplir y hacer cumplir las leyes y reglamentos de los sectores de pensiones y seguros; vigilar la correcta prestación de los servicios y venta de productos por parte de las personas y entidades reguladas; velar por el desarrollo eficiente y armónico de los mercados sectoriales en condiciones de seguridad, solvencia, liquidez, transparencia y competitividad; proteger a las personas individuales y colectivas que tomen los servicios y compren los productos".

Banco Central de Bolivia (BCB)

"Es una institución del Estado, de carácter autárquico, con competencia técnica, administrativa y financiera. Es la única autoridad monetaria, cambiaria y del sistema de pagos. Tiene la misión de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, como elemento esencial del bienestar de la sociedad boliviana".

El volumen de las Reservas Internacionales Netas (RIN) de un país es un indicador de liquidez financiera. El gráfico No. 22 refleja la evolución de las RIN del BCB desde el año 2005 a 2012, mostrando un crecimiento acumulado de 626%, algo más de diez mil millones de dólares en siete años, un crecimiento real que sobrepasa los mil millones de dólares por año. Esta diferencia acumulada representa el 50% del Producto Interno Bruto (PIB) de nuestra economía.

Gráfico N° 22
Reservas Internacionales netas del BCB



Fuente: BCB.

5.11.4 Inversionistas e intermediarios financieros

La estructura actual del sistema financiero nacional se presenta en el siguiente cuadro, en el que se detalla la conformación del mismo.

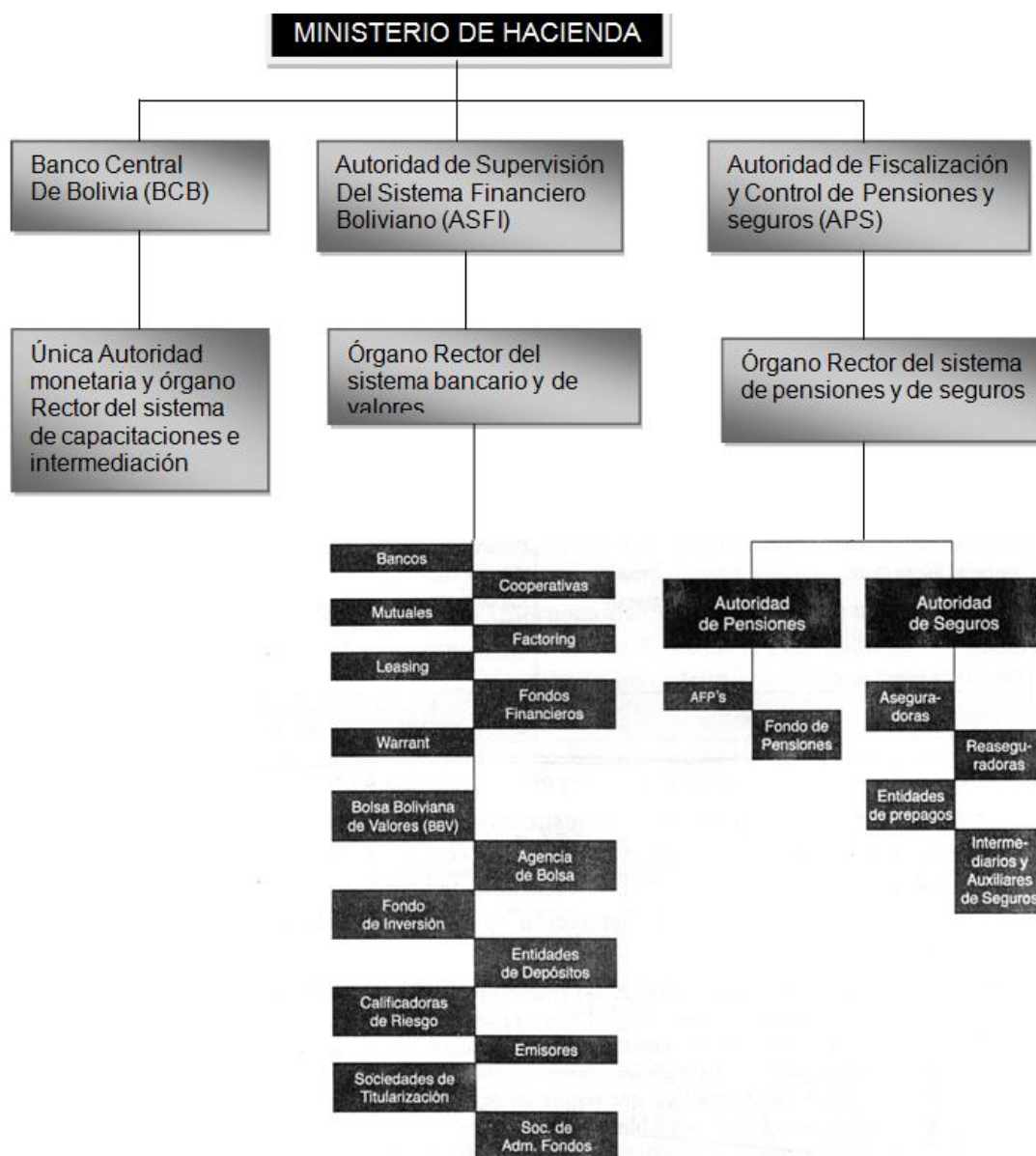
Cuadro N° 23
Inversionistas Institucionales e intermediarios Financieros, no bancarios
en el Mercado Financiero Boliviano

Inversionistas Institucionales			Intermediarios Financieros		
Fondos de inversión	Fondos de pensiones	Compañía de seguros	Agencia de Bolsa	Sociedad de Titularización	Calificadoras de Riesgo
BISA BNB Panamerican Fortaleza Credifondo Marca Verde Mercantil Santa Cruz Unión Capital Santa Cruz Investment	BVA Previsión Futuro de Bolivia	Alianza BISA Seguros Fortaleza La Vitalicia Boliviana Ciacruz Nacional Vida Provida Illimani	BISA Bolsa BNB Valores CAISA Credibolsa Mercantil Santa Cruz Panamerican Securities Valor Union Santa Cruz Securities Sudaval	BDP SA BISA SA	AESA Rating Pacific Credit Rating Moody's Latinoamericana
			Bolsa Boliviana de Valores (BBV) Entidad de Depósitos de Valores (EDV)		

Fuente: Elaborado en base a información de la BBV y BCB.

