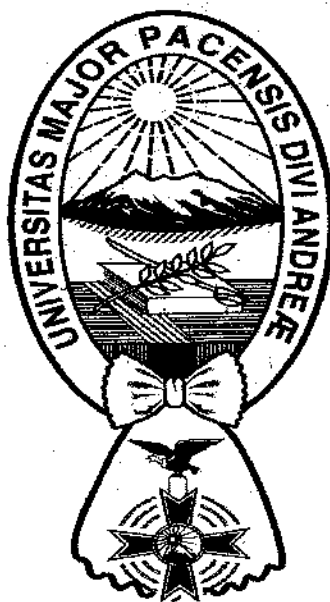


UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRÉS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS
CARRERA ECONOMÍA



TESIS DE GRADO

**TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS: UNA OPCIÓN
PARA LOGRAR ADECUADOS NIVELES DE LIQUIDEZ Y
RENTABILIDAD EN EMPRESAS INDUSTRIALES**

Postulante: Fuad Adalid Barrera Portillo
Tutor : Lic. MBA. Reynaldo Yujra Segales

LA PAZ - BOLIVIA
2004

Dedicado a:

Al gran apoyo de mi padre Severo, el eterno amor de mi madre Emma, a mis hermanas Briseida, Madeleine y a mis niños Ivar, Alexis, Alexia y Ambar.

Agradecimientos:

Al Lic. Reynaldo Yujra Segales, mi tutor y un gran amigo, que dejó enseñanzas en mí y que coadyuvó con el presente trabajo.

A los Licenciados Roberto Aguilar, Jorge Vargas, Eloy Arandia por su ilustración y cooperación con el presente trabajo de investigación.

Al Lic. Alberto Quevedo Director de la Carrera de Economía de la Universidad Mayor de San Andrés por su colaboración.

A mi familia que son un estímulo constante de superación.

*Los títulos diferencian a los mediocres, embarazan
a los superiores y son desprestigiados por los
inferiores*

Bernard Shaw

INDICE

INDICE.....	1
1 CAPITULO 1.....	5
1.1 INTRODUCCION.....	5
1.2 JUSTIFICACION.....	6
1.2.1 Justificación Social y económica.....	6
1.2.2 Justificación Práctica.....	6
1.2.3 Justificación Teórica.....	7
1.2.4 Justificación Metodológica.....	7
1.2.5 Justificación Académica.....	7
1.3 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	7
1.4 FORMULACIÓN DE LA HIPÓTESIS.....	10
1.5 OBJETIVOS.....	11
1.5.1 Objetivo General.....	11
1.5.2 Objetivos Específicos.....	11
1.6 METODOLOGIA.....	11
1.6.1 Método de Investigación.....	12
1.6.2 Tipo de Investigación.....	12
1.6.3 Técnicas de Recopilación de Información.....	13
1.6.4 Cobertura Temporal.....	14
1.6.5 Limitaciones del Estudio.....	14
2 CAPITULO 2.....	15
2.1 GENERALIDADES.....	15
2.2 LOS MERCADOS FINANCIEROS.....	16
2.3 TIPOS DE MERCADOS FINANCIEROS.....	16
2.3.1 El plazo de maduración del instrumento.....	17
2.3.2 El derecho emergente del instrumento.....	17
2.3.3 La instancia de la negociación.....	17
2.3.4 El momento de despacho de los valores.....	17
2.3.5 La estructura de la organización.....	18
2.4 PRINCIPALES FUNCIONES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.....	19
2.5 PARTICIPANTES DEL MERCADO.....	20
2.5.1 Instituciones financieras.....	21
2.6 COSTOS DE TRANSACCIÓN Y EFICIENCIA DEL MERCADO.....	28
2.6.1 Costos de transacción.....	28
2.6.2 Eficiencia del mercado.....	29
2.7 INDICADORES DEL MERCADO.....	31
2.8 INSTRUMENTOS O ACTIVOS FINANCIEROS.....	33
2.9 FUNCIONES ECONÓMICAS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS.....	34
2.10 TÍTULOS DE DEUDA VERSUS TÍTULOS DE CAPITAL.....	35
2.11 PROPIEDADES DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS.....	36
2.11.1 Dinerabilidad.....	37
2.11.2 Liquidez.....	37
2.11.3 Divisibilidad y denominación.....	38
2.11.4 Reversibilidad.....	39
2.11.5 Rendimiento y retorno.....	40
2.11.6 Plazo de maduración.....	40
2.11.7 Riesgo de valor o predictibilidad.....	41
2.12 TITULARIZACIÓN O SECURITIZACIÓN.....	42
2.13 LOS ACTIVOS.....	44

2.14	TIPOLOGIA DE ACTIVOS TITULARIZABLES	44
2.15	LOS ORIGINADORES /ADMINISTRADORES	46
2.16	LOS VEHICULOS	48
2.17	LOS TITULOS	49
2.18	EL GESTOR	50
2.19	LOS INVERSORES	51
2.20	TEORIA MONETARIA - EL MODELO CLÁSICO	51
2.20.1	Hipótesis del Modelo Clásico	52
2.20.2	Ahorro e Inversión, Mercados de Crédito y Tasas de Interés	52
2.21	TEORIA MONETARIA - ENFOQUE POSCLASICO	53
2.21.1	La Igualdad Ahorro e Inversión	53
2.22	TEORIA MONETARIA - ENFOQUE KEYNESIANO	54
3	CAPITULO 3	57
3.1	EL SISTEMA DE REGULACION FINANCIERA	57
3.1.1	Ministerio de Hacienda	59
3.1.2	Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF)	59
3.1.3	Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros	60
3.2	MARCO NORMATIVO DE LA SPVS EN EL ÁMBITO DEL MERCADO DE VALORES	62
3.2.1	Normas Generales	62
3.2.2	Normas especiales aplicables al Mercado de Valores	62
3.3	BOLSA BOLIVIANA DE VALORES	62
3.3.1	Objetivos de la Bolsa Boliviana de Valores	64
3.4	PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE VALORES EN BOLIVIA	65
3.5	VENTAJAS DE LA BOLSA DE VALORES PARA SUS PARTICIPANTES	66
3.6	INDICES DE COTIZACIÓN	68
3.7	SERVICIOS QUE PROVEE LA BBV	69
3.7.1	Ruedo	69
3.7.2	Mesa de negociación	69
3.7.3	Subasta pública de acciones no inscritas en bolsa	69
3.8	REQUISITOS PARA FORMAR UNA BOLSA	69
3.9	OBLIGACIONES DE LA BOLSA	70
3.10	OPERACIONES DE LA BOLSA	71
3.11	DATOS ESTADÍSTICOS	71
4	CAPITULO 4	79
4.1	INTRODUCCIÓN	79
4.2	MARCO REGULATORIO DE LA TITULARIZACION	80
4.2.1	Ley del Mercado de Valores	80
4.2.2	Decreto Supremo 25514	81
4.2.3	Reglamento de Normas Prudenciales de Titularización	83
4.2.4	Reglamento de Disposiciones Complementarias Específicas sobre Titularización	84
4.2.5	Ley de Reactivación Económica	85
4.3	MANUAL DE CUENTAS DE LAS SOCIEDADES DE TITULARIZACIÓN	85
4.4	NORMAS TRIBUTARIAS	86
4.5	CONCEPTOS BÁSICOS DE LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA	87
4.6	PATRIMONIO AUTONOMO	88
4.7	BIENES O ACTIVOS SUJETOS A TITULARIZACIÓN	90
4.8	MECANISMOS DE COBERTURA	90
4.8.1	Mecanismos internos:	91
4.8.2	Mecanismos externos:	92
4.9	EMISION DE VALORES EN UN PROCESO DE TITULARIZACION	93
4.10	PARTES QUE INTERVIENEN EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN	94
4.11	ORIGINADOR	94
4.12	SOCIEDADES DE TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA	95
4.13	ADMINISTRADORA DE BIENES O ACTIVOS	96
4.14	ENTIDAD CALIFICADORA DE RIESGOS	96
4.15	LOS INVERSIONISTAS	96

4.16	EL COLOCADOR.....	96
4.17	EL ESTRUCTURADOR.....	97
4.18	REPRESENTANTE COMÚN DE TENEDORES DE VALORES.....	97
4.19	PROCESO DE TITULARIZACIÓN COBOCE NAFIBO-001.....	98
4.20	PARTICIPANTES EN EL PROCESO COBOCE NAFIBO-001.....	99
4.21	ESTADOS FINANCIEROS DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO.....	100
5	CAPITULO 5.....	103
5.1	RAZONES PARA TITULIZAR.....	103
5.1.1	Una Alternativa de Financiación.....	103
5.1.2	Desvincular Crecimiento y Riesgo.....	104
5.1.3	La Gestión de Riesgos.....	105
5.2	EFFECTOS DE LA TITULARIZACIÓN SOBRE LOS RESULTADOS DE LAS ENTIDADES.....	106
5.3	COSTES DE LA TITULARIZACIÓN.....	108
5.4	ELEMENTOS DE DIFÍCIL CUANTIFICACIÓN.....	109
5.4.1	Costes directos de ejecución y seguimiento.....	109
5.4.2	Efectos externos positivos no cuantificables inducidos por la operación.....	110
5.5	EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN OBTENIDA MEDIANTE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS.....	110
5.5.1	Los riesgos.....	111
5.5.2	Recursos propios y provisiones.....	112
6	CAPITULO 6.....	115
6.1	INTRODUCCION.....	115
6.2	ESTADOS FINANCIEROS DE COBOCE.....	116
6.2.1	Activo.....	117
6.2.2	Pasivo.....	118
6.2.3	Ingresos.....	118
6.2.4	Patrimonio.....	120
6.2.5	Índices Financieros.....	120
6.2.6	Liquidez.....	121
6.2.7	Endeudamiento.....	122
6.2.8	Rentabilidad.....	122
6.3	SIMULACIÓN ESTADÍSTICA.....	122
6.4	CAMBIOS EN EL ACTIVO CORRIENTE.....	123
6.5	CAMBIOS EN EL ACTIVO NO CORRIENTE.....	124
6.6	PRESENTACION DE RESULTADOS.....	125
6.6.1	COEFICIENTE DE LIQUIDEZ.....	125
6.6.2	Razón Ácida.....	128
6.7	RENTABILIDAD.....	130
6.7.1	Retorno Operativo sobre Activo ROA.....	130
6.7.2	RENTABILIDAD OPERATIVA SOBRE PATRIMONIO (ROP).....	132
7	CAPITULO 7.....	136
7.1	Propuesta integral para procesos de titularización.....	136
7.2	BENEFICIOS DERIVADOS DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN.....	140
7.2.1	Financiamiento tradicional por el pasivo.....	140
7.2.2	Financiamiento por el patrimonio.....	141
7.2.3	Financiamiento por el activo.....	141
7.3	ACTIVOS Y FLUJOS QUE PUEDEN SER TITULARIZADOS.....	142
7.4	CARACTERÍSTICAS QUE DEBEN POSEER LOS ACTIVOS O FLUJOS A TITULARIZAR.....	143
7.5	PASOS A SEGUIR PARA PARTICIPAR COMO ORIGINADORES EN PROCESOS DE TITULARIZACIÓN.....	144
7.5.1	Presentación de información preliminar.....	145
7.6	ACCESO DEL ORIGINADOR AL MODELO DE TITULARIZACIÓN FINAL.....	146
7.7	DOCUMENTOS CONTRACTUALES NECESARIOS.....	146
7.8	DUE DILIGENCE.....	147
7.9	CONSTITUCIÓN DE PATRIMONIO AUTÓNOMO.....	147
7.9.1	Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos.....	147

7.9.2	Plazo de cesión de activos o flujos a titularizar	147
7.9.3	Declaración jurada del Originador.....	148
7.10	ADMINISTRACIÓN DE LOS ACTIVOS O FLUJOS A TITULARIZAR	148
7.10.1	Comisiones a los Administradores.....	148
7.10.2	Transferencia de los Fondos Recaudados	149
7.11	GASTOS E INGRESOS DEL ORIGINADOR QUE DECIDA TITULARIZAR.....	149
8	CAPITULO 8.....	151
8.1	CONCLUSIONES.....	151
8.2	RECOMENDACIONES.....	154

RESUMEN

TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS: UNA OPCION PARA LOGRAR ADECUADOS NIVELES DE LIQUIDEZ Y RENTABILIDAD EN EMPRESAS INDUSTRIALES

La titularización de flujos nuevos es un proceso financiero que permite vender derechos sobre *flujos futuros* en forma de valores en el mercado de valores, percibiendo hoy, lo que se espera percibir mañana. Estos ingresos futuros no se encuentran contabilizados en el Balance de la empresa (Exportaciones, venta servicios, etc.)

Técnicamente, la titularización se puede definir como un proceso por el cual bienes o activos con características comunes que generen flujos de caja, son agrupados para ser cedidos a un patrimonio autónomo, administrado por una sociedad de titularización, que sirve de respaldo a la emisión de valores de oferta pública.

Actualmente, la titularización es una técnica financiera que brinda excelentes oportunidades a los inversionistas y empresarios para conseguir fondos en los términos de monto y plazos requeridos, además de una tasa de interés más atractiva.

El mercado de capitales debiera ser desde el punto de vista del financiamiento, el lugar dónde se conciertan las operaciones de largo plazo (allí se negocian activos de largo plazo). Los instrumentos para financiarse que se le ofrecen a las empresas, presentan mayor dificultad en términos de acceso y costos que los del mercado de dinero, pero como contrapartida ofrecen una menor tasa de financiamiento y mayor plazo.

1 CAPITULO 1

TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS: UNA OPCION PARA LOGRAR ADECUADOS NIVELES DE LIQUIDEZ Y RENTABILIDAD EN EMPRESAS INDUSTRIALES

1.1 INTRODUCCION

La titularización es una novedosa alternativa de financiamiento, que permite a las empresas e instituciones convertir hoy en efectivo el dinero que esperan recibir en el futuro, sin que necesariamente se tenga que contraer una deuda.

Este término "titularización" supone una traducción del vocablo "securitization", tomado del Ingles. Con esta palabra se pretende expresar la tendencia hacia la sustitución de las formas tradicionales de crédito bancario por otras caracterizadas por la incorporación de activos o derechos a valores negociables (securities).

Según sus características se puede distinguir dos tipos de titularización: a) Titularización de Activos, b) Titularización de Flujos Futuros.

a) Titularización de Activos

Es una alternativa de financiamiento a través del ACTIVO, los cuales se encuentran registrados en el Balance de la empresa (Cartera hipotecaria, letras por cobrar, cuentas por cobrar, bienes inmuebles, etc.).

b) Titularización de Flujos Futuros

Es un proceso financiero que permite vender derechos sobre FLUJOS FUTUROS en forma de valores en el mercado de valores, percibiendo hoy, lo que se espera

percibir mañana. Estos ingresos futuros no se encuentran contabilizados en el Balance de la empresa (Exportaciones, venta servicios, etc.)

Técnicamente, la titularización se puede definir como un proceso por el cual bienes o activos con características comunes que generen flujos de caja, son agrupados para ser cedidos a un patrimonio autónomo, administrado por una sociedad de titularización, que sirve de respaldo a la emisión de valores de oferta pública¹.

Actualmente, la titularización es una técnica financiera que brinda excelentes oportunidades a los inversionistas y empresarios para conseguir fondos en los términos de monto y plazos requeridos, además de una tasa de interés más atractiva.

1.2 JUSTIFICACION

1.2.1 Justificación Social y económica

Los resultados del estudio servirán como guía para que empresas con capacidad de generar importantes flujos de caja, implementen cambios profundos y positivos (reingeniería) en el proceso de gestión de sus activos y derechos, incorporando a la titularización como una alternativa veraz de financiación.

1.2.2 Justificación Práctica

La investigación servirá para identificar las principales debilidades en la gestión de activos. A partir de ello, se podrá elaborar y formular una propuesta de solución que incluya la titularización como una alternativa viable para lograr adecuados niveles de liquidez y rentabilidad.

¹ Véase D.S. N° 25514 “Reglamento de la Titularización”

1.2.3 Justificación Teórica

El estudio, ayudará a profundizar en el conocimiento de un tema reciente y de actualidad que constituirá una importante innovación y avance en el campo de las finanzas de las empresas industriales, tomando en cuenta las particularidades propias de este mercado.

1.2.4 Justificación Metodológica

La investigación permitirá diseñar esquemáticamente los pasos necesarios a seguir en un proceso de titularización de activos de las empresas industriales. Esto se materializará en una propuesta diseñada e incluida en un apartado especial de la investigación.

1.2.5 Justificación Académica

La titularización, es un tema todavía poco estudiado en las universidades y poco usado en el ambiente empresarial, aún más, la bibliografía en español existente sobre este tema es muy escasa. Por eso, este estudio será un aporte que puede servir como texto de consulta para los interesados en conocer más acerca de esta novísima técnica financiera.

1.3 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Es indudable el papel vital que cumplen en el desarrollo de las economías del mundo las empresas, sean estas pequeñas, medianas o grandes. Las empresas son motor de crecimiento y fuente de empleo, sin embargo, el crecimiento de dicho sector dentro del escenario económico está limitado por ciertos recursos cuya evolución debe ser coherente con el dinamismo de esta clase de establecimientos.

El acceso a diferentes tipos de recursos juega un rol de vital importancia en la determinación del crecimiento de una empresa. Es posible reconocer tres recursos preponderantes: 1) el financiamiento, 2) trabajo y management (administración) calificado y 3) la tecnología.

Las empresas, son formas específicas de organización económica en actividades industriales y de servicios que combinan capital, trabajo y medios productivos para obtener un bien o servicio que se destina a satisfacer diversas necesidades para un sector y un mercado determinado. Una clasificación cualitativa define a las empresas como organizaciones en las cuáles la producción y el control están en manos de una persona o un grupo de socios que influyen decisivamente en el estilo de gestión, conducción o manejo.

Para el análisis que se realiza, son relevantes las desventajas resultantes de la dimensión de la empresa que se pueden resumir en los problemas de escasez de recursos financieros.

En efecto, la provisión de financiamiento eficiente y efectivo ha sido reconocida como factor clave para asegurar que aquellas firmas con potencial genuino de crecimiento, puedan expandirse y ser más competitivas. En general, existe evidencia de una asociación positiva entre financiamiento y desempeño de la firma. Por lo tanto es posible suponer que la imposibilidad de financiamiento inhibe el crecimiento.

Las dificultades de financiamiento no se refieren simplemente al hecho de que algunas firmas no puedan obtener fondos a través del sistema financiero, sino que las dificultades genuinas ocurren en las situaciones en las cuáles un proyecto que es viable y rentable a la tasa de interés prevaleciente no es llevado a cabo (o es restringido) porque la firma no obtiene fondos del mercado.

Según el origen, los recursos financieros se pueden agrupar en dos grandes categorías: a) Financiación interna y b) Financiación externa. La financiación interna o autofinanciación está integrada por aquellos recursos financieros que la empresa genera por sí misma, sin necesidad de tener que acudir al mercado financiero. Cabe destacar que la reinversión de utilidades (autogeneración) es extremadamente frágil. La financiación externa está formada por aquellos recursos financieros que la empresa obtiene del exterior, ya sea emitiendo acciones (ampliando capital), colocando obligaciones (emisión de deuda), o acudiendo al mercado de crédito formal o informal para obtener préstamos a plazo.

En el mercado financiero cabe distinguir dos submercados: el mercado de dinero y el mercado de capitales.

El mercado de dinero debiera ser aquella parte del mercado financiero en la que se conciertan operaciones de corto plazo (se negocian activos de elevado grado de liquidez). Comprendería principalmente los bancos y los mercados informales.

El mercado de capitales debiera ser desde el punto de vista del financiamiento, el lugar dónde se conciertan las operaciones de largo plazo (allí se negocian activos de largo plazo). Los instrumentos para financiarse que se le ofrecen a las empresas, presentan mayor dificultad en términos de acceso y costos que los del mercado de dinero, pero como contrapartida ofrecen una menor tasa de financiamiento y mayor plazo.

El mercado de capital o valores, es una excelente alternativa para que las empresas industriales logren mayor eficiencia en su proceso de gestión de flujos de ingresos. A partir del cumplimiento adecuado de sus funciones, la Bolsa de Valores permite intermediar fondos desde donde están disponibles hacia donde se necesitan. Su gran contribución es la provisión de liquidez permitiendo la emisión de títulos de largo plazo a costos más bajos, para volver sus

características conforme a los deseos de los inversionistas. Las acciones, títulos de plazo indeterminado, presentan la situación más extrema de transformación de plazos desde el punto de vista del inversionista.