Se tienen tres tipos de inversionistas institucionales: fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros; y se cuenta con cinco intermediarios financieros: Bolsa Boliviana de Valores (BBV), Entidad de Depósito de Valores (EDV), agencias de bolsa, sociedades de titularización y entidades calificadoras de riesgo.

5.11.5 Organigrama entidades de regulación y supervisión del Sistema Financiero Boliviano



5.12 La Titularización

Se ha definido la titularización como el proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, se destinan una vez transformados a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos. De esta definición deben resaltarse los siguientes elementos:

- a) Es un proceso: se trata de un conjunto sistemático de operaciones que involucra la participación de entidades y sociedades diferentes a la propia entidad cedente, impulsora del proceso. Las etapas principales del proceso son:
 - Originación o formalización de operaciones crediticias.
 - Cesión del paquete de créditos al vehículo titularizador.
 - Mejora crediticia y obtención de la calificación.
 - Emisión y aseguramiento de la colocación de los valores.
 - Gestión y administración de las operaciones titularizadas.
 - Amortización de la emisión, liquidación del vehículo de titularización y cuando corresponda, extracción del remanente por la entidad cedente.
- b) Se basa en flujos financieros procedentes de una agrupación predeterminada de créditos: las corrientes de fondos que generan los contratos financieros que, se traspasan constituyen la fuente de recursos que alimenta la emisión. Precisamente lo que adquiere el fondo es el derecho a percibir esos flujos, lo cuales son una serie de deducciones y adiciones, son los que perciben los inversores finales.
- c) Tales flujos se transforman para destinarlos al pago de una emisión de valores negociables: los flujos financieros consisten básicamente en la devolución del capital prestado y el pago de intereses de acuerdo con el calendario pactado. Aun, en el caso de que los pagos se ajusten a esos calendarios, no serían idénticos tanto por las cantidades deducidas como por las diferencias existentes en las carteras con los flujos que llegan a los inversionistas.

5.12.1 Beneficios

La titularización conlleva beneficios, tanto para entidad cedente de los créditos como para los inversionistas.

Desde la perspectiva de la entidad cedente, la titularización constituye un mecanismo de captación de recursos que podría resultar más ventajoso frente a los mecanismos tradicionales. En el caso de las instituciones financieras el ahorro proviene de la liberación de recursos propios. El saldo neto liberado permite a la entidad rotar el activo, y con ello eventualmente podrá aumentar su rentabilidad financiera. A pesar de que las emisiones provenientes de la titularización puedan aportar un menor margen que el que podría aportar la financiación tradicional, las nuevas operaciones activas en que se reinvierta esa liquidez son las que pueden agrandar el margen financiero. En el caso de las entidades no financieras, la ventaja radica en apelar al mercado con la solvencia del paquete en vez de la calificación atribuida al cedente. En ambos casos pueden también aprovecharse situaciones ventajosas derivadas de la demanda del mercado o de la estructura temporal de tasas de interés.

Por otra parte, la titularización supone una redistribución de riesgos entre los agentes participantes de los riesgos asociados a la inversión crediticia cedida. Estos son traspasados a los inversionistas, como receptores finales.

Además, la titularización supone la creación de un mercado secundario para activos no líquidos.

Desde la perspectiva de los inversionistas, los valores provenientes de procesos de titularización suponen una mayor diversificación en la oferta de valores, con diferentes características y grados de sofisticación, de modo que pueden responder tanto a las necesidades de inversionistas individuales como institucionales.

5.12.2 Etapas y aspectos más importantes del proceso de titularización

Como se apuntó los procesos de titularización se inician con la financiación otorgada por una entidad. Desde el punto de vista de la entidad originadora no existe un concepto unívoco y común para los distintos países que han abordado procesos de titularización. Así, en la Comunidad Económica Europea, que ha armonizado ya el concepto de institución de crédito, la titularización sobrepasa las operaciones originadas por estas entidades, pudiendo incluirse emisiones realizadas, incluso, por compañías aseguradoras, empresas suministradoras de servicios públicos o proveedoras de tarjetas de crédito.

Igualmente, se han constituido en entidades originadoras administraciones públicas como las comunidades autónomas o las haciendas locales.

Activos titularizables

Más que en la naturaleza de la entidad originadora, el éxito de los procesos de titularización descansa en la naturaleza e idoneidad de los activos titularizados. El derecho comparado y la práctica internacional permiten la titularización de toda clase de derechos de créditos, presentes o futuros, siempre que sean susceptibles de generar flujos de rentas periódicas y predecibles. Esta es la posición que han adoptado países como Estados Unidos, España, Perú, Argentina y Colombia.

De acuerdo con la experiencia internacional, los activos más utilizados para llevar a cabo este proceso son créditos otorgados por entidades bancarias financieras y de seguros (tarjetas de crédito, obligaciones de póliza de seguros) créditos para consumo y compra de bienes durables (vehículos, cocinas, refrigeradoras), créditos para la exportación, cuentas por cobrar de empresas de consumo masivo (agua, luz, teléfono).

A partir de la práctica titularizadora, se señalan los siguientes aspectos como las características ideales de los créditos a titularizar:

- a) Debe ser posible una agrupación de un volumen relevante en cuantía total y número de operaciones que facilite el análisis estadístico del riesgo crediticio del conjunto.
- b) Debe existir homogeneidad en las operaciones crediticias que facilite y abarate el proceso de titularización consecuente. Esta característica supone la necesidad de armonizar otros aspectos específicos como los procedimientos de revisión de los tipos de interés, la penalización por cancelación anticipada, por ratios préstamo/valor, y renta/valor, etc.
- c) Diversificación geográfica y socio-económica de las operaciones a efecto de diluir el riesgo crediticio.
- d) Criterios de selección contrastados y suficientemente evaluables que posteriormente faciliten la determinación y realización de la calificación.
- e) Los activos deben ser capaces de generar flujos periódicos y predecibles, tanto en cuanto al pago de intereses como a la devolución del principal.

Cesión o enajenación de los créditos

Debe destacarse la importancia que reviste para el proceso de titularización la transmisión efectiva de los activos crediticios. En este sentido, el prototipo de cesión que se ajusta a los fines de la titularización es la que se realiza sin posibilidad de apelación al cedente, sin necesidad de comunicación al deudor y sin que la sesión pueda ser invalidada por los acreedores del cedente.

Administración o servicio de las operaciones titularizadas

Habitualmente abarca funciones como las siguientes:

- Comunicación a los prestatarios del vencimiento de sus obligaciones de pago.
- Notificación de las obligaciones en mora.
- Contabilización y registro de los pagos.
- Recaudación e ingreso en las cuentas del fondo de los pagos realizados por los deudores.

- Administración de los pagos por conceptos fiscales.
- Iniciación de trámites legales para la exigencia forzosa de las cantidades impagadas.
- Conservación y custodia de los documentos contractuales.

Esta función inicialmente parece vinculada como accesoria a la operación activa contratada por la entidad crediticia; no obstante en mercados desarrollados ha adquirido independencia, de modo que es realizada por entidades diferentes a la entidad originadora.

Creación del vehículo de titularización

La creación de un vehículo de titularización, al cual se aportan los activos a titularizar, y que emite contra ellos los valores a negociar, es una constante en todo proceso de titularización.

Este vehículo puede adoptar distintas formas jurídicas; no obstante la característica fundamental del vehículo que se elija es la separación de su patrimonio, constituido por los activos titularizables, del activo en la entidad cedente, de modo que el patrimonio del vehículo quede aislado de las posibles acciones y reclamaciones de los acreedores de la entidad cedente. Este aislamiento, a la vez permite que se definan y delimiten los riesgos que se derivan, exclusivamente de la cartera de operaciones crediticias, pudiendo esta obtener, incluso una mejor calificación que la de la entidad cedente.

A partir de lo anterior, diferentes países han utilizado vehículos diferentes de titularización.

Así, por ejemplo, en España y Francia la titularización se realiza por medio de fondos (fondo de titularización o fondo común de créditos respectivamente), carentes de personalidad jurídica, con un valor patrimonial nulo y que son creados y administrados por una sociedad gestora. En ambas legislaciones el fondo se asemeja a una institución de inversión colectiva, si bien con mayor flexibilidad en

la emisión de los valores. Se configuran básicamente como patrimonios cerrados, de modo que las operaciones crediticias que forman su activo quedan definidas desde la constitución del fondo.

En Estados Unidos el vehículo o entidad emisora ha ido adoptando diferentes formas jurídicas. Inicialmente se utilizaron las figuras societarias, básicamente corporaciones de responsabilidad anónima o sociedades colectivas o también los trusts. A partir de 1987 entro en vigor la figura de los Real Estate Mortgage Investment Conduit, con una fiscalización específica.

En América Latina se utilizan diferentes vehículos. Así, en Colombia se admiten tres tipos de vehículos de titularización: los contratos de fideicomiso mercantil irrevocables, los fondos comunes y los fondos de valores. En Perú, se utilizan los fideicomisos de titularización respecto a los cuales, únicamente puede ser fiduciario una sociedad de titularización y las sociedades de propósito especial. Y en Argentina se utilizan tanto los fideicomisos como los fondos.

Independientemente del vehículo que se adopte, éste puede configurarse para funcionar, mientras que una emisión concreta esté en circulación, desapareciendo una vez amortizada, o bien ser admisible la renovación o sustitución de su activo o pasivo. Los primeros son los fondos cerrados que realizan una única compra del paquete crediticio financiada con una sola emisión de valores. Los segundos que son los abiertos, se subdividen atendiendo al lado del balance que admita apertura.

Valores emitidos

La financiación de la compra de las operaciones crediticias por parte del fondo de titularización se hace posible mediante la emisión de valores negociables. Los valores procedentes de procesos de titularización han experimentado un alto grado de innovación financiera desde las primeras emisiones en la década de los años setenta.

Pass Through

Este esquema consiste en el traslado directo de los flujos de principal e intereses a los inversionistas, según estos van siendo devueltos por los deudores. En este caso el valor que adquiere el inversionista le confiere un derecho de propiedad proporcional sobre la cartera y con ello el derecho de percibir los flujos derivados de las operaciones que la componen.

Pay Pavthrough

En este esquema el inversionista recibe flujos atendiendo a un plan de amortización fijado para cada clase de emisión. En este caso el valor que adquiere el inversionista incorpora un derecho de crédito contra el emisor.

La redistribución de los pagos por principal entre distintas clases permite convertir operaciones crediticias a largo plazo en valores que abarquen todo un abanico de vencimientos desde el corto hasta el largo plazo.

Riesgo

La mejora crediticia comprende la cobertura o protección de la emisión frente a una variada tipología de riesgos.

Los riesgos pueden agruparse en tres categorías atendiendo a que provengan de las operaciones crediticias originales, de la transformación realizada o que puedan tener origen en los participantes y colaboradores de la emisión.

Factores de riesgo derivados de los contratos:

- a) Impago por parte de los prestatarios que contrataron con la entidad originadora, riesgo que engloba tanto el pago del principal como de los intereses.
- b) Mora o retraso en que incurran los prestatarios.

- c) Opción de cancelación anticipada, la cual se traslada directamente a la dinámica de los flujos que percibirán los inversionistas.