Asimismo, el mercado de valores contribuye al incremento en el monto del ahorro de la economía y principalmente favorece una asignación de recursos más eficiente.

La existencia del mercado, además, abre nuevas oportunidades para que las empresas puedan acceder a financiación en condiciones más favorables. En ese marco la titularización es una excelente alternativa. Por todos estos elementos, cabe realizarse los siguientes cuestionamientos:

¿Cómo incide un proceso de titularización sobre la liquidez y la rentabilidad de las empresas industriales en Bolivia?

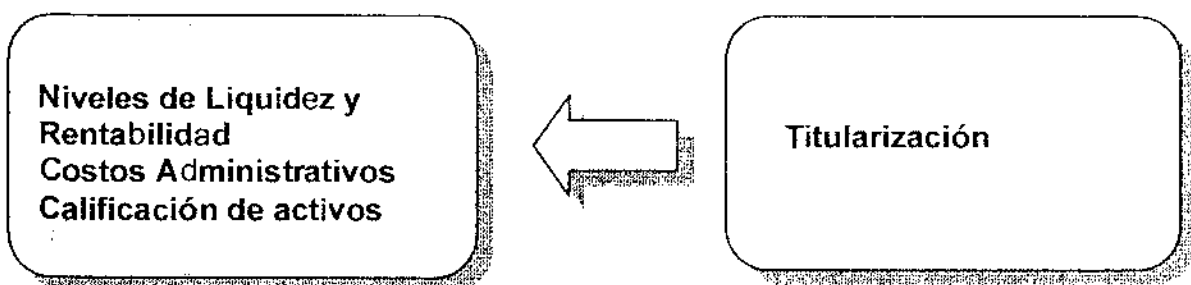
¿Cuáles son las limitaciones para que un proceso de titularización no tenga éxito?

¿Es la titularización, una técnica financiera que puede generalizarse?

1.4 FORMULACIÓN DE LA HIPÓTESIS

La titularización de flujos futuros, es un instrumento financiero novedoso que permite alcanzar mejores niveles de liquidez y rentabilidad a las empresas industriales, no obstante, aún persisten problemas para su generalización debido fundamentalmente a los elevados costos administrativos y a las dificultades asociadas a la calificación de los activos.

RELACION FUNCIONAL ESTABLECIDA A PRIORI



1.5 OBJETIVOS

1.5.1 Objetivo General

Determinar la relación de causa y efecto del proceso de titularización de activos, sobre los niveles de liquidez y rentabilidad de las empresas industriales en Bolivia.

1.5.2 Objetivos Específicos

Adicionalmente la tesis pretende alcanzar los siguientes objetivos específicos:

- Analizar la actividad bursátil y el mercado de valores.
- Analizar los elementos que constituyen parte del proceso de titularización.
- Analizar los datos básicos vinculados a las actividades de la Bolsa Boliviana de Valores y la técnica de titularización.
- Estratificar y analizar los diferentes niveles que intervienen en un proceso de titularización.
- Analizar el marco regulatorio e institucional que norma todo proceso de titularización.
- Analizar la evolución de las operaciones de titularización en Bolivia
- Examinar estrategias para ampliar el uso de este instrumento financiero

1.6 METODOLOGIA

La investigación se concentra en el ámbito institucional. Por las características y peculiaridades del tema de estudio se identifican tres unidades principales de investigación:

- El originador
- Las Sociedades Titularizadoras
- La Bolsa Boliviana de Valores

1.6.1 Método de Investigación

Los métodos básicos a utilizarse en la investigación son el método inductivo y el método deductivo.

La inducción es el método de obtención de conocimientos que conduce de lo particular a lo general, de los hechos a las causas y al descubrimiento de leyes. Al estudiar el tema de la titularización, se pretende identificar los efectos, que tiene esta nueva forma de financiación sobre los ratios financieros y en general sobre la marcha de las empresas que optan por titularizar activos.

La deducción es el razonamiento mental que conduce de lo general a lo particular y permite extender los conocimientos que se tienen sobre una clase determinada de fenómenos a otro cualquiera que pertenezca a esa misma clase. En la investigación, se busca lograr una mejor intelección acerca de los beneficios de la titularización, primero en un marco global para luego enfatizar en las peculiaridades que caracterizan este proceso con relación a su efectivización en el campo de las empresas industriales en Bolivia.

1.6.2 Tipo de Investigación

La investigación, por sus características puede definirse como descriptiva, correlacional y explicativa.

Es descriptiva, en tanto busca a partir de la sistematización de la información recabada, describir y analizar el comportamiento y las características de las variables sujetas a investigación. Desde el punto de vista científico describir es medir. En un estudio descriptivo se selecciona una serie de cuestiones y se mide cada una de ellas independientemente.

Es correlacional, toda vez que su interés es analizar la relación entre dos o más variables. La utilidad y el propósito principal de los estudios correlacionales es saber como se puede comportar un concepto o variable conociendo el comportamiento de otras variables relacionadas. Mediante este procedimiento es factible indagar la validez de la hipótesis planteada.

Es explicativa porque va más allá de la descripción de conceptos o fenómenos, o del establecimiento de relaciones entre conceptos. El estudio esta dirigido a responder a las causas de los eventos económico sociales. Como su nombre lo indica, su interés se centra en explicar por qué ocurre un fenómeno y en qué condiciones se da éste, o por qué dos o más variables están relacionadas.

1.6.3 Técnicas de Recopilación de Información

Las fuentes de información a las que se recurrió se clasifican en fuentes primarias y fuentes secundarias.

Fuentes Primarias (directas). Constituyen el objetivo de la investigación bibliográfica o revisión de la literatura y proporcionan datos de primera mano.

Las fuentes primarias a las que se recurrió, sintéticamente fueron:

Bibliotecas de Economía donde se consulto libros especializados en el tema de Mercados Financieros, Bolsa de Valores, además de artículos de publicaciones periódicas, monografías, tesis, disertaciones, etc.

También se realizó consultas a profesionales vinculados a la Bolsa Boliviana de Valores y otras personalidades con un amplio dominio del tema en cuestión.

Fuentes Secundarias. Comprenden compilaciones, resúmenes y listados de referencias publicadas en un área del conocimiento en particular (son listados de

fuentes primarias). Es decir reprocesan información de primera mano. Estas compilaciones mencionan y comentan brevemente los artículos, libros, tesis, disertaciones y otros documentos relevantes en el campo de interés que se investiga.

La fuente de información secundaria, donde se encontró breves comentarios y resúmenes sobre el tema de la titularización, fue principalmente la Internet. También se revisó revistas del ámbito bursátil y otras publicaciones con información, básica pero útil.

1.6.4 Cobertura Temporal

El periodo de estudio comprende desde 1989 al 2002, debido principalmente a que en este periodo la Bolsa Boliviana de Valores inicia sus operaciones formalmente. Además, es en los últimos años donde se han registrado los principales avances y se han incorporado novedosas tecnologías en el ámbito financiero bursátil.

1.6.5 Limitaciones del Estudio

El estudio abordará específicamente el tema de la titularización, por tanto no será de interés analizar otras técnicas financieras y operaciones realizadas en la Bolsa Boliviana de Valores.

El estudio corresponde a la implementación de la titularización en el campo de las empresas industriales, en consecuencia, no se analizó lo que acontece con la titularización en otras áreas, tales como la bancaria y de intermediación financiera.

2 CAPITULO 2

CONCEPTOS TEORICO CONCEPTUALES DE LA TITULARIZACIÓN Y EL MERCADO DE VALORES

2.1 GENERALIDADES

En los últimos años, los mercados financieros internacionales han experimentado profundos cambios tanto en su magnitud como en su estructura e integración. Entre los factores que han favorecido a estos cambios se encuentra la apertura de los sistemas financieros, la disminución de restricciones a los movimientos de capital y la interconexión de los mercados de valores a nivel mundial producto del mayor desarrollo tecnológico, el cual ha reducido los costos y generado mayor eficiencia en las transacciones financieras. Asimismo, las regulaciones a las que se han visto sometidas las instituciones bancarias han facilitado el surgimiento de otros intermediarios financieros, los cuales han restado importancia a los bancos tradicionales como fuente de recursos para la inversión.

De acuerdo con Modigliani, la mayor competencia originada en los mercados financieros ha llevado al surgimiento de nuevos servicios y a que los ya existentes sean más competitivos, es decir, a la llamada "innovación financiera". En términos generales se menciona que su aparición está motivada principalmente por: i) la necesidad de manejar la volatilidad creciente en las tasas de interés, inflación, tipos de cambio, precio de acciones y bonos, ii) los crecientes avances tecnológicos tanto en computación como en telecomunicaciones, iii) la capacitación profesional de los agentes, iv) la competencia entre los intermediarios, v) la necesidad de evitar las regulaciones y tributaciones inadecuadas y vi) por el proceso de globalización de las relaciones financieras.

2.2 LOS MERCADOS FINANCIEROS

Existen mercados tanto de productos (bienes manufacturados y servicios) como de factores de producción (trabajo y capital). Dentro del mercado de productos, en la parte correspondiente a servicios, se encuentran los financieros.

Un mercado financiero es un mercado en el cual los activos financieros son transados o bien comercializados². Además, son un mecanismo para determinar los precios o retornos de los activos financieros, dan entorno de liquidez para los mismos y reducen los costos de búsqueda de contrapartida y de información.

En estos mercados existe una gran variedad de activos financieros, como por ejemplo, acciones, bonos con diferente madurez y opciones; por esta razón no existe una única tasa de interés o de retorno aunque sí un conjunto de retornos sobre los diferentes activos. También se caracterizan por la existencia de muchas clases de intermediarios financieros (IF)³, entre ellos, bancos, fondos mutuos y compañías de seguro, los que captan ahorros tanto de las familias como de las empresas y los reinvierten en activos financieros.

A continuación se expondrán los diferentes tipos de mercados financieros, sus principales funciones económicas, los diferentes agentes participantes, la eficiencia y los costos de transacción, así como algunos indicadores utilizados.

2.3 TIPOS DE MERCADOS FINANCIEROS

Existen muchas formas de clasificar a los mercados financieros, así se pueden agrupar según⁴:

² Aunque la existencia de un mercado financiero no es condición necesaria para la creación y cambio de un activo financiero, en la mayoría de las economías los activos son creados y subsecuentemente transados sobre algunos tipos de mercados financieros organizados.

³ Este concepto será ampliado en el presente capítulo en la sección de Participantes del mercado.

⁴ Véase, Fabozzi y Modigliani. "Mercados e Instituciones Financieras" Ed. Prentice Hall. (1993).

2.3.1 El plazo de maduración del instrumento:

Existe un mercado financiero para instrumentos de deuda de corto-plazo, llamado mercado de dinero, y uno para activos financieros con un plazo de madurez mayor, llamado mercado de capital.

2.3.2 El derecho emergente del instrumento:

Se refiere al tipo de derecho financiero, tal como un mercado de deuda ó un mercado de capital (equity). En el primero se tiene el derecho de reclamar el capital en tanto que en el segundo los individuos (inversionistas) pueden pretender colaborar con la dirección de la compañía y participar de las utilidades o pérdidas de la misma.

2.3.3 La instancia de la negociación:

Los mercados financieros están clasificados como mercado primario, si los derechos financieros son emitidos por primera vez, en otras palabras, donde se efectúan ventas de valores recién emitidos a los compradores originales. En caso de que los derechos financieros previamente emitidos sean nuevamente negociados, es decir, donde se transan valores que ya han estado en posesión de otros, se clasifica como mercado secundario.

2.3.4 El momento de despacho de los valores:

El mercado en el cual un activo financiero es comercializado por entrega inmediata es llamado mercado "spot" o "caja". Un mercado de futuros es en el que se comercian activos con entrega diferida. El mercado de "futuros"⁵ respecto al

⁵ Estas condiciones se refieren a economías con mercados financieros desarrollados; en caso de los países subdesarrollados el mercado spot es el que actúa como descubridor de precios.

mercado "spot" posee menores costos de transacción, mayor velocidad para perfeccionar las transacciones y liquidez, es el mercado descubridor de precios y éstos se transmiten al "spot" por medio del arbitraje de tasa de interés.

2.3.5 La estructura de la organización:

Toma en cuenta la compulsa a viva voz (subasta), interesados entre sí "Over The Counter" y vinculados por terceros (intermediados). Por su importancia estos conceptos serán desarrollados seguidamente.

a) Subasta: En un mercado de subasta existe alguna forma de facilidad de comercio centralizado donde existe una postura competitiva abierta para activos financieros.

Todas las transacciones de los mismos tienen lugar en este recinto centralizado. Al mismo tiempo, en este recinto de comercio centralizado tanto compradores como vendedores, o sus agentes, llamados "brokers", se pueden reunir para cambiar los derechos de sus clientes. Los "brokers" no pueden comprar o vender por su propia cuenta, pero en pago a sus servicios reciben una comisión.

El subastador en un mercado de este tipo es llamado "market-maker". Este puede o no tomar posición en el activo financiero que está siendo transado, es decir, comprar o vender por su propia cuenta. En este caso, el "market-maker" es referido como un "dealer".

Este mercado tiene organizaciones formales, aprobadas y reguladas por el Estado (se negocian sólo algunas acciones ordinarias). Para poder operar o negociar acciones ó títulos valores, debe ser socio de la Bolsa de Valores respectiva u operar por medio de un representante (Puesto de Bolsa).

b) Over The Counter (extrabursátil): Con los avances en la tecnología computacional, la facilidad física del recinto con actividades de comercio centralizado es innecesaria. En un mercado "Over The Counter" no existe un recinto de comercio centralizado y representa otra forma de organizar las transacciones del mercado secundario. El mercado consiste de "dealers" quienes están tratando de vender o comprar el activo financiero de, o, para alguna contraparte, pueden operar en lugares geográficamente diferentes, se relacionan y conectan por medio de terminales de sistemas de computación en las cuales colocan sus ofertas de compra o sus precios de venta de valores.

c) Mercado Intermediario: En contraste con los mercados de subasta y los mercados "Over The Counter" se encuentra el mercado intermediario. En este mercado, el intermediario financiero (IF)⁶ emite derechos financieros contra sí mismo y con los fondos recibidos compra activos financieros.

2.4 PRINCIPALES FUNCIONES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Adicionalmente a las funciones económicas de los activos financieros⁷, los mercados financieros proveen tres funciones económicas adicionales.

Primero: Descubridor de precios. Las interacciones de los compradores y vendedores en los mercados financieros determinan el precio del activo comercializado. La viabilidad de las empresas para adquirir fondos va a depender del retorno esperado de los diversos inversores, por lo cual los mercados financieros señalan cómo los fondos de la economía podrían ser colocados entre los activos financieros. A esto se le llama el proceso de "descubridor de precios".

⁶ Existen diferencias básicas entre un "dealer" y un intermediario financiero. Un intermediario financiero crea un derecho contra sí mismo, en tanto que un dealer simplemente compra y vende activos financieros, suavizando fluctuaciones de precio de corto plazo. Por contraste, típicamente un intermediario financiero planea mantener el activo financiero para ejecutar su objetivo deseado de activo/deuda de largo plazo.

Segundo: Ofrece liquidez. Los mercados financieros proveen el mecanismo para que un inversionista venda un activo financiero. Debido a ello, se dice que un mercado financiero ofrece liquidez, rasgo atractivo en caso de que un inversionista esté forzado o motivado a vender.

En ausencia de liquidez, el dueño puede forzar a mantener un instrumento de deuda hasta su madurez y un instrumento de capital hasta que la compañía es voluntaria o involuntariamente liquidada. Todos los mercados proveen alguna forma de liquidez, su grado es uno de los factores que caracterizan los diferentes mercados.

Tercero: Reduce el costo de transacción. Existen dos costos asociados con la transacción; el costo de búsqueda y el costo de información. El primero de ellos representa el costo explícito, tal como el gasto de dinero para anunciar el deseo de vender o comprar un activo financiero, y costos implícitos, tales como el valor del tiempo gastado en localizar una contrapartida.⁸

El segundo se reduce en un mercado eficiente puesto que en éste los precios reflejan la información agregada por todos los participantes del mercado. Esta información se refiere a la valuación de la inversión en un activo financiero de acuerdo al monto del flujo de caja esperado y a la posibilidad de recibirlo.

2.5 PARTICIPANTES DEL MERCADO

Existen diferentes agentes los cuales pueden clasificarse según su disponibilidad en: i) las familias (unidad superávit aria), ii) las empresas (unidades indefinidas), iii) el gobierno (unidad deficitaria), iv) la entidades extranjeras (unidades indefinidas), v) las reguladoras estatales y privadas (sin actividad financiera) y, vi)

⁷ Se refieren a la transferencia de fondos, distribución del riesgo, asignación inter temporal de recursos, entre otras, las cuales se analizarán con más detalle en la sección de Funciones económicas de los activos financieros del capítulo III.

⁸ La presencia de alguna forma de mercados financieros organizados reduce los costos de búsqueda.

las instituciones financieras en su papel de intermediarios (brokers, dealers, underwriters). Para efectos del presente trabajo se profundizará a continuación sobre éstos últimos.

2.5.1 Instituciones financieras:

Las entidades de negocios incluyen tanto empresas financieras como no financieras. Así por ejemplo, entre las empresas no financieras encontramos las de productos de manufactura (autos, acero, computadoras) y las que proveen servicios no financieros como (transporte, servicios profesionales, etc.).

Algunas empresas no financieras tienen subsidiarias que proveen servicios financieros. Por ejemplo, varias firmas de manufactura que suministran financiamiento para el auto de la compañía del cliente. Estas instituciones financieras son llamadas compañías de finanzas captativas.

Las instituciones financieras se pueden clasificar en:

Los Brokers que negocian papeles por cuenta y orden de terceros, no tienen posición financiera, son intermediarios financieros que compran y venden a un sólo precio, cobran una comisión, no conocen el riesgo y cumplen una función de asesor puesto que buscan un comprador y un vendedor.

Los Underwriters asesoran en la creación de activos y los sostienen en el mercado con sus propios fondos, son unidades superávit arias y suscriptores primarios, como los Bancos de Inversión que asesoran en general a quién quiere colocar su capital en la Bolsa y lo hacen de suscriptor primario. Así, asisten en la creación de activos financieros a otros participantes del mercado.

Los Merchant Banks asesoran a otros participantes del mercado, proveen aviso de inversión a los otros participantes. En este sentido se diferencian de los underwriters porque no intervienen como suscriptores primarios.

Los Portafolio Managers son los que manejan las inversiones (portafolios) de otros participantes.

Los Dealers (empresas ó particulares) operan por terceros y además toman posición propia, son unidades indefinidas y operadores (empresas o particulares) que toman posición, compran y luego venden. Toman riesgo de cambio en el precio, no cobran comisión pero sí el "spread". Los "dealers" realizan cambios de activos financieros por su propia cuenta. Además, proveen velocidad en la negociación de valores⁹, proporcionan información eficiente sobre los precios vigentes y algunas veces actúa como rematador. El "dealer" como "market-maker" se encuentra atento y deseoso de tomar posición abierta en ese nombre y presenta precios abiertos, así compra al "bid price" y vende al mismo precio más el "spread" (Ask price). Este último está determinado por el costo de producción por el procesamiento de órdenes (involucra equipo, servicios y personas), adicionalmente existen los riesgos de mantener una posición abierta, entre ellos la incertidumbre del precio futuro (riesgo sistemático y asistemático¹⁰), el tiempo hasta liquidar la posición (thickness) y el riesgo de lidiar con alguien más informado (insiders).

Los Intermediarios Financieros son aquellos que transforman los activos financieros adquiridos en el mercado, en otros activos financieros, los cuales se convierten a su vez en sus pasivos. Esta es su principal función.

⁹ Se refiere a la oportunidad para los inversores de negociar inmediatamente en lugar de esperar el arribo de suficientes órdenes en el otro lado del mercado, mientras al mismo tiempo mantienen la estabilidad de precios de corto plazo.

¹⁰ El riesgo sistemático se presenta cuando el mercado de capital está sujeto a variaciones iguales para todos sus componentes, ello significa de que es ineludible, es un riesgo común a todos, en tanto que el riesgo asistemático se refiere a un riesgo específico de un papel en particular.