Factores de riesgo procedentes de la transformación de flujos:

- a) Distinta naturaleza y referencia en los tipos activos y pasivos: se lo ha denominado riesgo base y aparece como consecuencia de desajustes en los ingresos diferenciales previos, esto es entre los intereses percibidos por los deudores y los pagados a los suscriptores de los valores emitidos, como consecuencia de las oscilaciones en los tipos de interés de mercado.
- b) Reinversión transitoria de los flujos intermedios: surge esencialmente cuando la estructura es de tipo pay through; es difícil que los excedentes de tesorería puedan colocarse a un tipo activo equivalente al considerado al diseñar la operación.
- c) Vencimiento de los valores emitidos anterior a la vida media de los préstamos titularizados: tiene lugar cuando se emiten valores destinados a los mercados de dinero respaldados por préstamos de largo plazo.
- d) Riesgo cambiario: la conveniencia de ampliar la base de inversionistas motiva el lanzamiento de valores en monedas diferentes a aquellas en las que los préstamos están concedidos.

Riesgos estructurales o de terceros

Uno de los aspectos fundamentales que estudia la entidad calificadora es el riesgo estructural, bajo el cual se incluyen todos aquellos elementos que pueden afectar la percepción prevista de pagos por los inversionistas y que tienen su origen en los agentes participantes. En este aspecto, pueden citarse por ejemplo el vehículo utilizado para la titularización, la profesionalidad e independencia de la sociedad gestora, la solvencia de la entidad depositaria, etc.

Mejoras

En los mercados desarrollados, la mejora crediticia se ha configurado como un elemento indispensable y fundamental de cualquier emisión de titularización. Para el emisor, por cuanto le permite conseguir una calificación de solvencia diferente a la de la entidad cedente y para los inversionistas, porque permite equipar estas emisiones con las más frecuentes en el mercado.

No obstante, muy pocas legislaciones establecen en forma expresa la obligatoriedad de la mejora. Un ejemplo de ello es Francia, en donde la normativa correspondiente establece que los tenedores de los valores emitidos deben ser protegidos del riesgo del impago procedente de los préstamos titularizados, mediante alguno de tres procedimientos: emisión de una clase subordinada que soporte el riesgo crediticio, cuyos valores no pueden ser adquiridos por personas físicas o instituciones de inversión colectiva y mediante la sobre cobertura, de modo que se transfieran al vehículo de titularización operaciones cuyo importe nominal exceda el total de la emisión realizada o sus flujos sobrepasen los necesarios para atender el volumen de la deuda en circulación.

Tipología

Si bien existen diferentes criterios para distinguir las mejoras, el más utilizado las divide en técnicas de mejora crediticia interna y externa.

Cobertura interna es la que se proporciona mediante el paquete titularizado, de modo que es suministrada por los flujos de caja que genera el paquete. Principalmente responden a esta acepción la sobre cobertura o sobre colateralización, las cuentas o fondos de reserva y las emisiones de tipo principal/subordinada.

La cobertura externa engloba aquellas que son prestadas sin apoyo en el activo traspasado y conllevan por tanto una contraprestación por un tercero.

Calificación

La calificación crediticia es un aspecto esencial de la titularización: se señala que la traducción de la complejidad del proceso a unas letras o códigos internacionalmente conocidos por los inversores ha contribuido al establecimiento y expansión de estos procesos. De allí que en muchos países se establezca la calificación obligatoria para las emisiones de titularización. Así se establece en las legislaciones de España, Argentina, Colombia y Perú exigen la calificación de los valores provenientes de procesos de titularización.

Gestión y representación del fondo

El desarrollo de estas funciones es decisivo para el proceso dado que en la mayor parte de los esquemas adoptados, el fondo carece de personalidad jurídica correspondiendo la administración y representación a la sociedad gestora. Normalmente esta función es desarrollada por entidades crediticias e instituciones financieras en general. Las tareas más importantes que asume son las siguientes:

Constitución del fondo.

- Formalización de los contratos de prestación de servicios con otros agentes colaboradores de la emisión como los asesores legales, la entidad depositaria, la entidad pagadoras, etc.
- Recepción y contabilización de los ingresos que correspondan al fondo por cualquier concepto.
- Calculo, realización y contabilización de todos los pagos que deba efectuar el fondo.
- Seguimiento y ejecución de las garantías que acompañan las operaciones crediticias.
- Administración de los excedentes de tesorería del fondo.
- Conservación y custodia de toda la documentación referente a las operaciones crediticias.

Servicios complementarios

- a) Manager o director de la emisión: asume las mayores funciones en las emisiones anglosajonas en las cuales diseña la emisión, negocia con la empresa calificadora y las entidades mejoradoras, orienta el precio de lanzamiento, elige colocadores y puede fungir como market maker.
- b) Agente pagador: atiende primariamente el servicio financiero de la emisión.

Entidad depositaria: es la encargada de custodiar y conservar los documentos que justifiquen y respalden los activos crediticios del vehículo de titularización.

5.12.3 La Titularización y Las PYMES

La titularización es el proceso mediante el cual carteras de préstamos relativamente homogéneos, originalmente otorgados por un banco u otra institución de intermediación financiera, se venden y convierten en títulos valores comercializables.

La finalidad de la titularización es reunir financiamiento, reducir los requisitos de capital para el intermediario financiero e incrementar la liquidez del emisor de forma que se puedan originar nuevos préstamos.

Las transacciones de titularización implican la creación y emisión de títulos de deuda cuyos pagos de capital e interés provengan de flujos de caja generados por carteras independientes de activos. Estas carteras independientes de activos se organizan formando un fideicomiso o patrimonio autónomo: una PYME que tiene una calificación propia.