Cabe mencionar que los Intermediarios Financieros obtienen fondos emitiendo derechos en su contra y que compran activos financieros invirtiendo en esos mismos fondos. Con lo cual se mejora la calidad y liquidez del endeudamiento primario de las empresas al flexibilizar los plazos de madurez, diversificación de la inversión (reduce los riesgos), proporciona economías de escala (reduce los costos de información y contratación), y provee mecanismos de pago primarios (depósitos a la vista).

Por ser estos intermediarios una de las instituciones financieras más importantes, seguidamente se ampliará el concepto incluyendo su clasificación. Asimismo, se expondrán sus principales funciones económicas.

a) Intermediarios financieros

Entre los principales intermediarios financieros se encuentran las instituciones depositarias (bancos, financieras, etc.), intermediarios de inversión (compañías de inversión), e inversionistas institucionales (compañías de seguro, fondos de pensión). Los cuales se describen en los siguientes apartados.

i) Instituciones depositarias

El tipo más tradicional y conocido de instituciones de depósitos son los bancos comerciales. Estos reciben depósitos del público en diversos tipos de cuentas (por ejemplo cuenta corriente y de ahorros) y además obtienen fondos por medio de la venta de certificaciones de depósito a plazo. Los bancos pagan una tasa de interés sobre estos pasivos y tratan de prestar estos fondos a una tasa más alta a diversos deudores¹¹. La diferencia entre la tasa de interés pagada a los depositantes (pasiva) y la tasa sobre los préstamos que pagan los deudores (activa), se le llama "spread", el cual ha sido la fuente tradicional de ingresos de la banca.

¹¹ Véase, Sachs y Larrain. (1994).

Existen tipos similares de instituciones de depósitos, entre ellas, las asociaciones de ahorro y préstamo, los bancos de ahorro mutuos y las cooperativas de crédito. Estas últimas reciben depósitos solamente de los miembros de la cooperativa, que por lo general tienen un empleador común y realizan préstamos, que tienden a ser de corto plazo, restringidos por lo general a sus miembros.

ii) Intermediarios de Inversión

Los intermediarios de inversión, son instituciones financieras cuyo objetivo es atraer recursos de una gran cantidad de pequeños inversionistas y los invierten en grandes portafolios de acciones y bonos. Así, cualquier inversionista con un pequeño monto de activos puede gozar de los beneficios de la diversificación sin necesidad de incurrir en grandes costos de transacción y de información.

Los participantes de estos fondos reciben una cuota proveniente de los dividendos, pagos de intereses y ganancias de capital percibidos por los activos totales del fondo.

iii) Inversionistas Institucionales

Estos se componen principalmente de compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos mutuos.

Las compañías de seguros reciben primas de individuos e instituciones que aseguran sus propiedades o su vida contra riesgos imprevistos. Los fondos de pensiones reciben contribuciones periódicas de empleados y empleadores y proporcionan un ingreso a los trabajadores jubilados. Por su naturaleza se trata de inversionistas de largo plazo que colocan sus fondos tanto en acciones como en bonos. Los planes privados de pensiones son administrados por una institución financiera, usualmente un banco o una compañía de seguros, o por la compañía empleadora.

Con el fin de acomodar las necesidades de los negocios los Inversores Institucionales han desarrollado arreglos, es así como han surgido órdenes especiales, entre ellas, negocios en bloque (block trade), negocios programados (program trade) y mercado superior (upstairs). Las cuales se describen seguidamente:

Los negocios en bloque (block trade): Se caracterizan porque son órdenes que requieren la ejecución de negocios de un gran número de participantes de un stock determinado (ejm., fondo mutualista).¹²

Los negocios programa (program trades): Se refiere a órdenes que requieren la ejecución de negocios en un gran número de diferentes "stocks" (ejm., fondo de pensión). Se trata de la negociación de canasta de títulos en un tiempo perentorio, por lo que son conocidos como "negocios canasta" pues requieren la compra (venta) simultánea de un gran número de nombres.

Con respecto a las comisiones que el Inversionista Institucional debe pagar a los operadores, el objetivo es obtener el menor precio posible, tratando de evitar a toda costa el "Front-Running" del Broker, para lo que se pueden adoptar cualquiera de las siguientes medidas: i) establecer una comisión básica que corresponde a cierta cantidad (centavos por acción), sin embargo, a pesar de ser un método barato puede no conducir a la mejor opción y, ii) establecer una comisión incentivada, donde la idea es que el "broker" lo mejore, si logra hacerlo, cobra lo básico más un "success fee" (honorarios), en caso de no obtenerlo se

¹² En Estados Unidos por ejemplo, se trata de operaciones mayoristas que involucran no menos de 10 mil acciones de un mismo nombre ó 200 mil dólares a valor de mercado. El procedimiento para realizar un block trade es que el inversor institucional emite la orden a su broker, éste contacta a sus colegas. Si no se cubre la totalidad de la operación, por el saldo remanente actúa el "market maker", a partir de entonces toma posición del broker o actúan otros hacedores de mercado. En el año 1961 en Estados Unidos había cerca de nueve "Block Trades" por día lo que representaba cerca del 3% del volumen negociado, en contraste, treinta años después pasaron a convertirse en la mitad de las operaciones del mercado. Véase, Fabozzi y Modigliani (1993).

abren dos opciones, que cobre sólo lo básico, o que comparta la pérdida, para lo cual se establece una comisión básica mayor.

b) El Papel de los Intermediarios Financieros

Los intermediarios financieros juegan el papel básico de transformar activos financieros (sus propios pasivos) en otros más ampliamente preferibles. Esta transformación involucra al menos una de las siguientes cuatro funciones económicas: i) proveer madurez a la intermediación, ii) proveer reducción al riesgo vía diversificación, iii) reducir el costo de contratar y procesar información y, iv) proveer un mecanismo de pago.

A continuación se describirán algunos aspectos concernientes a estas funciones económicas:

i) Proveer madurez a la intermediación

Por lo general, los agentes económicos superávit arios tienen la posibilidad de invertir sus recursos a muy diversos plazos, sin embargo una porción importante de los mismos se coloca a corto plazo. Lo que contrasta con la madurez de los préstamos hechos por los bancos comerciales, los cuales suelen ser mayores a los dos años.

En ausencia de un banco comercial, el prestatario para tener acceso a un préstamo de largo plazo debería encontrar inversores que estén dispuestos a colocar sus recursos según sus necesidades de financiamiento. En este sentido, debe existir coincidencia tanto en los activos negociados como en el monto y el plazo de los mismos.

Por tanto, los bancos comerciales al emitir sus propios derechos financieros en esencia están transformando activos de largo a corto plazo, dando a los

prestarios recursos de acuerdo al plazo solicitado y al inversor/depositador el activo financiero por el horizonte de la inversión deseada.

Esta función de un intermediario financiero es llamada "madurez de la intermediación", la cual tiene al menos dos implicaciones en los mercados financieros.

Primero los inversores poseen más alternativas concernientes a la madurez para su inversión, y los prestarios tienen más opciones en cuanto al plazo de sus obligaciones de deuda. Segundo, debido a que los inversores por lo general están reuentes a depositar fondos a largo plazo, ellos pedirán que los préstamos de largo plazo paguen una tasa de interés más alta en comparación con los de corto plazo.

En contraste, un intermediario financiero estará dispuesto a hacer préstamos de largo plazo y a un menor costo al prestatario de lo que podría estar dispuesto un inversionista. Así, el costo de un préstamo de largo plazo probablemente será reducido.

ii) Proveer reducción al riesgo vía diversificación

La función económica de los intermediarios financieros al transformar activos más riesgosos en otros menos riesgosos es llamada "diversificación". Aunque esa transformación puede ser realizada por los inversionistas en forma individual, no serán capaces de hacerlo al mismo costo-efectivo que puede realizarlo un intermediario financiero. Obtener la diversificación costo efectivo para reducir el riesgo de compra de los activos de un intermediario financiero es un beneficio económico importante para estos mercados.

iii) Reducir el costo de contratar y procesar información

Existen economías de escala en contratar y procesar información acerca de los activos financieros, debido a la cantidad de fondos manejados por los intermediarios financieros. El menor costo aumenta el beneficio de quien compra un derecho y el de los emisores de los activos, quienes se benefician con un menor costo de préstamo.

iv) Proveer un mecanismo de pago

La mayoría de las transacciones realizadas hoy no son hechas con efectivo; dado que algunos intermediarios financieros han innovado en este sentido y están proporcionando otros medios de pago, como por ejemplo cheques, tarjetas de crédito y de débito, así como la transferencia electrónica de fondos.

Al principio, los pagos realizados sin efectivo fueron limitados a cheques contra líneas de cuenta sin interés de los bancos comerciales. No obstante, luego se crearon cheques similares con algunos privilegios provistos por asociaciones de ahorro y préstamo y bancos de ahorro, y por ciertos tipos de compañías de inversión. Luego, los pagos por tarjetas de crédito fueron también al mismo tiempo de dominio exclusivo de bancos comerciales, pero ahora otras instituciones depositarias ofrecen este servicio, asimismo las tarjetas de débito son ofrecidas por varios intermediarios financieros.¹³

2.6 COSTOS DE TRANSACCIÓN Y EFICIENCIA DEL MERCADO

2.6.1 Costos de transacción:

Existen cuatro conceptos principales al analizar los costos de operación¹⁴ en los mercados de capital: comisiones, aranceles, costos de ejecución y costos de oportunidad.

¹³ Este servicio es innovador en países en desarrollo.

¹⁴ Véase, Fabozzi y Modigliani. Op. Cit.(1993).

Las comisiones son los honorarios pagados al "broker" por negociar los títulos; los aranceles incluyen los costos relacionados con el servicio de resguardo y cobranza de títulos (custodia), servicio de "clearing" (transferencia) y los costos administrativos relacionados con el uso del recinto bursátil o del sistema O.T.C.

Los costos de ejecución se tratan de la diferencia entre el precio del papel al ejecutar la orden y el precio en ausencia de operaciones. Se divide en dos conceptos: i) impacto de mercado relacionado con el "spread" compra venta y el cargo del "dealer" por eventual operación contra un mejor informado¹⁵ y, ii) tiempo del mercado se refiere al movimiento de precios adverso por causas exógenas a la operación.

Los costos de oportunidad, aparecen cuando un negocio deseado no puede concretarse, estará representado por la diferencia entre la inversión deseada por el inversionista y la inversión efectivamente realizada, ajustado por aranceles, comisiones y costos de ejecución. Es el costo oculto de operar ya que el verdadero costo depende de conocer cuál hubiera sido el funcionamiento del título si todas las operaciones deseadas se hubieran ejecutado.

2.6.2 Eficiencia del mercado:

Existen dos definiciones en relación con la eficiencia: la que se refiere a la operativa y la de determinación de precios.

La operativa se refiere a que los inversionistas pueden obtener servicios de transacción lo más barato posible, dados los costos asociados en suministrar esos servicios. En cuanto a la segunda, lo que se busca es que los precios

¹⁵ Se llama INSIDER a aquellos agentes que poseen más información que otros por pertenecer a altos niveles de dirección (Gerente, Presidente, etc) de la compañía. Su intervención es considerada como delito puesto que únicamente estos agentes son capaces de batir sistemáticamente al mercado.

reflejen completamente la información disponible que resulte relevante para la valuación de los títulos. Reflejar completamente significa computar los precios en términos de retornos esperados, por lo que si el proceso de formación de precios que toma en cuenta el conjunto de información relevante es aleatorio no deberían hallarse retornos anormales¹⁶ sistemáticos. Ese grado de eficiencia implica que ninguna estrategia supera en forma sistemática a un índice de base amplia. Los retornos de esa estrategia no serán superiores a los del mercado, luego de ajustarlos por riesgo y costo de transacciones.

Por otro lado, de acuerdo con el conjunto de información que se considere relevante se pueden identificar tres tipos de eficiencia, la débil (casi todos los mercados), la semi-fuerte (resultados ambiguos) y la fuerte (actividad de "insiders"). Las estrategias posibles dependerán de la confianza en la eficiencia del mercado, si existe desconfianza se adopta una estrategia activa, si existe confianza en el mercado se adopta una estrategia de indización¹⁷. Seguidamente se mencionan aspectos concernientes con estos tipos de eficiencia.

a) Eficiencia de carácter débil: Los inversores que desconfían que un mercado tenga esta eficiencia piensan que pueden batir al mercado a partir de la observación de la realidad histórica, elaboran gráficos para sus análisis (chartists), y son analistas técnicos (technical analysts).

b) Eficiencia de carácter semi-fuerte: Se puede batir al mercado a partir de conocer e interpretar mejor que el resto los datos públicos sobre el desarrollo futuro de los negocios; son los analistas fundamentales (fundamentalists).

c) Eficiencia de carácter fuerte: Se puede batir al mercado gracias a mejores datos y análisis de información pública y privada (ó secreta). Comprobación

¹⁶ Se llama retorno anormal a la diferencia entre el retorno observado y el esperado. El primero se refiere al corregido aunque sin computar el costo de oportunidad y el de ejecución. El segundo se refiere al definido a partir de una estrategia de inversión.

¹⁷ Esta estrategia significa imitar al mercado mediante la creación de una canasta de activos.

empírica de la ejecución de dos agentes, "money managers" (cuyo trabajo es profesional) y los "insiders" (actividad delictiva).

2.7 INDICADORES DEL MERCADO

Los indicadores del "stock" de mercado han venido desempeñando una variedad de funciones, entre ellas, servir como referencia para evaluar el desempeño de los administradores profesionales de dinero. Es así como los indicadores del mercado se han convertido en parte de la vida diaria. Además, en mercados de capital desarrollados los índices han servido primordialmente como activo subyacente de operaciones de futuros y opciones.

Aunque los diferentes indicadores muestran la misma tendencia (aumentan y caen simultáneamente), existen diferencias importantes en la magnitud de esos movimientos; para entender por qué sucede eso, es necesario conocer su construcción.

Así tres factores diferencian a los indicadores del mercado: el universo de "stocks" representados por el indicador, las ponderaciones relativas asignadas a los mismos, y el método de promedio utilizado.

Un indicador puede llegar a incluir desde unos cuantos hasta la totalidad de los "stocks" que son públicamente negociados en el mercado, de modo que la amplitud en la cobertura puede resultar diferente para cada uno de ellos. Además, los "stocks" incluidos en un indicador de mercado deben ser combinados en ciertas proporciones para construir el índice o promedio.

Adicionalmente, a cada "stock" debe ser asignado algún peso relativo. Una de las siguientes tres aproximaciones es utilizada para asignar ponderaciones relativas a los indicadores del "stock" de mercado:

- ponderado por el valor de mercado de la compañía (capitalización),
- ponderado por el precio del “stock” de la compañía (patrimonio) y,
- ponderando cada compañía de igual forma omitiendo su precio o valor de mercado (iguales ponderaciones).

Los indicadores del mercado pueden clasificarse en:

- Aquellos producidos por cambios en el “stock” calculados sobre la totalidad de los valores negociados en el mercado,
- Aquellos producidos por organizaciones que subjetivamente seleccionaron los “stocks” por incluir en el índice (selección de valores subjetiva), y
- Aquellos donde la selección del stock está basada sobre una medida objetiva (con algún criterio objetivo tal como capitalización del mercado de la compañía).

En la primera clasificación se encuentran los indicadores con todas las especies que contienen todos los papeles cotizados en ese mercado, la recopilación, procesamiento y publicación de la información corre por cuenta del mercado de valores (exchange) correspondiente. Los indicadores americanos de este tipo más utilizados son: New York Stock Exchange Composite Index (NYSE), el American Stock Exchange Market Value Index y, el Composite Index (NASDAQ).

En los indicadores seleccionados subjetivamente, la selección de los “stocks” por incluir en el mismo es realizada por un comité de especialistas. Entre los indicadores americanos de esta clase más utilizados están: i) Down-Jones Industrial Average (DJIA)¹⁸; ii) Standard & Poor’s 500 (S & P)¹⁹ y iii) Value Line Composite Average (VLCA).

¹⁸ Está construido por treinta de las más grandes compañías industriales negociadas en el NYSE.

¹⁹ Representa muestras seleccionadas de “stocks” escogidos de los dos principales cambios de “stock” nacionales y del mercado OTC.

En la última clasificación, el criterio comúnmente utilizado ha sido seleccionar aquellos títulos emitidos por las compañías de mayor capital que operan en el mercado. Las mismas son analizadas por consultores profesionales y fundaciones.

Los indicadores americanos más utilizados son: Wilshire Indexes (5000 ó 4500) producido por Wilshire Associates y Russell Indexes (3000 a 1000) producido por Frank Russell Company.

2.8 INSTRUMENTOS O ACTIVOS FINANCIEROS

Es innegable la estrecha relación que existe entre la producción de bienes y servicios y el desarrollo del mercado financiero. Así, entre más eficiente sea éste último menores serán los costos de intermediación y, por tanto, el precio de los recursos necesarios para la realización de proyectos de inversión en el sector real de la economía. No obstante, esa misma relación plantea a cualquier agente económico la posibilidad de invertir sus recursos ya sea en activos tangibles o intangibles.

Un activo tangible es uno cuyo valor depende de propiedades físicas particulares, ejemplos de ellos pueden ser los edificios, la tierra ó maquinaria; pueden clasificarse, a su vez, en activos reproducibles como las máquinas, o también en activos no reproducibles como la tierra, minas o trabajos de arte, fundamentalmente.

Los activos intangibles o financieros, por el contrario, representan derechos legales sobre algún beneficio futuro. Se definen como "el derecho contractual a recibir pagos en el futuro, si se cumplen las condiciones establecidas en el contrato".²⁰ Los ejemplos más comunes son los bonos del sector público,

²⁰ Véase, Sachs y Larrain. (1994).

depósitos bancarios, acciones y más recientemente los contratos de opciones y futuros.

En general, los activos financieros surgieron y se han desarrollado a consecuencia de la necesidad que tienen las empresas de establecer nuevas modalidades para financiar sus proyectos de inversión.

En la década de los ochenta la tendencia de las empresas era hacia una mayor dependencia del financiamiento por deuda, en contraposición al financiamiento accionario. Posteriormente, las firmas desplazaron su estrategia de financiamiento desde la deuda hacia la emisión de acciones²¹. Lo que en alguna medida, respondió a un cambio en la filosofía empresarial y a la conciencia de los riesgos financieros que pueden enfrentar compañías altamente endeudadas, así como a las dificultades a que se vieron enfrentados a finales de los ochenta (crisis financiera) en la obtención de financiamiento de largo plazo en el mercado financiero.

2.9 FUNCIONES ECONÓMICAS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Por su naturaleza, los activos financieros han cumplido durante muchos años dos funciones básicas:

1) Transferir fondos desde aquellos agentes económicos superavitarios hacia aquellos que requieren dichos recursos para invertir (deficitarios), permitiendo el vínculo entre la esfera monetaria y real de la economía.

2) Realizar esa transferencia de fondos de tal forma que permita redistribuir el riesgo asociado con el flujo de caja generado por los proyectos de inversión, entre quienes buscan y prestan los fondos²².

²¹ Ibid.

²² Por lo general, los derechos mantenidos por el poseedor de riqueza son diferentes de los pasivos emitidos por los demandantes finales de fondo, lo que se debe primordialmente a la actividad de los intermediarios financieros.

A estas funciones se pueden agregar las siguientes:

3) Facilitan la asignación intertemporal de recursos, o transformación de plazos entre los activos y los pasivos financieros, de uno u otro agente económico, superavitarios y deficitarios de efectivo.

4) Permite a las familias y empresas reducir el riesgo en la administración de su cartera, por medio de su diversificación.

2.10 TÍTULOS DE DEUDA VERSUS TÍTULOS DE CAPITAL

Un agente superavitario tiene dos posibilidades de inversión en un mercado financiero. La primera es invertir su dinero en un activo que le otorgue la posibilidad de recibir una cantidad fija de dinero a su vencimiento, como pueden ser un bono o un depósito bancario, y la segunda es recibir una cantidad variable de dinero por invertir en el capital social (acciones) de una empresa o corporación.

En el primer caso, se estaría enfrentando a un activo de renta fija o título de deuda, y en el segundo a un título de capital, también llamado de renta variable o residual. Un título de deuda, es aquél en el cual su emisor se compromete a cancelar a su tenedor una suma determinada de dinero en una fecha previamente establecida, llamada fecha de vencimiento de la obligación. Los depósitos bancarios y los bonos del Estado, son los ejemplos más conocidos. Las empresas privadas también pueden emitir esta clase de títulos, en dicho caso se denominan papel comercial.