Las PYME también pueden titularizar sus activos a fin de:

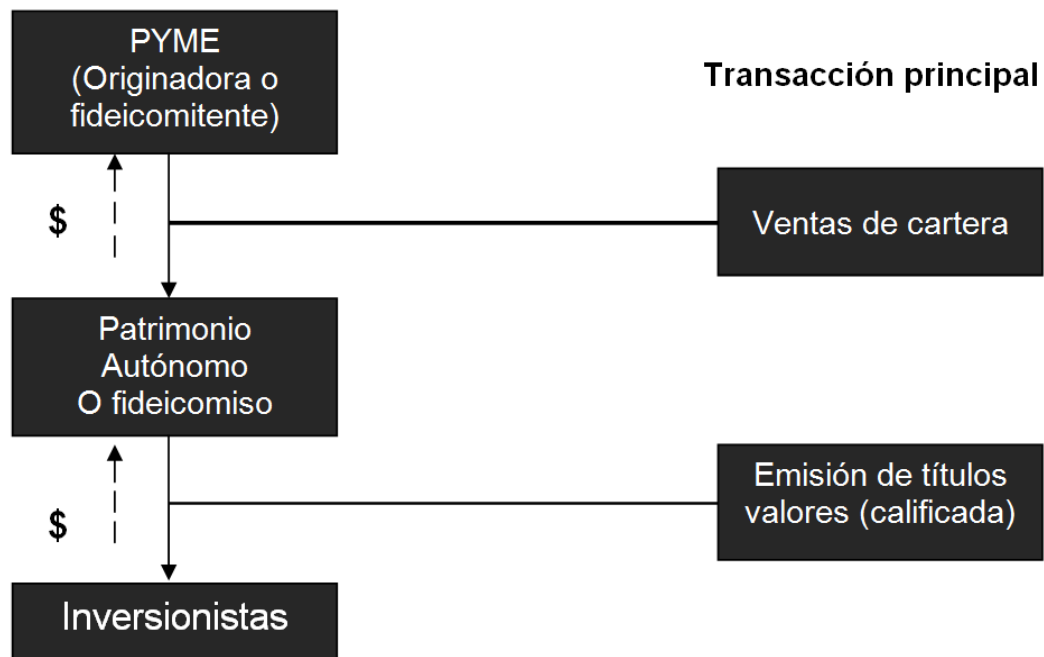
- Cumplir con las normas de adecuación del capital o solvencia
- Mejorar los ratios financieros
- Bajar el apalancamiento e incrementar los ratios de retorno
- Bajar el costo y diversificar las fuentes de financiamiento

- Mejorar la administración de activos/pasivos
- Administrar la exposición al riesgo crediticio
- Liberar tiempo de administración de la IMF de las actividades de recaudación de fondos

Si bien es posible que el tiempo y los gastos iniciales implicados en una primera transacción de titularización parezcan altos (relativamente más altos que una primera emisión de bonos por ejemplo), las subsiguientes emisiones de titularización suelen ser menos onerosas y la reiteración de programas puede ser mucho más fácil de ejecutar.

En su calidad de originadora o fideicomitente de una cartera de préstamos titularizados, una PYME renuncia a reclamar legalmente la propiedad de los flujos de caja de los préstamos a sus clientes, mientras retiene al cliente y la responsabilidad de cobrar. En otras palabras, la titularización afecta el balance de una PYME mientras que el alcance de clientes permanece igual.

5.12.4 Visualización de la titularización



5.12.5 Actores del Proceso de titularización

Prestatarios

Los préstamos son los activos subyacentes de la titularización (ejemplo: préstamos a clientes de microfinanzas)

Originadora o fideicomitente

La entidad que crea los activos a titularizar la PYME. La originadora o fideicomitente en general será una institución financiera u otra entidad de primera calidad.

Fideicomiso o patrimonio autónomo

Establecido por la originadora o fideicomitente, el fideicomiso o patrimonio autónomo comprará los activos de la originadora o fideicomitente y emitirá títulos valores a los inversionistas.

El fideicomiso o patrimonio autónomo es una entidad "ajena a la insolvencia", lo cual significa que, incluso si la originadora o fideicomitente (La PYME) entrara en quiebra o tuviera otras dificultades financieras, los derechos de los inversionistas sobre los activos detentados por el fideicomiso o patrimonio autónomo no se verían afectados.

Proveedores de mejoramientos de crédito

Estos asumen parte de los riesgos asociados con los activos.

Agencias calificadoras de riesgo

Las agencias calificadoras de riesgo analizan los riesgos vinculados a la transacción y otorgan una calificación crediticia a la emisión.

Inversionistas

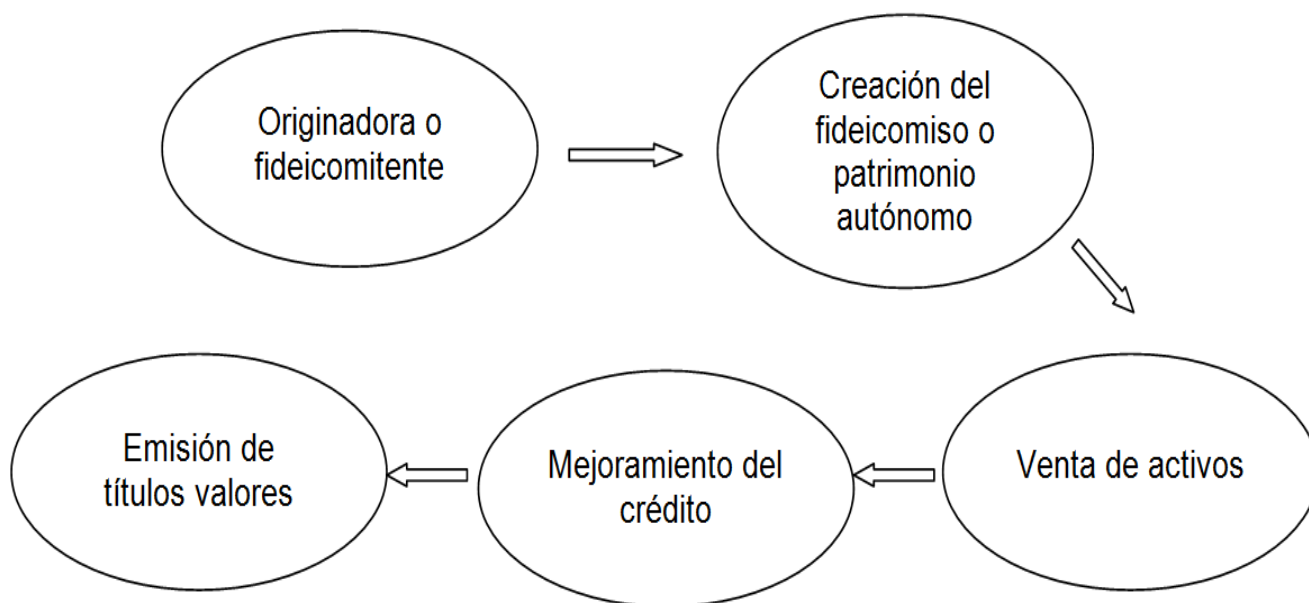
Los inversionistas son quienes en última instancia compran la emisión y reciben pagos periódicos de interés y capital a lo largo de la vida del título valor.