Un título de capital (acción ordinaria) obliga al emisor del activo financiero a pagar a su poseedor una cantidad basada sobre las ganancias de la empresa, una vez que hayan sido cancelados los títulos de deuda y los impuestos, por ello se

consideran un valor residual. Dichos títulos, por tratarse de acciones, representan un derecho de propiedad sobre la empresa, lo que otorga a su tenedor una serie de ventajas sobre la administración de la misma que no poseen los tenedores de títulos de deuda, por ejemplo poseen el privilegio de elegir los directores y pueden votar directamente sobre muchas de sus políticas.

Por otra parte, existen algunos títulos que caen dentro de ambas categorías y que suelen llamarse acciones preferentes, las cuales otorgan derecho a un dividendo fijo que es cancelado con posterioridad al pago sobre los títulos de deuda que tenga la empresa, pero antes de que sean distribuidos los dividendos entre los dueños de acciones ordinarias. Aunque, si los ingresos de la empresa en un período determinado no son suficientes, para pagar los dividendos a los accionistas preferentes, la misma no incurre en ninguna obligación²³.

2.11 PROPIEDADES DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Los activos financieros tienen ciertos atributos que agregan o restan atractivos a los diferentes clases de inversores y a sus emisores. En principio, los activos financieros se clasificaban con base en tres atributos, el primero es el riesgo asociado, el segundo el rendimiento ofrecido y el tercero la liquidez del activo. Sin embargo, el desarrollo reciente de los mercados y los activos financieros han obligado a buscar métodos de clasificación más sofisticados. Actualmente, se consideran siete atributos en la clasificación de los activos financieros:²⁴

- 1) Dinerabilidad.
- 2) Liquidez.
- 3) Divisibilidad.
- 4) Reversibilidad.
- 5) Rendimiento y Retorno.
- 6) Plazo de maduración.

²³ Véase, Sachs y Larrain (1993).

7) Riesgo de valor o Predictividad.

El objetivo de este apartado es desarrollar una breve explicación sobre cada uno de esos criterios.

2.11.1 Dinerabilidad:

Los economistas han establecido una clasificación de diferentes tipos de dinero y cuasidineró, según el grado en que los diversos activos financieros cumplen con las principales funciones del dinero²⁵. Sin embargo, el principal criterio para definir el dinero es la facilidad con que un activo puede utilizarse para transacciones. De esta forma las monedas y billetes en circulación, junto con las reservas en efectivo que los bancos mantienen en el banco central, constituyen el "dinero de alto poder expansivo". Así la dinerabilidad está relacionada con el medio de cambio directo (dinero) entre más fácil sea convertir un activo en M1 mayor será su dinerabilidad.²⁶

2.11.2 Liquidez:

Este concepto está estrechamente relacionado con el de dinerabilidad. Puesto que, suele pensarse en activos líquidos en función de su cercanía con M1. Sin embargo, en la actualidad, dado el gran desarrollo de los mercados financieros, no existe una definición de liquidez universalmente aceptada. La manera más sencilla y utilizada para referirse al concepto de liquidez de un activo financiero, es la propuesta por el profesor James Tobin, según la cual se trata del costo que enfrentan los tenedores de activos financieros si desean venderlos ya, respecto de entrar en una búsqueda prolongada para una venta óptima o de mayor precio.

²⁴ Véase, Fabozzi y Modigliani. (1993).

²⁵ Medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor.

²⁶ Véase, Sachs y Larrain.

En este sentido, si disponer de efectivo ahora representa un costo muy alto frente a esa venta óptima y prolongada, se diría que el activo es ilíquido. Así, por ejemplo, mientras los dólares estadounidenses representan un activo líquido en varios mercados latinoamericanos, en el sentido de que prácticamente en cualquier parte pueden ser transformados en moneda local (M1), un activo como el yen resultaría tener un menor grado de liquidez.

Por otra parte, la liquidez de un activo financiero depende no solo del activo en cuestión, sino también de la cantidad que se desea transar. Mientras una pequeña cantidad suele ser bastante líquida, una gran cantidad de ese activo podría presentar problemas de iliquidez. En el caso de activos financieros negociados en mercados organizados, el costo en que se incurre para disponer de un activo más líquido es básicamente el "spread" y las comisiones del "market maker".

Se debe notar que la liquidez de un activo está fuertemente relacionada con el grosor o estrechez de su mercado. Esta última característica tiene el efecto de incrementar los costos de transacción ("spread" y comisiones), aún en el caso de activos financieros que tienen por naturaleza una alta liquidez, esto debido fundamentalmente a la poca competencia entre "market-makers" que se establece en este tipo de mercados.

2.11.3 Divisibilidad y denominación:

La divisibilidad se refiere al mínimo tamaño en el cual un activo financiero puede ser líquido y cambiado por dinero. En otras palabras, el mínimo tamaño en que puede convertirse un activo en M1. Así por ejemplo, un depósito bancario es prácticamente divisible infinitamente. No obstante, existen diferentes grados de divisibilidad en función de su denominación.

En general, la divisibilidad es deseable para los inversionistas, pero no para el emisor del título, ya que se vuelve más complejo el proceso administrativo para este último.

2.11.4 Reversibilidad:

La reversibilidad se refiere al costo de invertir en un activo financiero y luego deshacerse del mismo para convertirlo nuevamente en dinero, por esta razón se suele identificar como el costo de entrada y salida del activo.

Para los activos financieros negociados en mercados organizados, este costo de entrada y salida está representado básicamente por el "spread"²⁷. En términos generales, el "spread" cargado por el "market maker" varía ampliamente de un activo a otro en función directa de su riesgo asociado, el cual depende fundamentalmente de la variabilidad en su precio²⁸ y la frecuencia con la cual es transado en el mercado. A estas propiedades se les denominan "densidad" y "grosor" del mercado, respectivamente.

Una mayor frecuencia en las transacciones del activo, reduce sustancialmente el tiempo que el "market maker" mantiene el título en inventario, con lo cual disminuye la probabilidad de un movimiento adverso en el precio del activo, mientras lo mantuvo.

Un bajo costo de reversibilidad es claramente una propiedad deseable de un activo financiero y, en la medida que es resultado del grosor del mercado, explica la ventaja potencial de los grandes mercados de valores sobre los pequeños²⁹. La reversibilidad es una virtud a los ojos del inversionista.

²⁷ El "spread" se define como la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra del activo ($S - P_v - P_c$). Debe agregarse a éste los costos por comisiones, tiempo de negociación y el costo de despacho o entrega del activo.

²⁸ Este riesgo suele medirse como la desviación estándar presentada por el precio del activo en un periodo determinado.

²⁹ Véase, Fabozzi y Modigliani. (1993).

2.11.5 Rendimiento y retorno:

El rendimiento y el retorno de un activo financiero son diferentes formas de medir el beneficio pecuniario por mantener uno de esos activos en cartera. Así, el rendimiento efectivo de un activo financiero por unidad de tiempo, consiste en todas las distribuciones de efectivo (pagos) que el activo otorga a su tenedor.

En este sentido, puede tratarse de los dividendos sobre acciones, cupones sobre bonos³⁰ y cualquier ingreso derivado de otros títulos de renta fija o variable como por ejemplo los contratos de opciones y futuros.

Por su parte, el retorno es la suma del rendimiento y de cualquier ganancia o pérdida de capital en que pueda haberse incurrido durante el período en que el inversionista mantuvo el activo en cartera.

Generalmente, el retorno neto de impuestos es la medida más utilizada en la cuantificación del beneficio nominal de un activo financiero, en virtud de que nos dice en cuanto se modifica la tenencia de riqueza por comprar y mantener uno de esos activos durante cierto período. Sin embargo, en una economía inflacionaria, siempre es importante distinguir entre el retorno nominal y el retorno real de cualquier activo financiero.

2.11.6 Plazo de maduración:

Se refiere al intervalo que debe transcurrir hasta la fecha en la cual el instrumento o activo financiero está esquematizado para hacer su pago final, o el momento en el cual su poseedor esté en posibilidad de demandar su liquidación.

³⁰ Existe un tipo de bono denominado bono cupón cero, que no otorga cupón a sus compradores. El beneficio se obtiene a través de una recompra con descuento sobre su valor nominal.

La madurez es una característica importante de los activos nominales o fijos tales como los bonos o los depósitos bancarios, los cuales pueden tener un rango desde un día (a la vista) hasta unos cuantos años. En el Reino Unido, por ejemplo, "existe un tipo de bono que promete pagar una cantidad fija por año en forma indefinida y nunca cancela el principal, tal instrumento es llamado "perpetuidad" o "consol", otros instrumentos incluyendo las acciones no tienen plazo de maduración y tienen por tanto la misma naturaleza que un consol.

Activos financieros con plazo de madurez claramente establecido, pueden ser liquidados con anterioridad a su vencimiento por diferentes razones, entre ellas, quiebra del emisor del título, procesos de refinanciamiento acordados entre deudor y acreedor; y acuerdos de rescate anticipado, como en el caso de que el titular de una opción de compra (Call) o de una opción de venta (Put) decida ejercer la misma antes de su vencimiento.³¹

2.11.7 Riesgo de valor o predictibilidad:

El riesgo de un activo financiero puede ser comparable con la incertidumbre o impredecibilidad de su retorno, es en este sentido el principal determinante del valor de un activo. La incertidumbre se asocia frecuentemente con la volatilidad, la manera más utilizada de medirla es por medio de la desviación estándar de los retornos esperados del activo en cuestión. La volatilidad varía de acuerdo a los diferentes activos financieros y depende de: i) los flujos de caja futuros, ii) la tasa de descuento iii) riesgo del emisor, iv) plazo de la operación y v) expectativas de depreciación de la moneda emitida.

Como se mencionó anteriormente, el valor de un activo financiero depende del flujo de caja esperado y la tasa de interés utilizada para descontar dicho flujo³². El

³¹ Véase, Fabozzi y Modigliani. (1993).

³² Un principio económico básico es que el precio de cualquier activo financiero es equivalente al valor presente de su flujo de caja esperado.

flujo de caja puede ser contractual,³³ en cuyo caso la única fuente de incertidumbre proviene de la credibilidad de que el deudor cumpla con su obligación. Además, el origen de la incertidumbre puede estar asociada con la naturaleza de un derecho residual, como es el caso de los flujos de caja generados por títulos de propiedad o acciones sobre una empresa.

2.12 TITULARIZACIÓN O SECURITIZACION

La titularización puede considerarse como la venta en un mercado abierto, de títulos valores que están respaldados por un conjunto de activos determinados o por los flujos de caja que producen esos activos³⁴.

Cascante³⁵ define a la titularización como aquel proceso de transformación de activos financieros, generalmente llamados "básicos", que carecen de un mercado secundario, en títulos valores que se conocen con el nombre de activos "sintéticos" o "derivados" que se caracterizan por tener mayor mercado y liquidez que los activos originales".

Este mecanismo es una creación de la ingeniería financiera y su principal característica es la desintermediación así como la búsqueda de financiamiento directo para las empresas³⁶. Además, por medio del mismo es posible transformar aquellos activos ilíquidos en otros más transables.

³³ En el caso de activos financieros de renta fija.

³⁴ TRUJILLO, José. "La Titularización de Activos" en Curso de Bolsa y Mercados Financieros. Ed. Ariel España 1998. Pág. 1126.

³⁵ CASCANTE, Javier. (1995). "La titularización: un mecanismo para desarrollar el mercado de valores". Ponencia presentada en el seminario sobre titularización organizado por FUNDEPOS y BANHIVI.

³⁶ Por lo general se recurre a la emisión de acciones, bonos y papeles comerciales.

En esencia la titularización de un cartera de activos, entendido el término activo en su sentido más amplio, consiste en su utilización como respaldo en la emisión de otros activos de características más favorables para su negociación en los mercados.

El proceso se articula mediante la situación de los activos fuera del balance de la entidad, en un vehículo especialmente creado al efecto que financia su compra mediante la emisión de títulos y atiende al flujo de obligaciones que dicha emisión conlleva, mediante el flujo de ingresos asociados a los activos adquiridos. La administración del ente utilizado como vehículo instrumental la realiza un tercero distinto del propietario original de los activos. Así, podemos inicialmente definir las cuatro figuras básicas que participan en el proceso de titularización:

- La entidad que vende los activos que se titularizan y que usualmente se responsabiliza de su administración, denominada originadora / administradora ;
- El ente comprador de los activos y emisor de los títulos, que denominamos vehículo;
- Quien realiza la gestión del vehículo y ostenta su representación en caso de carecer este de personalidad jurídica, al que nos referimos como gestor; y finalmente,
- Los compradores de los títulos emitidos por el vehículo, es decir, los inversores.

En cuanto a los instrumentos financieros, nos referimos a los activos de respaldo, también denominados colateral, y a los títulos, en ambos casos entendidos en sentido muy amplio.

En los procesos de titularización intervienen otras figuras e instrumentos financieros además de este conjunto que configura el esquema básico, pero antes

de incorporarlos a la exposición es necesario precisar algo más las características de los ya citados.

2.13 LOS ACTIVOS

En principio , cualquier activo, independientemente de su capacidad para generar un rendimiento liquido, es < transformable > en titulo; sin embargo, se reserva el término titularización para ser aplicado a operaciones en las que los activos constituyen, llevan asociado o dan derecho a un flujo de ingresos futuros. En otras palabras no se quiere aplicar el término titularización a operaciones que strictu sensu lo son , como es el caso de, por ejemplo, la <transformación > de un inmueble (el activo) en participaciones (los títulos) a través de la constitución de una sociedad (el vehículo) cuya finalidad es la tenencia del inmueble. Así, en las operaciones para las cuales se reserva el término titularización siempre existirá un flujo de ingresos esperados generados por el activo titularizado, para ser transformados por el vehículo creado al efecto en el flujo de pagos a los inversores que financian la operación³⁷.

2.14 TIPOLOGIA DE ACTIVOS TITULARIZABLES

- Préstamos: personales o con garantía real, que dan lugar a un flujo de ingresos en concepto de interés y recuperación de principal.
- Contratos de arrendamiento financiero: que dan derecho a la percepción de un flujo de cuotas.
- Contrato de alquiler de inmuebles; que generan un flujo de recibos.
- Contrato de servicios: que generan flujos de recibos de importe indeterminado a priori , como es el caso de los contratos de suministro de energía eléctrica, gas, teléfono, etc.
- Derechos de cobro: particulares o entre empresas , derivados de operaciones con pago aplazado.

³⁷ TRUJILLO, Jose. Op. Cit. Pág. 1226

- Derechos de explotación: que dan lugar al ingreso en forma de cuotas, peajes, royalties, franquicias, etc.
- Tasas y otras exacciones parafiscales: impuestos por entes públicos o parapúblicos.
- Derechos de naturaleza diversa: sobre el cobro futuro de importes .

Naturalmente se deriva del contenido de la larga lista de activos potencialmente utilizables que la titularización de cada tipo de activo no debe tener el mismo grado de dificultad. Por lo que se refiere a los condicionantes que introduce el tipo de activo y al margen de cuestiones de naturaleza jurídica que en algunos casos puede impedir la titularización, la dificultad de la titularización de una cartera , entendida como mayor coste de la financiación obtenida, está determinada fundamentalmente por los factores de riesgo, las garantías asociadas, los elementos de naturaleza financiera que caracterizan el activo y sus flujos de pagos y, finalmente, por cuestiones fiscales que pueden afectar de manera diversa.

Estos factores pueden resumirse en³⁸:

- a) **La predictibilidad de los flujos.** El origen de la incertidumbre y su importancia dependen de la naturaleza del activo. Por ejemplo, en el caso de los préstamos estará causada por la posibilidad de su amortización anticipada, mientras que en el de la titularización de los recibos de un cartera de clientes de una compañía de electricidad lo estará por el nivel de consumo de energía, o en el caso de una operación de tarjetas de crédito por la combinación del nivel de los saldos y el porcentaje de cancelación y aplazamiento. Otras fuentes de incertidumbre pueden derivarse de características financieras del activo, como es el caso de préstamos sujetos a tipos de interés variable o denominados en monedas distintas a la del mercado de títulos al que se pretende acudir.

³⁸ Esta enumeración, proviene de TRUJILLO, José. Op. Cit. 1128

- b) **La experiencia de retraso en los pagos y fallidos.** En definitiva, riesgo de liquidez y de crédito de los activos.
- c) **El grado de dispersión de riesgo.** Tanto el tamaño medio de los activos de una cartera titularizable, como su dispersión sobre parámetros geográficos, sectoriales y sociales, influyen sobre la dificultad / coste de las operaciones.
- d) **Las garantías asociadas.** En algunos casos, los activos pueden llevar garantías asociadas al derecho sobre el flujo de ingresos que representen, que reducen el riesgo de crédito e incentivan la reducción del impago. Ejemplos inmediatos de dichas garantías son los bienes inmuebles o muebles en los préstamos hipotecarios o de arrendamiento financiero, respectivamente . y de una manera distinta, quizás jurídicamente más débil, pero no menos efectiva, la garantía puede consistir en la posibilidad de interrupción del servicio en el caso de la titularización de recibos derivados de consumo de energía, teléfono, etc.
- e) **La vida media /duración del flujo de pagos.** Las carteras de activos que presentan flujos de pagos con vida media /duración excesivamente corta presentan una mayor dificultad de titularización, tanto por el impacto de los costes fijos de las operaciones, como por la existencia de plazos mínimos necesarios para su organización.
- f) **Factores legales.** Que afectan a los activos y al proceso de su cesión a terceros.

2.15 LOS ORIGINADORES /ADMINISTRADORES.

La tipología de activos expuesta pone de manifiesto que la variedad de activos que pueden ser objeto de titularización es amplísima, algo que la experiencia del mercado americano ya ha demostrado y que encuentra nuevos ejemplos cada día, corroborando la fragilidad de cualquier límite que se intente poner al mercado.

En correspondencia con la variedad de activos está la de instituciones que, al menos en principio y al margen de problemas legales, pueden optar al uso de la titularización como fuente de financiación. En primer lugar, es obvio que no se trata de una alternativa reservada a entidades financieras en el sentido legal del término, aunque sean éstas las que utilizan en mayor medida esta técnica de financiación, sino que es extensible a cualquier entidad que disponga de derechos de la naturaleza descrita.

La administración de los activos titularizados, normalmente, continua siendo realizada por la entidad originadora. El mantenimiento de esta función por la entidad que origina y cede los activos para su titularización tiene lógica, dado que, como se hará mención más adelante, el objetivo perseguido al titularizar no es la venta de los activos sino su utilización como mecanismo de financiación sin romper la relación de clientela con el titular del activo.

Según la legislación de algunos países³⁹, sobre titularización hipotecaria, es obligatorio e indelegable que el originador de los activos (emisor de las participaciones hipotecarias) actúe como administrador, lo cual supone un problema, dado el vacío legal sobre la posibilidad de sustitución de la entidad administradora en situaciones de incapacidad o insolvencia.

La función del administrador de los activos es extremadamente importante, pues su calidad condiciona el riesgo intrínseco de la propia cartera de activos. La experiencia y eficiencia demostrable en la administración de los préstamos y en la gestión de los retrasos en el pago y de los fallidos, constituye un elemento fundamental a la hora de la calificación del riesgo de las emisiones realizadas por los vehículos de titularización.⁴⁰

³⁹ Esta figura prevalece sobre todo en países de Europa

⁴⁰ El punto de vista de las agencias de calificación en relación al papel de la entidad administradora puede consultarse en Moody's Investors Service (1995b)

2.16 LOS VEHÍCULOS

El vehículo utilizado para la titularización, en otras palabras, el ente jurídico que permite la <transformación> de los activos originales en títulos, puede adoptar distintas formas, según el marco legal en que se opere. Así, siendo en general la figura más idónea la del trust anglosajón, su inexistencia en otros ordenamientos jurídicos obliga a la utilización de otras alternativas. Por ejemplo, sociedades mercantiles creadas al efecto, sociedades de inversión, comunidades de bienes y, una figura jurídica específicamente regulada para este cometido denominada, respectivamente, <fond commun de créances>y <fondo de titularización> .