Estructurador y colocador

El estructurador y el colocador crean títulos valores sobre la base de los activos subyacentes y los comercializan a los inversionistas.

5.12.6 Proceso de titularización

Etapas implicadas en el proceso de titularización



Proceso de titularización

Las estructuras titularizadas en general implican un fideicomiso o patrimonio autónomo que adquiere carteras de préstamos o bonos, y financia esta adquisición mediante la emisión de títulos de crédito a los inversionistas.

A fin de capitalizar al fideicomiso o patrimonio autónomo y proporcionar financiamiento para esta compra de activos, se emiten múltiples clases de deuda y acciones. Estas clases de capital varían con respecto a la jerarquía y prioridad del pago en caso de insolvencia.

La clase de capital accionario es la clase de mayor riesgo dentro de la estructura:

- Es la primera en sufrir el riesgo de demoras en los pagos y pérdidas.
- Es posible que los tenedores de acciones tengan derecho a recibir el exceso de los flujos de efectivo después de responder a todas las reclamaciones de capital sénior y mezzanine.

Los retornos de los inversionistas se relacionan directamente con el desempeño de la cartera de activos subyacentes.

A menudo se obtiene un mecanismo de mejoramiento del crédito o liquidez a fin de brindar a los inversionistas mayor confort con la probabilidad de recibir pagos del capital e interés de la titularización.

A menudo esto tiene el beneficio agregado de reducir los requisitos del exceso de cobertura.

5.12.7 Ventajas y Desventajas de la titularización

Ventajas	Desventajas
<p><u>Originadora o fideicomitente</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● Nuevas fuentes de financiamiento. - La titularización abre nuevas fuentes alternativas de capital e incrementa la participación de las PYME en los mercados financieros. ● Creación de un título valor comercializable. - La titularización permite a una entidad crear un ' título valor que puede comercializarse a partir de un activo relativamente ilíquido Puede ayudar a una institución a bajar su costo de fondos, en el sentido de que la calificación de la titularización estructurada en general es mejor que la calificación institucional de la originadora o fideicomitente. <p><u>Inversionista</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● Retornos más altos ● Diversificación del portafolio de inversión 	<p><u>Originadora o fideicomitente</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● Costos de la titularización <p>Implementar una titularización puede ser algo costoso debido a su alto nivel de estructuración. Los costos habituales de una titularización incluyen.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Costos de emisión - Costos de estructuración - Cargos de la agencia calificadora de valores - Cargos operativos y por servicio (administración fiduciaria) ● Retención del riesgo crediticio (según la estructura y si la titularización se da sobre una base de recurso a la originadora o fideicomitente). <p><u>Inversionista</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● Riesgo de amortización anticipada (pago anticipado de los activos subyacentes o la cartera de préstamos adquiridos). - Es posible que la amortización anticipada exija que la originadora o fideicomitente transfiera activos adicionales o retire activos deteriorados, con lo cual se repone la cartera de activos vendidos.

5.12.8 Clases básicas de titularizaciones e impacto contable

Clase	Impacto contable
<p style="text-align: center;">Titularización fuera del Balance</p>	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Activos de préstamos suprimidos del balance ❖ Reconocimiento de los ingresos de "ganancia sobre la venta" ❖ Indicadores: disminución del apalancamiento (financiamiento fuera del balance). - Mejora del retorno sobre los activos (más ingresos y menor base de activos). ❖ Otras: puede tener que pagar impuestos especiales/incrementados sobre las ventas/ganancias de activos.
<p style="text-align: center;">Titularización incluida en el balance</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Venta de activos a una subsidiaria independiente u otra entidad ➤ propiedad de la compañía que tenga como consecuencia la retención de activos en el balance. ➤ Los fondos recaudados por la titularización se muestran en los estados consolidados como "deuda" (dado que la subsidiaria emite títulos de crédito a terceros para adquirir los activos). ➤ Evita fluctuaciones de las ganancias (sin "ganancias sobre la venta"). ➤ Puede minimizar los impuestos pagados sobre las ventas y ganancias de activos. ➤ Según el nivel de respaldo o recurso a la compañía, una titularización puede clasificarse como incluida en el balance.

5.12.9 Puntos clave de las transacciones de titularización

Existen varios aspectos clave de las transacciones de titularización que afectan el balance y estado de resultados de una PYME

El proceso de titularización afecta de dos formas a la sección de activos del balance:

- El saldo en efectivo aumenta (los ingresos en efectivo generados a pan;- de la venta de activos).
- La cartera de PYME disminuye (activos transferidos al fideicomiso o patrimonio autónomo no incluido en el balance).

Es importante observar que mediante una titularización, una PYME es capaz de incrementar su cartera sin asumir nueva deuda.

Si bien es posible que la cartera de la PYME inicialmente disminuya, la cartera de MF se restablecerá rápidamente a medida que los ingresos por la titularización sean reinvertidos en préstamos de PYME.

En el estado de resultados, en general los ingresos de una PYME aumentarán a partir de la realización de la venta de la cartera.

Combinados, las ganancias incrementadas y la base de activos relativamente constante deberían tener como resultado un mayor retorno sobre los activos para la PYME.

5.12.10 La Titularización en Bolivia

Es indudable que en los mercados financieros y de valores que se encuentran en proceso de desarrollo, uno de los principales retos es generar una adecuada oferta de instrumentos que satisfagan las necesidades de los inversionistas y permitan facilitar la financiación de los emisores de valores.

Puesto que uno de los grandes obstáculos que impiden llegar a un nivel de profundización adecuado del mercado de valores boliviano es la escasa oferta de títulos, la estructuración de procesos de titularización permite ampliar la gama de posibilidades de emisión de valores en el mercado.

Adicionalmente, facilita el acceso a nuevos participantes en el mercado que encuentran beneficios al actuar como originadores de procesos, sin verse obligados a cumplir con las exigencias que tendrían como emisores de valores.

5.12.11 Lineamientos generales de la titularización

En el mercado boliviano, los valores emitidos por las sociedades de titularización son instrumentos financieros novedosos, puesto que permiten obtener liquidez en condiciones competitivas en términos de plazo y costos financieros.

La palabra titularización viene de la lengua inglesa secularización, del inglés security que quiere decir seguridad, fianza; que se pretendió introducir al idioma castellano y al lenguaje bursátil como sinónimo de titularización, que significa empaquetar un grupo de activos y utilizar dichos activos para garantizar y pagar obligaciones emitidas a favor de los inversionistas. La secularización propuesta por el consorcio de abogados americanos, podía clasificarse en cuatro grupos: 1. La doméstica y la internacional, según se produzca en el país o en el extranjero; 2. La future-flow, que significaría contra flujos a futuro y la asset-back que la constituirían los activos existentes; 3. En función al tipo de activo secularizado: bienes, títulos, certificados, pagarés, cartera empresarial; 4. En orden a las entidades que intervinieran: públicas, privadas, organismos financieros internacionales, etc.

La titularización consiste en constituir patrimonios autónomos bajo la administración de sociedades de titularización con activos y bienes presentes o futuros, destinados a garantizar y pagar valores emitidos a favor de inversionistas, independientes del patrimonio del cedente. Estos patrimonios autónomos no forman parte de la garantía general de los acreedores de las empresas originadoras ni de la sociedad de titularización y solo responden y garantizan las obligaciones derivadas de la emisión de Valores para la cual se haya efectuado el proceso de titularización. Los valores emitidos como consecuencia del proceso de titularización serán considerados para efectos legales y de todo tipo de operación, como valores, con todos los derechos y obligaciones de los mismos, pudiendo ser colocados y negociados sin restricción alguna. (Art. 76 Ley de Mercado de Valores, modificado por el Art. 29 de la Ley 2064 de 3 de abril de 2000),

El patrimonio autónomo primero se halla separado del dominio de su propietario, que es el originador; segundo, no obstante la cesión, ese patrimonio tampoco es de propiedad de la sociedad de titularización que tiene su propio capital, ajeno al patrimonio autónomo y tercero, tampoco es de propiedad de los inversionistas, porque solo es la garantía y respaldo de pago de una emisión de valores. Las sociedades de titularización no pueden intervenir en aquellos procesos de titularización de empresas originadoras en las que sus accionistas, directores, administradores o gerentes, así como sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad del cómputo civil, tengan interés o vinculación de capital y otra forma participación en sus órganos de administración y/o control. Asimismo, el artículo 19 del D.S. 25514, señala una lista de quienes se hallan impedidos para ejercer funciones de directores, administradores, apoderados o representantes legales de la Sociedad de Titularización.

Esta administración, independiente para cada fondo y delegable si fuera necesario, significa el ejercicio pleno de las facultades de dominio, protección, defensa, conservación o disposición de los bienes y recursos, procurando responsabilidad y eficiencia administrativa. Facultades que deben conferirse expresamente a la Sociedad de Titularización deben constar en el Contrato de Administración del Patrimonio Autónomo. Las entidades financieras de Segundo Piso, cuyas actividades se encuentran determinadas en el inciso I) del artículo 31 de la Ley 1670 (Ley del Banco Central de Bolivia) constituida como Sociedades Anónimas Mixtas se encuentran autorizadas para actuar directamente, como Sociedades de Titularización, exceptuándose a las mismas de los requisitos de constitución determinados en el Art. 78 de la Ley del Mercado de Valores.

- a) Administradora de bienes y activos, es la persona individual o colectiva encargada de cumplir las funciones de conservación, custodia y administración de los bienes o activos que conforman el patrimonio autónomo para titularización. Las actividades de la administradora serán ejercidas por la Sociedad de Titularización, pudiendo delegarse las mismas al originador o a una entidad diferente.

- b) Colocadora, es la entidad encargada de colocar o más precisamente vender en el mercado primario los valores emitidos como resultado del proceso de titularización.
- c) Estructurador, es la persona o entidad especializada en el agrupamiento y valoración de bienes o activos que deban integrar un patrimonio autónomo y en la preparación del proyecto de emisión de los valores respectivos.
- d) Inversionistas, son los tenedores (ahorristas o inversionistas) de los valores emitidos por la sociedad de titularización por cuenta del patrimonio autónomo, quienes en uso y goce de sus derechos, pueden negociar libremente los valores de su tenencia.
- e) Representante común de tenedores de valores, una vez colocados los valores, sus tenedores (reunidos en asamblea o junta) deben designar, obligatoriamente un representante común que, con facultades suficientes, asuma la representación de sus co-tenedores en defensa de sus derechos, y también en las relaciones con la Sociedad de Titularización con otros motivos de conveniencia mutua.
- f) Entidad calificadora de riesgo, es la entidad debidamente autorizada que emite una opinión, en el caso de valores representativos de deuda, respecto al riesgo de incumplimiento de las condiciones financieras ofrecidas en la emisión.
- g) Garante, es la persona individual o colectiva que otorga garantías adicionales al proceso de titularización (avales o garantes o seguros de crédito, de personas, instituciones financieras o aseguradoras).