Al margen de las peculiaridades de cada una de las figuras utilizables como vehículo y de su mayor o menor eficiencia según el ordenamiento jurídico al que esté sometida la operación, en su sentido más puro, la titularización requiere que el vehículo constituya un patrimonio separado no consolidable con el del originador de los activos. Por otro lado, en aras de la eficiencia económica, el vehículo debe haber sido aislado de los riesgos del originador, en particular, de la eventual quiebra de éste. Por otro lado, debe ser lo más neutral posible desde el punto de vista fiscal y jurídicamente apto para captar recursos en los mercados apropiados.

La posibilidad de establecer una relación entre el originador y el vehículo, por vínculos societarios, financieros o contractuales, es de la máxima importancia, pues condiciona el riesgo de los títulos emitidos, al tiempo que determina los efectos contable/fiscales de la venta de activos para el emisor. La situación óptima es aquella en la cual no existe vinculo alguno, lo que permite una baja efectiva de los activos en el balance del originador y una ausencia total de contaminación de riesgo a los títulos. Sin embargo, es relativamente frecuente la existencia de vehículos parcialmente respaldados por el originador y, fuera del marco regulado: operaciones en las que el vehículo es propiedad del originador.

2.17 LOS TITULOS

En general, la financiación de los vehículos de titularización puede dividirse en dos clases. La básica, mediante la cual se capta lo fundamental del importe a financiar, en muchas ocasiones dividida en instrumentos y/o tramos de características distintas, y los instrumentos utilizados para la mejora de la calidad del riesgo de crédito de la financiación básica.

La financiación básica puede instrumentarse de manera muy distinta, en función de las posibilidades financieras que se derivan del activo de respaldo y, en muchos casos, es una decisión condicionada por la naturaleza jurídica del vehículo utilizado. Así, en principio, es posible la financiación mediante papel comercial, bonos, obligaciones, préstamos, cuotas participativas, etc. Por otro lado, dado que en la mayoría de los casos, el objetivo perseguido por el originador es acceder a mercados públicos inaccesibles con el riesgo propio a costes razonables, los instrumentos financieros utilizados han de tener las características adecuadas para ser aceptados en dichos mercados: liquidez, cotización en mercado organizado y calificación. Por tanto, al margen de operaciones destinadas a la colocación privada, los instrumentos de financiación serán los típicos negociados en los mercados de capitales aunque en general con ciertas peculiaridades que nos permiten hablar de un mercado de títulos respaldados por activos (asset backed securities) distinto del resto de instrumentos de deuda privada y pública. Dichas peculiaridades, fundamentales relacionadas con el ritmo e incertidumbre de los flujos de los pagos en concepto de interés y amortización, establecen la diferencia con los instrumentos estándar de deuda.

Por lo que se refiere a los instrumentos utilizados para la mejora de crédito de la financiación básica, sólo en algunas ocasiones se trata de títulos negociables en el mercado, en tal caso adoptando la forma de instrumentos de riesgo

relativamente elevado dirigidos a inversores especializados. El resto de alternativas es muy variada.

2.18 EL GESTOR

En el ámbito internacional de la titularización encontramos distintas concepciones de la función y la relación jurídico-financiera del gestor del vehículo con el resto de participantes en la operación. La función del gestor es administrar el vehículo, sin tomar ni introducir riesgo alguno en la operación, asignando los ingresos procedentes de los activos a las distintas obligaciones contraídas por el vehículo con inversores y agentes proveedores de garantías y servicios necesarios: agentes de pago de los instrumentos de financiación, depositario de los activos, proveedores de garantías de liquidez, de permutas financieras, de seguros varios, auditores, etc. Por otro lado, el gestor asume las obligaciones de información a los mercados y en su caso a los entes públicos supervisores.

En el caso más típico, en el cual el vehículo es un ente patrimonial no dotado de capacidad de gestión propia, el gestor es un administrador independiente especializado. Dentro de este modelo caben la mayoría de las operaciones en las que el vehículo se configura como un trust siendo el gestor el trustee, y también caben las sociedades gestoras reguladas en las legislaciones francesa y española. El grado de independencia del gestor respecto del originador es variado: desde la absoluta independencia hasta la propiedad total. Esta dependencia, que no pasa desapercibida para las agencias de calificación, puede introducir potenciales conflictos de interés entre el originador-gestor y el gestor-representante de los intereses de los inversores en el vehículo. Sin embargo, este posible conflicto no es óbice para que en el mercado se encuentren operaciones en las que el vehículo de titularización es propiedad del originador y es éste el que realiza las funciones de gestor.

2.19 LOS INVERSORES

Poco puede decirse de los inversores sin entrar de manera más precisa en⁴¹ los distintos tipos de operaciones de titularización. Sin embargo, sí se puede decir, con casi total generalidad, que los instrumentos financieros resultantes de la titularización van dirigidos a los mercados mayoristas institucionales. Es más, dentro de estos mercados, el de títulos respaldados por activos requiere cierta especialización por parte de los inversores, como consecuencia de sus peculiaridades, que se traducen en una mayor dificultad para su seguimiento y valoración. En todo caso, a medida que el mercado adquiere una dimensión sólo equiparable a la de los instrumentos de deuda pública, como es el caso del mercado estadounidense, difícilmente pueden quedar fuera inversores institucionales. En otras palabras a medida en que el mercado madura, tanto en volumen como en variedad, los títulos respaldados por activos pasan a ser instrumentos de inversión de casi todas las carteras institucionales.

2.20 TEORIA MONETARIA - EL MODELO CLÁSICO

El modelo clásico fue el primer intento sistemático y riguroso de explicar los determinantes de las variables económicas o agregados más importantes. El principal postulado del modelo clásico era que, existen mecanismos que conducen a la economía hacia el pleno empleo: el capitalismo es un sistema económico autorregulado.

Generalmente, la conclusión fundamental del modelo clásico se resume en lo que se conoce como Ley de Say: "la oferta crea su propia demanda". La Ley de Say, afirma que el proceso mismo de producir determinados bienes (oferta) constituye una prueba de que se desea obtener otros bienes (demanda), esto implica que no es posible una producción excesiva general (o sobreproducción). De aquí se deduce que el pleno empleo es la norma en las economías capitalistas.

⁴¹ Véase en este sentido Moody's Investors Service (1995)

2.20.1 Hipótesis del Modelo Clásico

Las principales hipótesis del modelo clásico son las siguientes:

- Los agentes económicos están motivados por sus propios intereses. Una deducción de esta hipótesis consiste en que las empresas buscan maximizar sus ganancias totales y las familias desean maximizar su bienestar económico general.
- Existe competencia perfecta. Ningún comprador o vendedor de un producto o insumo puede fijar el precio mediante sus propias acciones. En consecuencia cada persona que participa en la transacción es un aceptador de precios.
- Los agentes económicos no sufren ilusiones monetarias. Los compradores y vendedores reaccionan ante cambios en los precios relativos (no absolutos) y ante cambios en los salarios y en las tasas de interés reales (ajustados al nivel de precios) y no ante cambios en los valores nominales.

2.20.2 Ahorro e Inversión, Mercados de Crédito y Tasas de Interés

En una economía monetaria, los mercados de crédito surgen debido a que: 1) las distintas familias tienen preferencias diferentes por el consumo presente versus el consumo futuro y 2) las empresas pueden hacer inversiones en planta, equipo y/o inventarios que sean lo suficientemente rentables para permitirles pagar interés a los prestamistas.

El origen del fenómeno de la tasa de interés se encuentra en la disyuntiva existente entre el poder adquisitivo presente y el futuro. La tasa de interés es el precio que se debe pagar por el crédito y, al igual que otros precios, cumple una función asignadora (o de racionamiento). La tasa de interés le ayuda a la sociedad a decidir como asignar la producción de bienes y servicios a través del tiempo.

2.21 TEORIA MONETARIA - ENFOQUE POSCLASICO

En este cuadro teórico, el ahorro y la formación de capital ya no se ven como dos facetas de un mismo acto económico (como en los clásicos que a menudo, utilizaban una sola palabra para designar el ahorro y la formación de capital “acumulación”), sino como dos hechos económicos distintos efectuados por categorías de personas no necesariamente idénticas, que se encuentran en un mercado particular.

2.21.1 La Igualdad Ahorro e Inversión

La consideración del ahorro y la inversión como actos económicos distintos planteaba el problema de sus relaciones cuantitativas. De acuerdo con los clásicos el ahorro y la inversión se consideran generalmente como funciones de una única variable, el tipo de interés, y se cree que estas dos funciones adoptan el mismo valor en correspondencia a un tipo positivo de interés; siempre que no existan obstáculos a la variación del tipo de interés el ahorro y la inversión son iguales en cualquier circunstancia.

El interés es el pago por abstenerse de consumir, una recompensa por la espera, o un pago por el uso de los fondos y otros conceptos semejantes. En consecuencia, una tasa de interés mas alta incrementaría el monto del ahorro. Sin embargo, la demanda de fondos esta determinada por el rendimiento esperado de la inversión. La interrelación entre ahorro e inversión permiten, en ultima instancia, determinar el nivel de la tasa de interés.⁴²

En su forma más extrema, esta teoría considera infinita la elasticidad de la inversión con respecto al tipo de interés; en otros términos: en este caso las posibilidades de inversión se consideran prácticamente ilimitadas en correspondencia a cualquier tipo de interés. Entonces, dado un cierto nivel del tipo

⁴² Vease, U Tun Wai, Intermediarios Financieros y Ahorro Nacional en los Países en Desarrollo, pag. 76

de interés, el ahorro que se efectúa a dicho nivel es el único factor limitativo de la cuantía de la inversión.⁴³

En su forma menos extrema esta teoría considera finita la elasticidad de la inversión. Entonces el tipo de interés está unívocamente determinado por la intersección de las dos curvas.

Se admitía además, que la función de inversión era cada vez más elástica a medida que el tipo de interés disminuía, por lo que, cualquiera que fuese el nivel de renta, existía siempre un tipo positivo de interés que aseguraba la igualdad entre el ahorro y la inversión.

2.22 TEORIA MONETARIA - ENFOQUE KEYNESIANO

La teoría que afirmaba la existencia de un mecanismo automático que garantiza la igualdad entre ahorro e inversión a cualquier nivel del ahorro, aunque generalmente aceptada, no dejó de levantar críticas, especialmente por los teóricos del subconsumo⁴⁴. Pero es necesario llegar a Keynes para encontrar una crítica suficientemente orgánica.

Keynes, vuelve a plantearse nuevamente el problema de la validez de la ley de Say en una economía que ahorre una parte de la renta (y en la que naturalmente, la decisión de ahorrar sea totalmente independiente de la decisión de invertir). En general, para que la ley de Say sea válida, y por tanto para que exista equilibrio – dado que la verificación de la ley de Say equivale a una situación en que todos los costos en que se incurre para la producción de la renta están cubiertos por los ingresos – es necesario que la demanda global sea igual a la suma de las demandas para consumo y para inversión.

⁴³ Véase Kurihara, Kenneth. Teoría Monetaria y Política Pública, pag 130

⁴⁴ Véase Hobson J. A. Evolución del Capitalismo Moderno. Pag 291 y sigs.

La demanda de consumo, es por naturaleza igual a la parte de la renta percibida que se decide gastar en consumo y depende, por tanto, esencialmente del nivel de la renta producida. La demanda para inversión, presenta en cambio esta importante diferencia respecto de la anterior: no tiene ninguna conexión necesaria con el nivel de la renta, ya que depende esencialmente de las expectativas de beneficio.

Es claro entonces, que si la totalidad de la renta se dedicase a consumo, toda ella se transformaría inmediatamente en demanda; pero si una parte de la renta se ahorra, tal transformación no está garantizada, en modo alguno, completamente. No se puede, pues, afirmar que dado un nivel cualquiera de renta tenga que surgir necesariamente de él una cantidad equivalente de demanda. Quien afirmase esto, observa Keynes, confundiría la proposición indudablemente cierta de que la renta percibida en conjunto por todos los elementos de la colectividad ocupados en una actividad productiva, tiene necesariamente un valor igual al de la producción con la proposición, que no es en absoluto consecuencia de la primera y que, en general no es válida, según la cual el costo de la producción ha de ser necesariamente cubierto por los ingresos de las ventas.

Por tanto, si la demanda global no es necesariamente igual a la renta, el problema de los elementos que la determinan, y en particular la demanda de bienes de inversión, se impone como un problema cuya solución es decisiva para la comprensión del funcionamiento real de los sistemas económicos efectivos.

La conclusión de Keynes es que solo una cierta renta es compatible con la igualdad ahorro – inversión y que, por lo tanto solo puede considerarse como de equilibrio a una cierta renta. La esencia de su razonamiento puede exponerse como sigue:

La teoría tradicional del tipo de interés, según la cual éste está determinado por la intersección de las curvas de ahorro y la inversión es indeterminada. En realidad no existe una curva única del ahorro, sino tantas curvas cuantos sean los posibles niveles de renta; Sería preciso por ello, para determinar el tipo de interés, que se conociese antes la renta; pero es imposible conocer esta independientemente del tipo de interés, porque es de este último de quien depende el volumen de inversión, y es del volumen de inversión de quien depende la renta.⁴⁵ (En lo que se refiere a la dependencia de la inversión del tipo de interés, Keynes enlazándose a Wickseil, afirma que la inversión se lleva hasta el punto en que la eficacia marginal del capital, a cada tipo de interés corresponde una magnitud de la inversión).

La diferencia esencial entre el análisis Keynesiano y el tradicional, está en que Keynes sostiene que la igualdad ahorro inversión se obtiene no sólo mediante movimientos del tipo de interés, sino también de la renta y que en particular, dicha igualdad solo se alcanza a un cierto nivel de renta. En lo que hace a la diferencia de enfoque respecto a la escuela clásica, Keynes escribió lo siguiente:

“ Todos estos puntos de acuerdo pueden resumirse en una proposición que la escuela clásica aceptaría y yo no discutiría, a saber, que si se supone conocido de antemano el nivel de ingresos podemos inferir que la tasa corriente de interés debe estar en el punto donde la demanda de capital correspondiente a las diferentes tasas, corte la curva de las cantidades ahorradas de ese ingreso, a diferentes tipos de interés. Pero es aquí donde se desliza el error definitivo en la teoría clásica. Si la escuela clásica se limitara a deducir de la proposición anterior que, dada la curva de la demanda de capital y la influencia de los cambios en la tasa de interés sobre la propensión a ahorrar partiendo de ingresos dados, el nivel de ingresos y la tasa deben tener una correlación única, no habría nada sobre que discutir. Mas aun, esta proposición conduciría naturalmente, a otra que contiene una verdad importante, a saber, que si se conoce la tasa de interés, lo mismo que

⁴⁵ Vease: Keynes, John Maynard. Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, pag 180.

la curva de demanda de capital y la influencia de la tasa de interés sobre la propensión a ahorrar partiendo de niveles dados de ingresos, el nivel de estos debe ser el factor que iguala el monto de lo ahorrado con el de lo invertido.”⁴⁶

De esta forma se niega la ley de Say en una economía en que exista ahorro: no toda renta genera una demanda global de igual magnitud, sino solo aquella renta concreta para la que se igualan la renta y la inversión.

Según Keynes, un incremento de la tasa de interés, (suponiendo que no variara la tabla de la demanda de inversión) daría lugar a que la cantidad total efectivamente ahorrada descendiera, incluso si el alza del interés causa que la sociedad ahorre más con un ingreso dado. Esto ocurre porque el ingreso descendería en mayor proporción que la inversión.

3 CAPITULO 3

MARCO INSTITUCIONAL Y REGULATORIO DEL MERCADO DE VALORES BOLIVIANO

3.1 EL SISTEMA DE REGULACION FINANCIERA

El Sistema de Regulación Financiera (SIREFI) fue creado en 1998, mediante Ley de pensiones, disponiéndose entonces que el mismo este bajo la tuición del Ministerio de Hacienda

El año 2002, con la aprobación de la Ley 2427, Ley del Bonosol, se reestructura el Sistema de Regulación Financiera (SIREFI), como órgano autárquico y persona jurídica de derecho público, a cargo del Superintendente General del SIREFI. Éste tiene el objeto de regular, controlar y supervisar las actividades, personas y entidades relacionadas con el seguro social obligatorio de largo plazo, bancos y

⁴⁶ Keynes, John Maynard. Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. Pág 178-179

entidades financieras, entidades aseguradoras y reaseguradoras, mercado de valores y empresas, en el ámbito de su competencia.

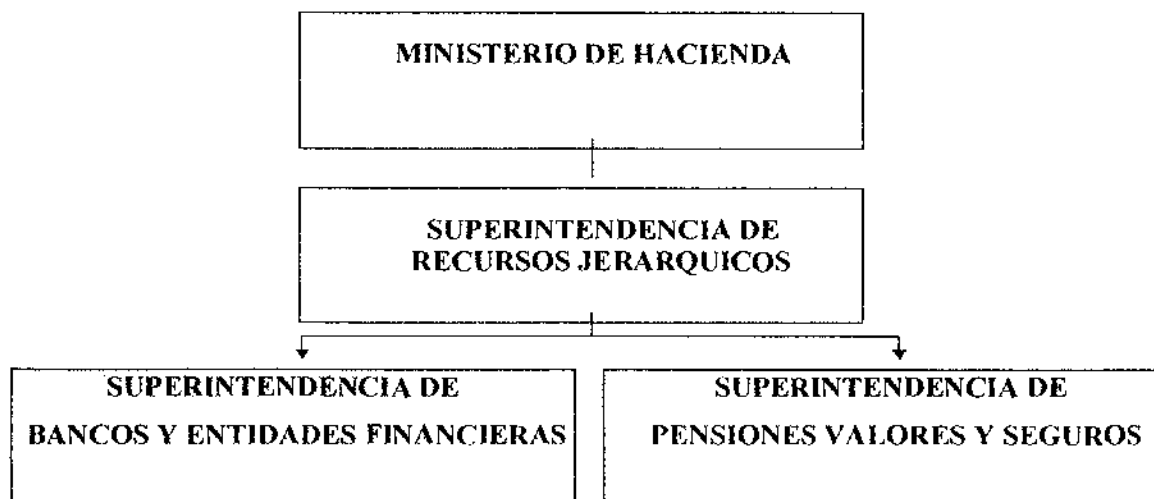
El SIREFI se halla regido por la Superintendencia General e integrado por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros y la Superintendencia de Empresas. Por otra parte, mediante la Ley de Propiedad y Crédito Popular (PCP) se creó la Superintendencia de Recursos Jerárquicos (SRJ), que sustituye a la Superintendencia General del SIREFI, normada en la Ley de Pensiones.

Asimismo, se creó el Consejo Nacional de Política Financiera, integrado por el Ministerio de Desarrollo Sostenible y Planificación, el Ministerio de Hacienda, el Ministro competente del área financiera y el Presidente del Banco Central de Bolivia. El Superintendente General del SIREFI asiste a todas las reuniones del Consejo Nacional de Política Financiera con voz, pero sin voto. El Consejo es responsable de coordinar las políticas bancarias, financieras de valores, pensiones, seguros y empresas, con capacidad de dictaminar y proponer al Poder Ejecutivo normas de carácter general en esas mismas materias, para su aprobación mediante decreto supremo.

Se crea también el Comité de Priorización de Inversiones como instancia encargada de coordinar y facilitar la inversión de los recursos provenientes del mercado de capitales, en los sectores productivos y de servicios. Finalmente, se elimina el CONFIP y la Superintendencia de Recursos Jerárquicos, debiendo todos sus activos, pasivos, archivos y documentos ser transferidos a la Superintendencia General del SIREFI.

El sistema de Regulación Financiera (SIREFI), está conformado por los siguientes entes:

ESTRUCTURA SIREFI



Fuente: Bolsa Boliviana de Valores

3.1.1 Ministerio de Hacienda

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.

3.1.2 Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF)

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.

3.1.3 Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros

En 1998, la Ley de Propiedad y Crédito Popular No. 1864, creó la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS), fusionando la Superintendencia de Pensiones, la Superintendencia de Valores y la Superintendencia de Seguros, como órgano autárquico y persona jurídica de derecho público con autonomía de gestión técnica administrativa y jurisdicción nacional, bajo la tuición del Ministerio de hacienda

La Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS), operativamente cuenta con sus respectivas intendencias sectoriales. El brazo ejecutor de las políticas reguladoras de la SPVS en el sector de valores es la Intendencia de Valores.

La SPVS esta dirigida y representada por un Superintendente quien designa un Intendente de Pensiones, un Intendente de Valores y un Intendente de Seguros.

El Superintendente de Pensiones, Valores y Seguros asigna funciones de carácter técnico y legal a los intendentes de Pensión, Valores y Seguros respectivamente, quienes las ejercen con autonomía en el ámbito de su competencia.

La misión de la SPVS es velar por los intereses de todos los participantes del mercado de valores, procurando que el mismo se desenvuelva en un ambiente sano, seguro, transparente y competitivo.

La visión de la SPVS es desarrollarse junto al crecimiento del mercado de valores, siendo permanentemente una institución moderna eficaz y eficiente.

Basándose en las atribuciones de Ley, se puede resaltar las facultades más relevantes de las que goza la SPVS en relación al mercado de valores:

- Cumplir y hacer cumplir la Ley del Mercado de Valores y sus Reglamentos.
- Regular, controlar, supervisar y fiscalizar el Mercado de Valores y las personas, entidades y actividades relacionadas a dicho mercado.
- Velar por el desarrollo de un Mercado de Valores sano, seguro, transparente y competitivo.
- Absolver consultas y reclamos que recaigan bajo su competencia.
- Promover el Mercado de Valores.
- Proponer, a las autoridades competentes, normas para el ámbito de su competencia.
- Autorizar la constitución, el funcionamiento, transformación, fusión, aprobación y modificación de estatutos de las entidades intermediarias bajo su jurisdicción.
- Otorgar, modificar y renovar las autorizaciones registros y licencias de funcionamiento de las personas naturales, jurídicas o entidades bajo su jurisdicción, así como disponer la cancelación de las mismas.

- Autorizar la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de los Valores de oferta pública, intermediarios y demás participantes del Mercado de Valores.
- Supervisar, inspeccionar, establecer responsabilidades y aplicar sanciones a las personas naturales y jurídicas bajo su jurisdicción.
- Conocer y resolver los recursos que le sean interpuestos.
- Llevar el registro del Mercado de Valores.

3.2 MARCO NORMATIVO DE LA SPVS EN EL ÁMBITO DEL MERCADO DE VALORES.

A fin de tener una idea general de las distintas normas que se aplican en el mercado de valores boliviano, se enuncian las principales disposiciones. Se recuerda que este marco es dinámico y se va ajustando en el tiempo. Las normas que se aplican en el mercado de valores boliviano, son de carácter general y especial.

3.2.1 Normas Generales

- Constitución Política del Estado
- Código de Comercio
- Código Civil
- Código Penal
- Ley SAFCO
- Código de Procedimiento Civil

3.2.2 Normas especiales aplicables al Mercado de Valores

Ley del Mercado de Valores No. 1834

Ley de Propiedad y Crédito Popular No. 1864 y su Decreto Reglamentario

Ley de Bancos y Entidades Financieras

3.3 BOLSA BOLIVIANA DE VALORES

Históricamente la iniciativa para la formación de la Bolsa Boliviana de Valores surgió en los años 1976 y 1977, pero sólo hasta 1979 es que designa una comisión responsable de efectuar las gestiones pertinentes para hacer realidad este proyecto.

Es en abril de 1979 que se suscribe el Acta de Fundación de la Bolsa Boliviana de Valores y se efectúa la primera Junta de Accionistas en la Confederación de Empresarios de Bolivia. La bolsa se constituyó con 71 socios, con un capital suscrito de \$b. 1.420.000,00, limitándose la participación accionaria a la posesión de una sola acción por socio.

Durante el período 1982-1985 se realizaron algunos intentos por activar el funcionamiento a la Bolsa; sin embargo estos fueron vanos, pues la hiperinflación, gran enemiga de la actividad bursátil, estuvo presente con la secuela de consecuencias negativas que ocasionó sobre la economía del país.

En el año 1989, después del éxito alcanzado con el programa de estabilización iniciado en 1985 --que devolvió al país el equilibrio económico-- se inició con USAID un programa de apoyo al mercado de valores que abarcó tanto a la Comisión Nacional de Valores como a las Agencias de Bolsa y a la Bolsa Boliviana de Valores, el mismo que permitió la capacitación de los intermediarios, la confección de sus reglamentos y la preparación de todo el sector para iniciar operaciones.

La Comisión Nacional de Valores⁴⁷, autorizó a la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (B.B.V.), el inicio de sus actividades bursátiles a partir del 20 de octubre de 1989. En dicha Resolución se establece que esta institución dio cumplimiento a normas

47 Resolución de Directorio N° 002/89 de 17 de octubre de 1989

legales establecidas en el Código de Comercio, Ley Orgánica de la Comisión Nacional de Valores y su Reglamento, ajustándose a toda la normativa aprobada por el citado organismo.

La Bolsa, es una empresa privada, constituida como sociedad anónima con fines de lucro, cuyos accionistas, de acuerdo a la nueva Ley de Mercado de Valores, son las propias agencias de Bolsa que realizan operaciones en ella⁴⁸. Es una institución financiera supervisada por la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros, en la que las personas o instituciones públicas y privadas realizan la transferencia de títulos-valores o recursos monetarios entre sectores de la economía que tienen excedentes para invertir en otros sectores que los necesitan para desarrollar sus actividades productivas, estando dispuestas a entregar títulos-valores de rendimiento y/o de participación que respaldan la inversión. Esto quiere decir que los inversionistas pueden colocar sus recursos donde se ofrezcan las mejores condiciones en cuanto a rendimiento y riesgo. Así mismo, es un complemento del sistema financiero y no necesariamente una competencia del mismo.

La bolsa de Valores, es la institución principal que conforma el mercado de capitales, ésta facilita la obtención de fondos de largo y corto plazo, por lo que ejerce el nexo entre los mercados de dinero y de capital. La Bolsa es un lugar diseñado para facilitar intercambios ordenados de valores. Las personas acceden a ella a través de los intermediarios asociados a la bolsa.

3.3.1 Objetivos de la Bolsa Boliviana de Valores

El principal objetivo de la Bolsa Boliviana de Valores, es promover un mercado de valores regular, competitivo, equitativo y transparente, proporcionando infraestructura, sistemas y normas para canalizar eficientemente el ahorro de los inversionistas hacia empresas e instituciones privadas y estatales, que requieran

⁴⁸ Véase “Antecedentes Históricos de la Bolsa Boliviana de Valores” en www.bolsaboliviavalores.com.bo

de tales recursos para financiar proyectos productivos y de desarrollo. Con su labor busca concentrar la oferta y la demanda de valores, promoviendo un mercado expedito y público para la celebración de transacciones con títulos valores inscritos en sus registros, facilitando la realización de las operaciones previstas en su reglamento.

Otros objetivos de la bolsa boliviana de valores son: los de asegurar la afectividad de las operaciones, su fiel cumplimiento, la exactitud de su registro y la veracidad y puntualidad en la publicación de los precios y montos resultantes de aquellas; velar por el cumplimiento de las normas legales y reglamentarias por parte de los Emisores y Agentes de Bolsa; establecer los requisitos que deban cumplir los emisores para que sus valores puedan cotizarse; autorizar, suspender y cancelar las cotizaciones de títulos-valores en bolsa; establecer las condiciones para ser inscrito como agente de bolsa y las obligaciones y responsabilidades a que los mismos estarán sujetos: ejercer facultades disciplinarias con respecto a la actuación de los Agentes de Bolsa.

3.4 PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE VALORES EN BOLIVIA

En un mercado de capitales los inversores y/o ahorradores no intercambian directamente el capital, sino que existen determinadas instituciones, públicas y privadas, cuya función esencial es servir de intermediarios en este intercambio.

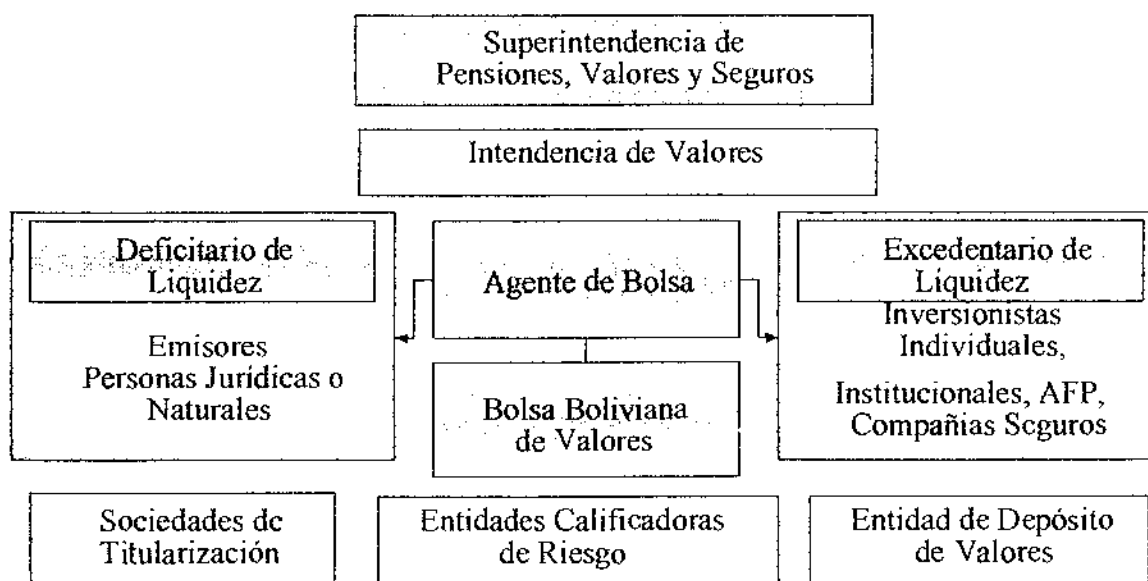
En el Mercado de Valores en Bolivia participan los siguientes agentes:

Los Demandantes de Recursos, constituidos por las Empresas Privadas y Públicas, el Banco Central, el TGN, los municipios, y otras entidades que acuden a financiar sus inversiones y su gestión en general.

Los oferentes de Recursos o Inversionistas, constituidos por personas naturales y por inversionistas institucionales, tales como Administradoras de Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión, Compañías de Seguros y otros. Los inversores institucionales constituyen los agentes que deben sustentar el mercado, ya que canalizan ingentes cantidades de recursos y no pretenden el control de las entidades en las que han canalizado sus recursos, solamente buscan satisfacer sus requerimientos de rentabilidad para su asociados.

Otros participantes, constituidos básicamente por la Superintendencia de Valores, Pensiones y Seguros, las bolsas de Valores, los Agentes de Bolsa, los Bancos de Inversión, las Cajas de Valores y las Calificadoras de Riesgo.

PARTICIPANTES MERCADO DE VALORES



3.5 VENTAJAS DE LA BOLSA DE VALORES PARA SUS PARTICIPANTES

La Bolsa, además de proporcionar una infraestructura adecuada para la concentración de oferentes y demandantes de valores, reporta una serie de ventajas para las empresas, inversionistas y al país.

Las empresas se ven favorecidas al obtener recursos financieros básicamente de mediano y largo plazo; facilita la sustitución de deudas de corto a largo plazo, permitiendo de esta manera la reestructuración de pasivos y el fortalecimiento del patrimonio; da la posibilidad de efectuar una ingeniería financiera a través de establecer qué tipo de instrumentos emitir, en qué proporciones, en qué plazos y con qué niveles de rentabilidad, que permitan minimizar los costos de una ampliación de planta, una renovación tecnológica, una diversificación, etc.; al proporcionar información económica y financiera al público periódicamente, tal como lo estipulan las regulaciones legales, obtienen la imagen de una empresa con manejo empresarial transparente, requisito fundamental para la atracción de capitales, en especial del extranjero.

Los inversionistas se ven favorecidos al tener una gran variedad de títulos-valores de empresas de todo tamaño, que les permiten canalizar el ahorro hacia actividades más productivas, ya que como mercado organizado y regulado, proporciona un conjunto de precios de los diferentes valores, formados libremente, que tienden a reflejar situaciones de los diferentes sectores; permite al inversor acudir a instrumentos de renta variable para encontrar un refugio contra la depreciación monetaria, así como capitalizarse con inversionistas que deseen participar en sus proyectos. La normativa vigente que regula el mercado de valores ampara y protege al inversionista, no solo con la seguridad sobre la legítima adquisición y propiedad de los valores, sino también sobre la calidad y características de los mismos. Las inversiones realizadas en valores obtienen gran liquidez, constituyéndose en el mercado más propicio para facilitarle al inversionista las tres características que demanda toda inversión: liquidez, seguridad y rentabilidad, adecuadas a la situación económica de cada momento.

Para el país, la Bolsa de Valores es ventajosa al promover crecimiento y desarrollo económico a través de la financiación de proyectos y empresas; el mercado de capitales es el mecanismo más eficiente de asignación de recursos, al canalizar estos a los proyectos más productivos en función a que los precios de los diversos instrumentos que permiten tal asignación se hallan correctamente evaluados, pues al hacerse públicos los precios de los diversos títulos-valores se genera competencia; permite ser un medio de fortalecimiento del ahorro interno y opción atractiva y segura para el ahorro externo, pues constituye una garantía a las inversiones de largo plazo, las únicas que pueden contribuir a la modernización de la economía y al financiamiento del crecimiento y desarrollo económico; también permite la adecuada orientación del ahorro, al permitir acceder a pequeños inversores a actividades rentables de grandes empresas, permitiendo por este medio la canalización de los recursos de sectores de bajos niveles de ahorro al proceso productivo del país en aquellas actividades de mayor rentabilidad.

3.6 INDICES DE COTIZACIÓN

Los índices de cotización son instrumentos estadísticos, cuyo objeto es cuantificar las fluctuaciones del mercado y señalar la tendencia que puede seguir. Todas las bolsas de valores tienen uno o varios índices como señal para la realización de una inversión.

Los índices de cotización constituyen la medida del pulso económico, político y social en el cual se encuentra enfrascado el país, por lo que sus movimientos en el tiempo ofrecen una valoración del grado de confianza en el futuro de la economía.

La confección de los índices se basa en una media ponderada, obtenida en cada momento entre la suma de las cotizaciones de los valores más representativos y

la suma de las cotizaciones de los mismos valores en un momento pasado, tomado como base.

En la Bolsa Boliviana de Valores no se dispone de ningún índice de cotización, esto por el corto funcionamiento que tiene, y porque el mercado está constituido básicamente por instrumentos de renta fija.

3.7 SERVICIOS QUE PROVEE LA BBV

La BBV ofrece los siguientes servicios para las transacciones:

3.7.1 Ruedo

Para operaciones con valores bursátiles, tanto de renta fija como de renta variable. Las transacciones con estos instrumentos se pueden realizar todos los días hábiles, aunque suelen ocurrir en horarios diferenciados, según lo que establece el Reglamento de la BBV.

3.7.2 Mesa de negociación

Para transar pagarés y letras de cambio de sociedades inscritas previamente en Bolsa (S.A. y S.R.L.) y autorizadas únicamente por la BBV. Este tipo de transacción se realiza solamente a corto plazo (máximo 270 días).

3.7.3 Subasta pública de acciones no inscritas en bolsa

Para negociar acciones de empresas no inscritas en la BBV. La Subasta tiene lugar cuando las Agencias de Bolsa lo solicitan.

Los mecanismos de negociación mencionados se llevan a cabo en el Ruedo y en los horarios establecidos por el Reglamento de la BBV.

3.8 REQUISITOS PARA FORMAR UNA BOLSA

Los requisitos establecidos en la Ley del Mercado de Valores son los siguientes:

- Constituirse como Sociedad Anónima, con un mínimo de 8 accionistas.
- Tener un directorio de por lo menos cinco titulares.
- Tener la organización, infraestructura y reglamentación interna necesaria, que aseguren un mercado eficiente, equitativo, competitivo, ordenado y transparente.
- Contar con procedimientos y medios adecuados para asegurar un mercado unificado que permita a los participantes la eficiente ejecución de sus órdenes.

3.9 OBLIGACIONES DE LA BOLSA

Según la Ley del Mercado de Valores, son las principales obligaciones de las Bolsas:

- Cumplir la Ley, sus reglamentos y demás normas aplicables, así como velar por su cumplimiento por parte de las personas naturales o jurídicas que actúan en ellas.
- Mantener permanentemente un patrimonio neto igual o mayor al capital mínimo requerido a las Bolsas de Valores.
- Mantener los locales y sistemas adecuados para la realización de las operaciones bursátiles de valores en forma eficiente, transparente, continua y efectiva.
- Proporcionar y mantener a disposición del público toda la información concerniente a los valores cotizados y negociados en la Bolsa, sus emisores, intermediarios y las operaciones bursátiles, salvo la información de carácter reservada o privilegiada.

- Informar a la SPVS sobre el incumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias en las que incurran los participantes del mercado, cuyos valores se coticen en dicha Bolsa.
- Informar y certificar las cotizaciones y negociaciones de bolsa, proporcionando diariamente amplia información sobre las mismas, incluyendo información sobre aquellos Valores transados además en otra Bolsa de Valores.
- Aceptar en sus registros valores para ser ofrecidos públicamente, cuando estos y su emisor se encuentren inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- Establecer los mecanismos necesarios de transparencia de las operaciones realizadas para fines de protección y seguridad de emisores e inversionistas

3.10 OPERACIONES DE LA BOLSA

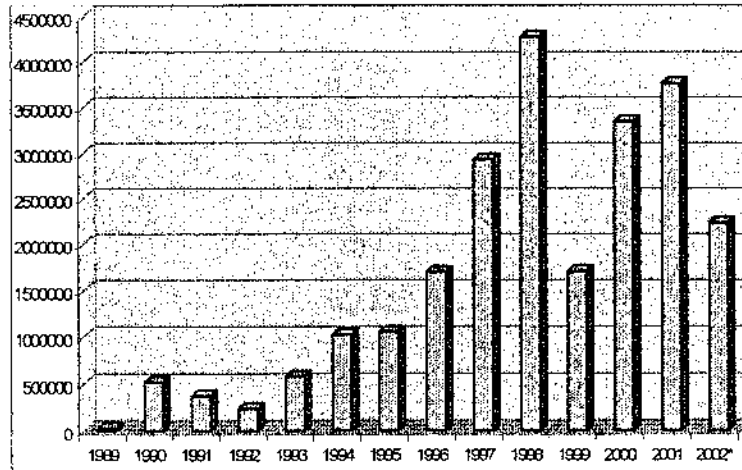
El 20 de octubre de 1989, la Bolsa Boliviana de Valores inició sus actividades en forma oficial, aunque recién el 16 de noviembre del mismo año se efectuaron las primeras transacciones en la Rueda de la Bolsa⁴⁹. Éstas consistieron en operaciones de compraventa de Certificados de Depósito Negociables del Banco Central de Bolivia (CDS). Todos esos valores fueron vendidos por el Banco Central de Bolivia, entidad que realizaba la emisión en el mercado primario y cuya negociación se realizaba en el mercado secundario, es decir en el ruedo de la BBV.

3.11 DATOS ESTADÍSTICOS

A continuación se presenta un resumen de información estadística acerca de la evolución de las operaciones en la Bolsa Boliviana de Valores. Se advierte que la información es resumida y solo contiene datos anuales.

⁴⁹ La Bolsa Boliviana de Valores funciona formalmente desde 1989, no obstante, las operaciones de mercado abierto ya se hacían desde 1987, con la emisión de CD's.

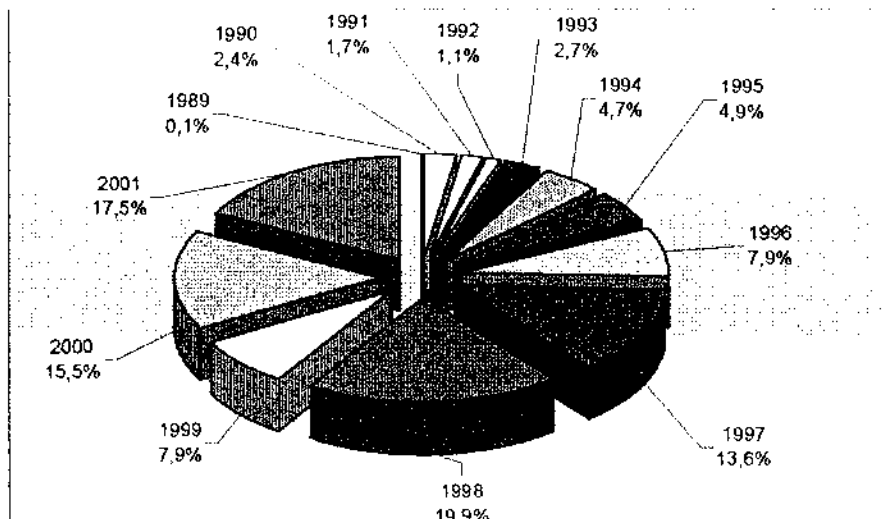
GRAFICO 1
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
VOLUMEN GENERAL DE OPERACIONES RENTA FIJA 1989 -2002
(En Miles de Dolares)



Fuente: Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores

Las operaciones en rueda correspondientes a renta fija han ido evolucionando continuamente, habiendo alcanzado su punto máximo el año 1998, cuando las transacciones fueron del orden de 4.2 millones de dólares. Si bien, la crisis económica afectó el volumen de operaciones, determinando una baja significativa para el año 1999, los últimos tres años se observa una recuperación paulatina que permite prever continuar con la senda de expansión.