5.12.12 Sociedad de titularización

En cuanto a los tipos de valores de titularización, éstos pueden ser de tres tipos:

- a) Valores de participación, que representan el derecho de participación sobre el patrimonio autónomo. El valor de participación no tiene rendimiento fijo y depende de las utilidades o pérdidas que genere el patrimonio autónomo. Los compradores de uno de estos valores está en una posición similar al de un accionista de una empresa;
- b) Valores de contenido crediticio, son de renta fija e incorporan el

derecho a percibir el pago de capital y de los rendimientos financieros, en los términos y condiciones señaladas en los mismos; c) Valores mixtos, resultan de la combinación de los dos tipos de valores de titularización descritos anteriormente, en las condiciones establecidas en los mismos, Estos son muy utilizados en la titularización de proyectos de construcción, donde los valores pueden ser de participación durante el periodo de construcción y de contenido crediticio, una vez que la construcción ha terminado y es usufructuado.

Los valores de titularización pueden emitirse en diversas clases de valores sobre un mismo patrimonio autónomo, distinguiéndolos por series que darán lugar a distintos derechos; por ejemplo, puede haber series subordinadas que absorban riesgo de mora e incobrabilidad y otras de riesgo de prepago o devaluación.

VI. PROPUESTA

En base a la investigación del presente Proyecto de Grado "La Titularización: Instrumento de Financiación de la Bolsa de Valores para las Micro y las Medianas Empresas", se generan las siguientes propuestas concretas:

1. La titularización es una figura importante que brinda la Bolsa Boliviana de Valores. Es un mecanismo por medio del cual, las PYMES pueden obtener recursos.
2. La titularidad fomenta la competitividad, eficiencia e incrementa la profundización financiera del mercado.
3. A través de la titularización las PYMES pueden obtener recursos, en algunos casos, a un menor costo financiero, y los inversionistas de los títulos derivados de la titularización, obtienen un rendimiento mayor al que puede ofrecer el sistema bancario.
4. Dadas las actuales condiciones del mercado financiero boliviano, de alta liquidez, la titularización de cartera PYME sólo resulta factible si los bancos reciben estímulos especiales que hagan atractivo la utilización del mecanismo. El éxito de una política estatal al respecto depende no sólo de que se logre la titularización de cartera PYME, sino que simultáneamente se consiga aumentar el interés de los bancos en el sector.
5. De aplicarse la titularización, como ya se ha dado en determinados casos, para las PYMES en la Bolsa Boliviana de Valores, permitirá a estas unidades económicas obtener recursos frescos para sus operaciones en inversiones y capital de trabajo.
6. La captación de recursos por Intermedio de la titularización, puede permitir el fortalecimiento de las PYMES y su desarrollo gradual hacia unidades empresariales de mayor envergadura.

7. Si la política económica del país, da señales de apertura y se dan garantías jurídicas y económicas, pueden incrementarse los procesos de titularización.

VII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

7.1 Conclusiones

* Es objetivo que la titularización en Bolivia es aún incipiente, las PYMES y los procesos de titularización también se encuentran en sus primeras etapas de desarrollo. La titularización puede aportar grandes beneficios a las pequeñas y medianas empresas. Es importante generar condiciones para el desarrollo del mercado financiero y mejorar su capacidad de ajuste ante choques adversos. Hay que resolver una serie de retos para poder facilitar este proceso.

* Resulta fundamental para el buen desarrollo del mecanismo de titularización: una adecuada divulgación y transparencia de la normativa, una correcta medición de los riesgos de los activos subyacentes, una fluida comunicación entre los participantes, evitar las concentraciones en activos de alto riesgo y crear mecanismos que minimicen el riesgo de no pago.

* La titularización es una figura importante que brinda al mercado de capitales, un mecanismo por medio del cual, las PYMES pueden obtener recursos y se provee de alternativas a los inversionistas; lo anterior puede fomentar la competitividad, eficiencia e incrementar la profundización financiera del mercado.

7.2 Recomendaciones

La titularización tiene poco tiempo de estar presente en Bolivia, sin embargo este instrumento de financiación le puede dar un impulso a las PYMES y viabilizar gradualmente el desarrollo de mercados financieros para este sector. De manera paralela se debería apoyar a la innovación y a la difusión tecnológica. Esto implica tener un adecuado nivel de conocimiento y consenso sobre las necesidades de las PYMES y los actores institucionales de su entorno.

Lo anterior requiere mejorar, optimizar y fortalecer la estructura jurídica. Esto puede sentar las bases para el desarrollo de la titularización. Es necesario generar condiciones jurídicas para los inversionistas. De esta manera pueda existir seguridad y garantías para que el título pueda ser recomprado y por lo tanto generar liquidez.

En economías como las de Bolivia, es importante trabajar en diseños y leyes específicas que contemplen los estímulos tributarios que otorgue el gobierno a los inversionistas.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

Aritzabal Tobón Gustavo, Introducción a la Titularización de Activos. Bogotá 1992, Bolsa de Medellín. Ediciones Bancarias y Financieras Ltda. Colombia. Banco Central de Bolivia, Reglamento de Operaciones de Mercado Abierto, 2004.

Camex, Financiamiento de la Empresa a Través de la Bolsa de Valores, 1999. La Paz.

Díaz Ardila Gabriel, La Titularización Inmobiliaria. Bogotá 1997, Editorial Guadalupe, Colombia.

Fasecolda, El Mercado Asegurador. Abril de 2004.

López Roca Luis Fernando, Como acceder al Mercado de Valores y Realizar una Oferta Pública, Bogotá 1994, Superintendencia de Valores.

Manrique Nieto Carlos E., Introducción a la Titularización. Bogotá 1995, Imprenta Nacional Colombia.

OIKOS S.A. Barreras para Ingreso de Papeles al Mercado Bursátil Titularización, Bogotá 1997.

Ortiz Amaya Héctor, Análisis Financiero Aplicado 2006, Universidad Externado de Colombia.

Pinilla Roberto, Valero R. Luis y Guzmán V. Alexander, Operaciones Financieras en el Mercado Bursátil. Universidad Externado de Colombia, 2000.

Samuelson Paul A. y Nordhaus William D., Economía, McGraw-Hill, México, 1986.

Rosilio Corchuelo Jorge. Modelos de Evaluación de Riesgo en Decisiones Financieras. Bogotá, Bogotá Julio de 2004, Universidad Externado de Colombia.