GRAFICO 2
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
VOLUMEN GENERAL DE OPERACIONES RENTA FIJA 1989 -2002
(En Porcentajes)

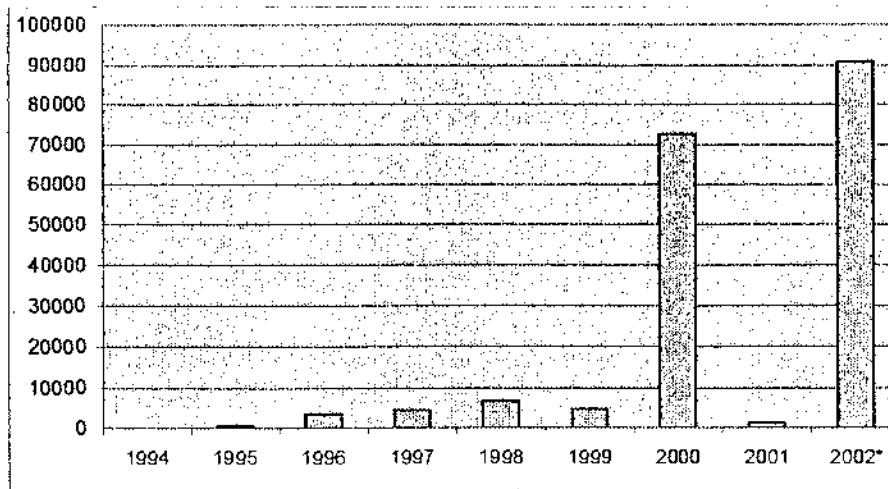


Fuente: Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores

El monto consolidado de operaciones de renta fija para todo el periodo de estudio (1989-2002) alcanza los 23,7 millones de dólares. El gráfico refleja la participación porcentual evolutiva por año para las operaciones en ruedo de renta fija.

Analizando la información sobre la evolución de las operaciones consolidadas por instrumento en el **ruedo**, se puede apreciar que los depósitos a plazo fijo son los instrumentos más negociados con un 69.7% en operaciones de reporto, viniendo a continuación las letras del tesoro con un 12.4%.

GRAFICO 3
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
VOLUMEN GENERAL DE OPERACIONES RENTA VARIABLE 1994 -2002
(En Miles de Dólares)



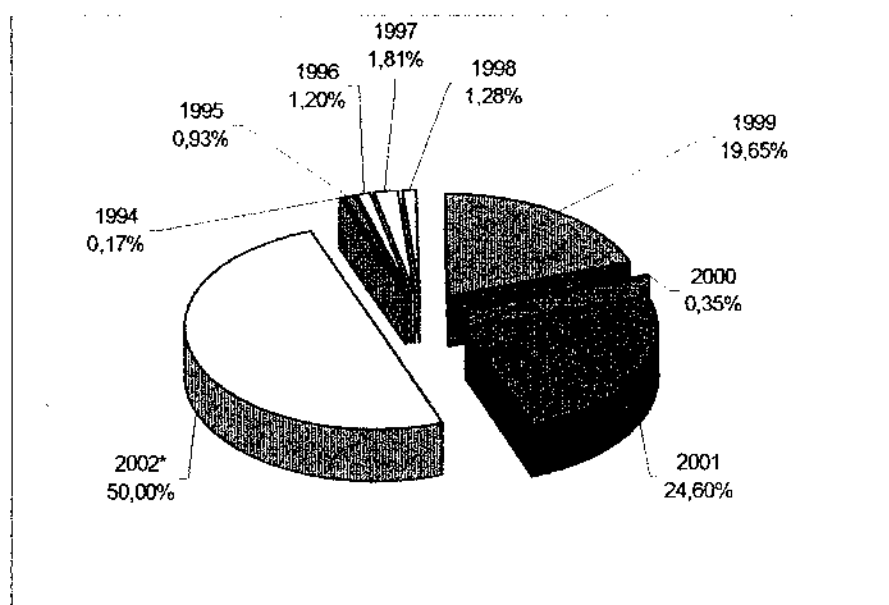
Fuente: Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores

Otro tipo importante de valores negociados en la Bolsa Boliviana de Valores son los de renta variable, conocidos así, pues constituyen un conjunto de valores mobiliarios cuya rentabilidad en forma de dividendos no es fija, sino que dependerá de determinados hechos relacionados con la empresa que los emite, como los beneficios obtenidos, política de reparto de dividendos, etc. Son valores de renta variable las acciones, las obligaciones convertibles y las participaciones en fondos de inversiones, entre otros.

Como se observa las operaciones de renta variable recién aparecen en el año 1994, con una participación muy pequeña, y no obstante han ido evolucionando positivamente, apenas alcanzan al 1% del total de operaciones realizadas en la bolsa.

Respecto a su evolución, conviene destacar que es precisamente los últimos tres años que aparecen interesantes volúmenes de transacción, tanto es así que el 50% del monto transado en operaciones de renta variable durante todo el periodo de estudio se realizó el año 2002.

GRAFICO 4
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
VOLUMEN GENERAL DE OPERACIONES RENTA VARIABLE 1994 -2002
(En Porcentajes)

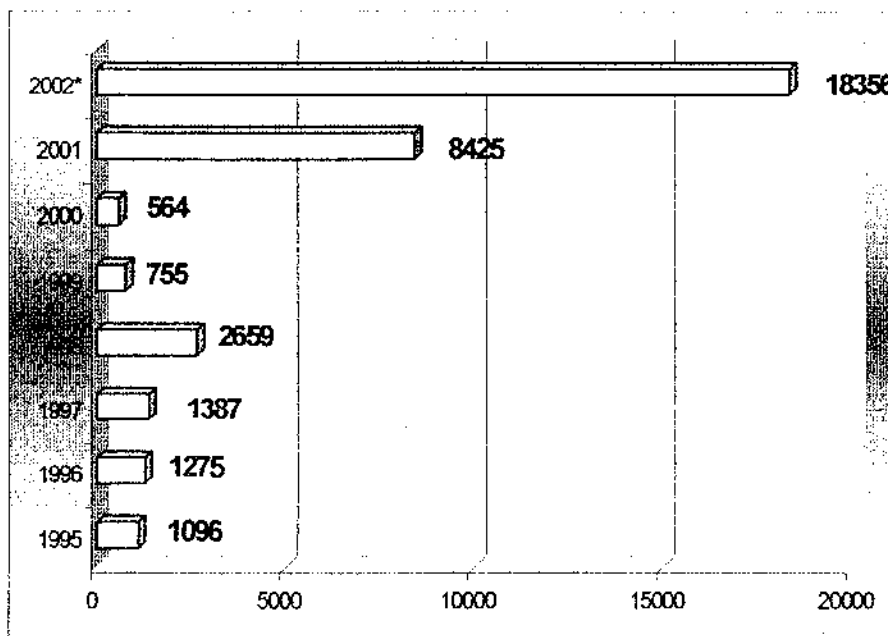


Fuente: Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores

Otro tipo de operaciones realizadas en la Bolsa Boliviana de Valores son aquellas realizadas en mesa de negociación, que es un mecanismo implementado como un medio de incorporar a otras empresas no necesariamente sociedades anónimas al mercado. En la Mesa de negociación se pueden emitir y negociar Letras de Cambio, Pagares, Facturas Cambiarias a un plazo no mayor a 270 días.

Como se observa, bajo este mecanismo se transan principalmente instrumentos de renta fija.

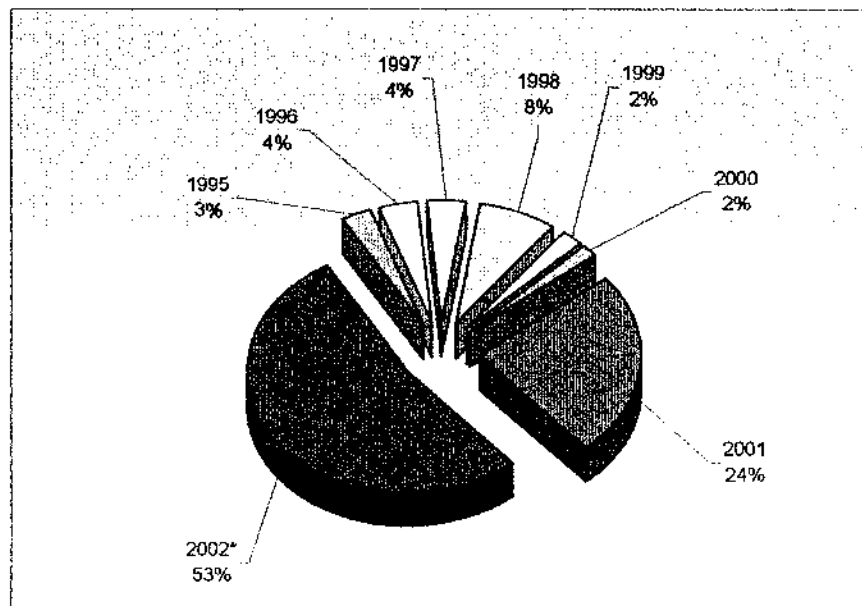
GRAFICO 5
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
VOLUMEN GENERAL DE OPERACIONES EN MESA DE NEGOCIACION
RENTA FIJA 1994 -2002
(En Miles de Dólares)



Fuente: Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores

Conforme, se observa en la gráfica los dos últimos años es cuando se ha incrementado sustancialmente este tipo de operaciones. Siendo que el volumen de transacciones realizado en la gestión 2002 representa más del 50% del total transado durante todo el periodo de estudio.

GRAFICO 6
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
VOLUMEN GENERAL DE OPERACIONES EN MESA DE NEGOCIACION
RENTA FIJA 1994 -2002
(En Porcentajes)

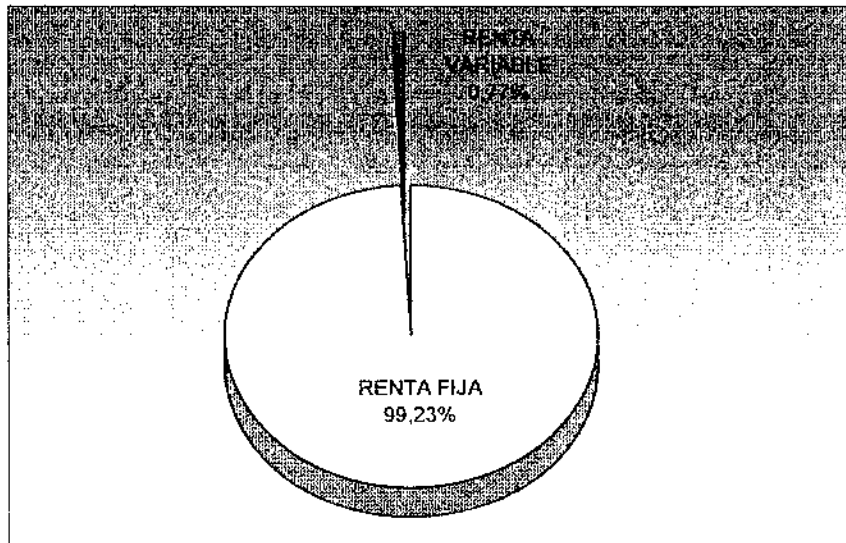


Fuente: Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores

Es necesario hacer mención a otro tipo de operaciones realizadas en la Bolsa, pero que sin embargo, todavía no tienen una participación significativa respecto el total, se puede citar por ejemplo, a las operaciones de subasta. Las operaciones de subasta constituyen un mecanismo mediante el cual se autoriza a las Bolsa de Valores del país, la realización de subastas públicas de acciones suscritas y pagadas de sociedades no inscritas en la Comisión Nacional de Valores.

En referencia a las operaciones de subasta la información estadística muestra que estas son muy reducidas y su significación en la Bolsa de Valores es prácticamente nula.

GRAFICO 7
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
VOLUMEN GENERAL DE OPERACIONES POR TIPO DE RENTA 1989 -2002
(En Porcentajes)



Fuente: Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores

Es importante también remarcar que el 99.23% de las operaciones transadas en la Bolsa Boliviana corresponden a renta fija, siendo apenas del 0.77% las operaciones con renta variable.

En cuanto al consolidado de las operaciones de compraventa según sean renta fija o renta variable, se aprecia que el monto total ha ido ascendiendo con los años, lo que refleja que poco a poco las empresas bolivianas van recurriendo a la Bolsa Boliviana de valores para financiar sus actividades y satisfacer sus requerimientos de Inversión.

En conclusión se puede afirmar con absoluta certeza que con el transcurrir del tiempo, la innovación y la incorporación de nuevos instrumentos que faciliten al acceso a recursos económicos y cantidades apropiadas, será la alternativa mas viable para cualquier empresa industrial que desee emprender nuevas iniciativas.

4 CAPITULO 4

LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA

4.1 INTRODUCCIÓN

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 a 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.

Con los anteriores objetivos, recientemente se han expedido una serie de normas que posibilitan la estructuración de procesos de titularización a partir de una diversidad de bienes o activos.

Es importante resaltar que el modelo regulatorio adoptado en Bolivia corresponde al colombiano, debido al especial éxito de esta figura en ese país. Sin embargo, fue necesario incorporar una serie de ajustes que permitieran su adaptación de conformidad con las condiciones particulares del mercado boliviano.

4.2 MARCO REGULATORIO DE LA TITULARIZACION

A continuación, se considerará la reglamentación existente en Bolivia, que de una u otra manera tiene incidencia en la estructuración de procesos de titularización.

Como se expresó anteriormente, el modelo adoptado por la legislación boliviana en materia de titularización se asemeja al que existe en Colombia. Para la expedición de la reglamentación, se realizaron los ajustes requeridos en virtud de las características particulares del mercado y de las instituciones en Bolivia.

En este acápite se realizará en primer término un resumen del contenido de dicha normatividad, para proceder luego al análisis del alcance de la misma, con el fin de compilar los conceptos básicos de la titularización y su incidencia en la estructuración misma de los procesos.

4.2.1 Ley del Mercado de Valores

La titularización se abre paso en Bolivia con la introducción de la figura en la Ley del Mercado de Valores⁵⁰, en la cual se normaron sus aspectos básicos, tales como:

- La definición de la titularización;
- El concepto de originador;
- Las sociedades de titularización;
- Los bienes o activos susceptibles de ser titularizados;
- Los efectos de la cesión de los activos y de las garantías de los mismos;
- Las prohibiciones para las sociedades de titularización;

⁵⁰ Ley 1834 del 31 de marzo de 1998

- La calidad de títulos con fuerza ejecutiva de los valores emitidos en procesos de titularización;
- La obligatoriedad de calificación de los valores de contenido crediticio y mixtos emitidos en procesos de titularización y,
- El tratamiento tributario de la cesión de bienes o activos.

Así mismo, la Ley del Mercado de Valores autorizó a las Entidades Financieras de Segundo Piso, constituidas como Sociedades Anónimas Mixtas que existieran en el momento de promulgación de la Ley, para actuar directamente como sociedades de titularización, exceptuándose a las mismas de los requisitos de constitución especiales contemplados en la mencionada Ley del Mercado de Valores.

Adicionalmente, la Ley del Mercado de Valores confirió facultades para regular mediante reglamento las normas especiales relativas, entre otros aspectos, al mecanismo de titularización, el contrato, la cesión, las garantías, los procedimientos de gestión y los procedimientos de titularización.

4.2.2 Decreto Supremo 25514

En virtud de la facultad reglamentaria contemplada en la Ley del Mercado de Valores el poder ejecutivo expidió el Decreto⁵¹ Supremo 25514, el cual tuvo por objeto establecer normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y del proceso de titularización.

Procede el decreto a definir, dentro del marco establecido en la Ley, conceptos básicos de la titularización, con el fin de aclarar el alcance de las figuras jurídicas adoptadas. En este esquema, se contemplan aspectos tales como la cesión de bienes o activos, el patrimonio autónomo para titularización, la forma de constituirlo y el derecho de dominio sobre los bienes que lo conforman.

⁵¹ Decreto Supremo 25514 dc 17 de septiembre de 1999

En relación con los procesos de titularización, desarrolló ampliamente el tema relativo a:

- La cesión de bienes o activos y sus efectos;
- La constitución del patrimonio autónomo;
- La vía jurídica a través de la cual es posible constituir el patrimonio autónomo;
- La valuación del patrimonio;
- Los bienes o activos que pueden conformarlo;
- Las partes que intervienen en el proceso;
- Los valores que pueden emitirse indicando las clases y el plazo máximo de redención que pueden tener;
- Los tipos de mecanismos de cobertura que pueden utilizarse en la estructuración de los procesos y,
- La liquidación del patrimonio autónomo.

En cuanto hace a las Sociedades de Titularización, el Decreto Supremo 25514 regula lo relativo a:

- La capacidad de la sociedad;
- Los impedimentos aplicables a las personas que aspiren a ocupar cargos directivos en la sociedad;
- El capital mínimo;
- La solvencia patrimonial;
- La posibilidad de transferir patrimonios autónomos a otra sociedad de titularización y,
- Las causales para intervenir y liquidar forzosamente a la sociedad de titularización.

En lo que respecta a la solvencia patrimonial, cabe destacar que el Decreto Supremo la establece para aquellos casos en que la sociedad de titularización

genere patrimonios autónomos mediante acto unilateral, exigiéndosele que mantenga en todo momento un coeficiente de adecuación patrimonial de por lo menos el diez por ciento (10%) con relación a los bienes o activos.

El Decreto Supremo desarrolla el tratamiento tributario contemplado en la Ley del Mercado de Valores, aspecto que será analizado en un apartado especial de este documento.

Así mismo, con el fin de agilizar la ejecución de garantías sobre créditos prendarios e hipotecarios que hubieren sido cedidos a un patrimonio autónomo, estableció una remisión expresa a las disposiciones contenidas en la Ley de Abreviación Procesal Civil y de Asistencia Familiar.

Por último, el Decreto faculta a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros para expedir dentro del marco de dicha Ley y del Decreto, la reglamentación relacionada con los procesos de titularización.

4.2.3 Reglamento de Normas Prudenciales de Titularización

El reglamento de normas prudenciales aprobado por el Comité de Normas Financieras de Prudencia - CONFIP, contiene la normatividad relativa a los bienes o activos objeto de titularización, estableciéndose en este caso una referencia a lo que sobre el particular contempla la Ley del Mercado de Valores; es decir, sobre valores de deuda pública, valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, cartera de crédito, documentos de crédito, flujos de caja, contrato de venta de bienes y servicios, contratos de arrendamiento financiero, de factoraje, activos y proyectos inmobiliarios y otros de acuerdo con reglamento.

Sobre este último punto, debe anotarse que el reglamento de normas prudenciales faculta a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros para

autorizar mediante resolución administrativa de carácter general la estructuración de procesos con bienes diferentes.

Además, las normas prudenciales hacen referencia a la solvencia patrimonial para las sociedades de titularización establecida en el Decreto Supremo, en el sentido de indicar que para tal efecto los activos o bienes adquiridos, cualquiera que fuera su naturaleza, tendrán una ponderación igual a uno (1).

Otro aspecto regulado en las normas prudenciales, es el relativo a los mecanismos de cobertura internos o externos que pueden utilizarse en la estructuración de procesos de titularización.

Así mismo, en este reglamento de normas prudenciales se establecieron las condiciones mínimas que deben tenerse en cuenta en la estructuración de procesos de cartera de crédito y otros activos o bienes generadores de un flujo de caja, de inmuebles, de proyectos de construcción, de documentos de crédito y contratos, de valores inscritos en el registro del mercado de valores y de obras de infraestructura y servicios públicos.

De otra parte, el Reglamento de Norma Prudenciales aprobado por el CONFIP contiene normas especiales aplicables a las sociedades de titularización, entre las cuales se encuentra el régimen de prohibiciones, de obligaciones, seguimiento de gestión, rendición de cuentas y tarifas.

4.2.4 Reglamento de Disposiciones Complementarias Específicas sobre Titularización

El reglamento de disposiciones complementarias específicas sobre titularización tiene por objeto establecer las normas que deben observar las sociedades de titularización para su autorización e inscripción en el Registro del Mercado de

Valores, la autorización e inscripción de los patrimonios autónomos, de los valores y la autorización de su oferta pública.

Igualmente, regula lo relacionado con los requisitos mínimos del contrato y del acto unilateral de cesión de bienes o activos, las funciones y atribuciones del representante de tenedores de valores y de la asamblea general de tenedores.

4.2.5 Ley de Reactivación Económica

La Ley de Reactivación Económica⁵², modificó la Ley del Mercado de Valores. En el tema de la titularización, hizo claridad sobre aspectos tales como la ausencia de originador en los casos en que la cesión de bienes o activos proceda de la sociedad de titularización.

Retomó el tema de los efectos de la cesión de bienes o activos, con el fin de establecer en forma más clara la definición inicial contemplada en la Ley del Mercado de Valores.

Adicionalmente, determinó cuándo se considera que inicia y finaliza un proceso de titularización y se refirió a la exención del pago de derechos de inscripción del traspaso de bienes o activos en Derechos Reales cuando corresponda.

Otros temas regulados en la mencionada ley y que sin duda tienen efectos bondadosos para la titularización en Bolivia, son los relativos a la transferencia de cartera y a la exención del pago del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a las Transacciones de toda negociación de valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

4.3 MANUAL DE CUENTAS DE LAS SOCIEDADES DE TITULARIZACIÓN

⁵² Ley de Reactivación Económica. Ley No. 2064 del 3 de abril de 2.000

Mediante esta resolución se expidió el Manual de Cuentas de las Sociedades de Titularización, el cual contiene las disposiciones generales, el plan de cuentas, las normas relativas a la presentación y publicación de estados financieros, descripciones, dinámica de cuentas, esquemas contables y los formatos para presentación de informes.

Ahora bien, en cuanto hace a su actividad como Sociedad de Titularización, la cual generará exclusivamente ingresos por comisiones, este registro puede ser incorporado dentro de la dinámica contable establecida por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, sin dificultad alguna.

4.4 NORMAS TRIBUTARIAS

Un aspecto que resulta favorable en procura del éxito de la titularización en Bolivia, es el tratamiento tributario que se le ha dado a la figura.

En efecto, la Ley del Mercado de Valores en su artículo 86 exoneró la cesión o transferencia de los bienes o activos en virtud de procesos de titularización, tanto al inicio como a la finalización de éstos, del Impuesto a las Transacciones, del Impuesto al Valor Agregado IVA y de las tasas de Registro.

Adicionalmente, el Decreto Supremo 25514 de 1.999, se ocupó de reglamentar la exención tributaria establecida en la Ley, al considerar que para efectos de dicha exención se entiende por inicio del proceso el contrato de cesión de bienes o activos o la transferencia de los bienes o activos a una sociedad de titularización para su posterior cesión al patrimonio autónomo por acto unilateral. Igualmente establece que se considera como finalización del proceso la extinción del patrimonio autónomo.

Así mismo aclara, lo relativo a las tasas de registro de que trata la Ley del Mercado de Valores, al establecer que la inscripción de los bienes o activos

cedidos para la constitución del patrimonio autónomo, en el Registro de Derechos Reales, cuando corresponda, así como en otros registros.

Pero la Ley de Reactivación Económica contempla dos normas adicionales que tienen efecto en la titularización.

En primer lugar, debe anotarse que la mencionada Ley establece que las operaciones de transferencia de cartera de intermediación financiera, de seguros, pensiones y portafolios del mercado de valores, ya sea por venta o por cesión, se encuentran exentas del Impuestos a las Transacciones, del Impuesto al Valor Agregado y del pago de las tasas de registro. Así mismo, establece que los notarios cobrarán un arancel mínimo no sujeto a cuantía con carácter global por toda la transacción.

En segundo lugar, la mencionada Ley declara exenta del pago de Impuestos al Valor Agregado y al de Transacciones, toda transacción con valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores realizada en la República de Bolivia y que tenga efectos en el territorio boliviano. De esta manera, la negociación en el mercado secundario de los valores emitidos en procesos de titularización tiene también un incentivo tributario.

4.5 CONCEPTOS BÁSICOS DE LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA

La Titularización es un mecanismo de financiamiento que consiste en transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, para obtener liquidez en condiciones competitivas de mercado; con la consecuente reducción de los costos financieros.

Los bienes o activos deben tener características comunes (homogeneidad) y constituir "Patrimonios Autónomos" independientes del patrimonio del cedente (originador), que serán administrados por "Sociedades de Titularización".

Conviene en primer término aclarar que la titularización en Bolivia se ha concebido 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. El primer 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.

En Bolivia, la reglamentación que regula la titularización fue cuidadosa y exhaustiva en el momento de regular la figura jurídica del "Patrimonio Autónomo" para efectos de titularización. De tal manera que se constituye en una figura especial a la cual se le han asignado sus efectos.

Es importante aclarar que la figura del patrimonio autónomo para titularización, que como se dijo es especial, se aparta de la ya reconocida legalmente en el Código de Comercio. Este aspecto resulta fundamental cuando se realice cualquier análisis jurídico sobre el particular.

4.6 PATRIMONIO AUTONOMO

El Patrimonio Autónomo es el que se constituye con los bienes o activos cedidos por una o más personas individuales o colectivas (originador), con la expresa instrucción de emitir valores.

Los Patrimonios Autónomos podrán ser constituidos por personas individuales o naturales, personas colectivas o empresas y Sociedades de Titularización.

La legislación boliviana ha contemplado dos vías jurídicas para la constitución del patrimonio autónomo, lo cual da lugar a dos esquemas básicos para titularizar. El Patrimonio Autónomo se constituye mediante:

Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos, suscrito entre el cedente (originador) y la Sociedad de Titularización, que determina la cesión de los bienes o activos.

Declaración Unilateral de Cesión, efectuada por la Sociedad de Titularización, cuando los bienes o activos que constituirán el Patrimonio Autónomo, hayan sido adquiridos por ésta para ser titularizados. En esta alternativa no existe la figura del originador.

La cesión de bienes o activos, es el acto jurídico por el que una o varias personas naturales o jurídicas transfieren en forma absoluta el derecho de dominio sobre uno o más bienes o activos, presentes o futuros, a un Patrimonio Autónomo con la única finalidad de que emita a su cargo valores a través de un proceso de Titularización.

En todo caso el contrato o el acto unilateral de cesión de bienes o activos, deben constar por Escritura Pública, por tanto son solemnes. Ahora bien, la cesión de los bienes o activos realizada a un patrimonio autónomo, sea por medio de contrato o por medio de una declaración unilateral, es: oponible a terceros, irrevocable y tiene efectos absolutos en términos jurídicos y contables.

El Patrimonio Autónomo, constituido para procesos de Titularización, debe estar separado del patrimonio del originador y del de la Sociedad de Titularización. Es decir no forma parte de los bienes del originador ni de la Sociedad de Titularización.

La Sociedad de Titularización está obligada a contabilizar por separado cada Patrimonio Autónomo que administre.

El Patrimonio Autónomo respalda y responde únicamente por las obligaciones derivadas de la emisión de valores efectuada dentro del proceso de titularización. El Patrimonio Autónomo no responde por las obligaciones del originador, ni de la Sociedad de Titularización.

4.7 BIENES O ACTIVOS SUJETOS A TITULARIZACIÓN

De acuerdo con el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores podrán estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes bienes o activos:

- Cartera de Crédito:
 - Hipotecaria
 - Comercial
 - De consumo
- Flujos futuros
- Inmuebles
- Proyectos inmobiliarios
- Contratos de venta de bienes y servicios
- Contratos de arrendamiento financiero (leasing)
- Documentos de Crédito
- Valores de deuda pública
- Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores
- Contratos de factoraje
- Otros activos mediante autorización general de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

4.8 MECANISMOS DE COBERTURA

Los mecanismos de cobertura son los que respaldan a los inversionistas ante cualquier riesgo que pueda afectar a los activos o bienes que constituyen el Patrimonio Autónomo dentro de un proceso de titularización.

La Legislación Boliviana contempla la existencia de mecanismos internos y externos de cobertura. Con el fin de aclarar los mecanismos de cobertura, conviene describirlos uno a uno:

4.8.1 Mecanismos internos:

Subordinación: Consiste en la suscripción de una porción de los valores emitidos por el patrimonio autónomo, bien sea por el originador, por la sociedad de titularización, si es ésta quien transfiere los bienes o activos, o por un tercero. Estos valores subordinados serán a los cuales se les impute cualquier siniestro o faltante de los activos; de tal manera que a la porción no subordinada se le destinarán en primer término los flujos requeridos para la atención del capital e intereses incorporados en tales valores.

La porción subordinada puede ser objeto de negociación en el mercado de valores, siempre que se proceda a su calificación en la cual se considere precisamente el riesgo de su condición de subordinada. De esta forma, este mecanismo de cobertura permite en un momento dado que el originador o el cedente de los bienes al patrimonio autónomo, se aisle totalmente del proceso.

Sobrecolateralización: En este caso, la protección al inversionista está dada por el exceso en el valor de los bienes o activos que conforman el patrimonio autónomo con respecto al monto de emisión. A ese excedente será al cual se le imputen los siniestros o faltantes en el flujo.

Exceso de flujo de caja: Consiste en crear una reserva con el margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por la cartera y el rendimiento pagado a los inversionistas.

Sustitución de cartera: Es el mecanismo mediante el cual el originador o la sociedad de titularización si es ella quien transfiere la cartera, se obliga a sustituir los créditos que durante el curso del proceso de titularización varíen la calificación obtenida previamente, conforme a las normas sobre calificación de cartera expedida por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, en forma tal que se incremente el riesgo de su normal recaudo.

Fondo de liquidez: Consiste en destinar sumas de dinero para que el patrimonio autónomo cuente con recursos para atender necesidades eventuales de liquidez. El fondo de liquidez puede ser conformado con recursos que provengan del originador o de la sociedad de titularización si es ella quien transfiere los bienes o activos, o de parte de los recursos obtenidos con la colocación de los valores.

Contratos de crédito subordinado: En este caso se dispone por cuenta del originador o de la sociedad de titularización si es ella quien transfiere los bienes o activos, de líneas de crédito automáticamente utilizables cuando sean requeridas para atender necesidades de liquidez.

Aval: El originador o la sociedad de titularización, si es ella quien transfiere los bienes o activos al patrimonio autónomo, pueden avalar la emisión de los valores en un proceso de titularización, siempre que demuestre que posee capacidad patrimonial para emitir dicho aval.

4.8.2 Mecanismos externos:

Avales o garantías emitidos por entidades financieras y aseguradoras que no tengan vinculación con quien transfiere los bienes o activos. El Garante es aquella persona individual o colectiva que otorga garantías adicionales al proceso de titularización.

Seguros de crédito.

4.9 EMISION DE VALORES EN UN PROCESO DE TITULARIZACION

Las Sociedades de Titularización emiten valores a ser colocados en el Mercado de Valores a cuenta y cargo de los Patrimonios Autónomos que administran. Los valores emitidos en un proceso de titularización, conforme con lo dispuesto por el artículo 83 de la Ley del Mercado de Valores, son títulos con fuerza ejecutiva. Adicionalmente, son valores de oferta pública y que pueden emitirse a la orden, nominativos o al portador

Así mismo, debe anotarse que son títulos que no pueden tener un vencimiento inferior a un año y un plazo máximo que no puede superar el de duración del patrimonio autónomo que los emite, es decir, el plazo máximo es igual a la vigencia del contrato o de la declaración unilateral de cesión.

Deben estar calificados salvo que se trate de títulos de participación, y los emitidos en procesos estructurados a partir de valores de deuda emitidos o garantizados por la Nación o por el Banco Central de Bolivia.

Las normas conciben una amplia gama de posibilidades para generar valores en desarrollo de procesos de titularización. Las modalidades básicas que existen, son las siguientes:

- **Valores de Participación:** Son los que representan derechos de participación sobre el Patrimonio Autónomo. El valor de participación no tiene rendimiento fijo, sino es el resultado de las utilidades o pérdidas que genera el Patrimonio Autónomo.

· **Valores de Contenido Crediticio:** Son también llamados de Renta Fija, incorporan el derecho al inversionista de percibir el pago del capital y los rendimientos en los términos y condiciones señalados en el valor respectivo.

· **Valores Mixtos:** Son los que resultan de la combinación de las características de los valores de participación y de contenido crediticios, en las condiciones establecidas en los mismos

4.10 PARTES QUE INTERVIENEN EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN

Las partes que podrían llegar a intervenir en un proceso de titularización de acuerdo con la legislación boliviana son:

- El originador,
- La Sociedad de Titularización,
- La Administradora de bienes o activos,
- La Entidad Calificadora de Riesgo,
- Los Inversionistas, el Colocador,
- El Estructurador, y,
- El Representante Común de Tenedores.

4.11 ORIGINADOR

Es la persona individual o colectiva en interés de la cual se conforma un Patrimonio Autónomo y que se obliga a ceder a la Sociedad de Titularización los activos que integrarán dicho patrimonio.

Cuando el Patrimonio Autónomo para titularización se constituye mediante Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos, el cedente de los bienes es el originador.

Cuando el Patrimonio Autónomo es constituido con bienes o activos de propiedad de la Sociedad de Titularización, en virtud del acto unilateral determinado mediante la Declaración Unilateral de Cesión, ésta no adquiere la condición de originador.

4.12 SOCIEDADES DE TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA

Las sociedades de titularización son las receptoras de los activos a ser titularizados, es decir, sirven de vehículo para la emisión. Específicamente, el Patrimonio Autónomo emitirá valores a través de la Sociedad de Titularización.

En Bolivia, las Sociedades de Titularización deben constituirse como sociedades anónimas con objeto social exclusivo, incluyendo en su denominación la expresión "Sociedad de Titularización"; asimismo deberán obtener de la SPVS autorización para su funcionamiento y estar inscritas en el Registro del Mercado de Valores, para lo cual deberán cumplir con los requisitos específicos establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos.

Las Sociedades de Titularización son reguladas, supervisadas y fiscalizadas por la Intendencia de Valores y deben regirse por las normas establecidas en la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos.

Las Sociedades de Titularización deben tender al manejo seguro y eficiente de los bienes y recursos que ingresen al Patrimonio Autónomo en los términos y condiciones previstos en el Contrato de Cesión Irrevocable o en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos.

Las Sociedades de Titularización podrán tener a su cargo la administración de uno o más patrimonios autónomos para titularización. Les corresponderá la representación legal y la defensa de los intereses de los patrimonios autónomos que administren.

4.13 ADMINISTRADORA DE BIENES O ACTIVOS

La administradora de bienes o 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.

Las actividades de la administradora podrán ser ejercidas por la Sociedad de Titularización, pudiendo delegarlas al originador. Esta delegación no exime de responsabilidad a la Sociedad de Titularización en la realización diligente de los actos necesarios para la consecución de la finalidad del proceso de titularización.

4.14 ENTIDAD CALIFICADORA DE RIESGOS

Es la entidad especializada que otorga la calificación de riesgo a los valores emitidos a través de procesos de titularización, de conformidad a lo establecido en el Reglamento de Entidades Calificadoras de Riesgo.

4.15 LOS INVERSIONISTAS

Los inversionistas son las personas naturales o jurídicas que adquieren los valores emitidos contra el patrimonio autónomo, y en definitiva constituyen los financiadores de la empresa originadora.

4.16 EL COLOCADOR

El colocador (también denominado Underwriter), es la entidad especializada encargada de colocar en el mercado primario los valores resultantes de un

proceso de titularización. Pueden ser colocadores de estos valores tanto las Sociedades de Titularización como las Agencias de Bolsa.

En Bolivia trabajan varias agencias de bolsa, que generalmente se hacen cargo de la colocación de los valores. Nafibo como sociedad de titularización participa en el proceso pero no interviene directamente en la colocación de los valores.

4.17 EL ESTRUCTURADOR

De acuerdo con el Decreto Supremo, el estructurador es el encargado de agrupar bienes o activos con características comunes para efectos de la constitución del patrimonio autónomo. La realidad es que la labor del estructurador se refiere precisamente a la estructuración financiera y jurídica de los procesos de titularización y no sólo a agrupar unos bienes, como lo define la norma.

En Bolivia, la actividad de estructuración puede ser realizada por la Sociedad de Titularización, por el originador o por otra entidad especializada contratada para tal efecto. Su participación no es indispensable en el proceso.

4.18 REPRESENTANTE COMÚN DE TENEDORES DE VALORES

El representante común de tenedores de valores, es aquella persona individual o colectiva a la cual le corresponde, entre otras funciones, realizar todos los actos necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los tenedores, representar a los tenedores de los valores en todo lo relativo a su interés común o colectivo, solicitar informes a la sociedad de titularización e informar a los tenedores y a la entidad de control sobre cualquier incumplimiento de las obligaciones de la sociedad de titularización.

Cualquier persona individual o colectiva podrá ser el representante de los tenedores de valores. El representante será designado por el originador o por la Sociedad de Titularización, si es la que transfiere los bienes o activos.

Otro aspecto importante es el relacionado con la asamblea de tenedores de valores, que se constituye en el máximo órgano de decisión del patrimonio autónomo, y en el mecanismo para que los inversionistas expresen su voluntad.

La existencia y funciones de la asamblea de tenedores de valores, debe preverse en el contrato irrevocable de cesión de bienes o activos o en el acto unilateral irrevocable de cesión de bienes o activos.

La Asamblea General de Tenedores de Valores tiene la facultad de cambiar al representante y designar a su reemplazante. Las reuniones de la Asamblea de Tenedores de Valores de Titularización, su convocatoria, quórum y otros, se rigen por el Contrato de Cesión Irrevocable, y los Reglamentos que para el efecto se hallan aprobados por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

4.19 PROCESO DE TITULARIZACIÓN COBOCE NAFIBO-001

Nafibo Sociedad de Titularización participó junto con Bisa S.A. en la estructuración del primer proceso de titularización realizado en Bolivia.

En una operación inédita, NAFIBO, como sociedad titularizadora, a través del patrimonio denominado COBOCE-NAFIBO 001, emitió por primera vez en la historia de Bolivia, valores de titularización por un monto de \$us 4 millones, cuyo pago se respaldó con una cartera de 60 letras de cambio por un valor contable de alrededor de \$us 5 millones.

El activo que se transfirió a un Patrimonio Autónomo para su titularización, estuvo compuesto de cuentas por cobrar de COBOCE con la HAM de Cochabamba por

la realización del proyecto " 1 millón de metros cuadrados de pavimento rígido para la ciudad de Cochabamba". La alternativa de COBOCE era cobrar una por una las letras, pero con la operación se le adelanto el "flujo futuro de esas letras". La colocación de estos valores estuvo a cargo de Bisa Agente de Bolsa S.A. habiéndose colocado el 100% de los valores el mismo día de la emisión.

El Proceso de Titularización detallado, se realizó a través de la Cesión Irrevocable de 60 Letras de Cambio por un monto de \$us 5.028.522,06 (Cinco millones veintiocho mil quinientos veintidós 06/100 Dólares de los Estados Unidos de América) giradas a favor de la Cooperativa Boliviana de Cemento, Industrias y Servicios Limitada "COBOCE" y aceptadas por el Gobierno Municipal de Cochabamba. Con este propósito, en fecha 30 de Agosto de 2001 mediante la suscripción del Contrato de Cesión Irrevocable se constituyó el Patrimonio Autónomo denominado "COBOCE NAFIBO 001".

La emisión de los valores recibió una calificación de riesgo FITCH AA3, que significa que fue una emisión con alta capacidad de pago, que no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

Sin embargo, es bueno recordar que la calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para invertir, comprar, vender o mantener un valor, ni un aval o garantía de una emisión, sino un factor complementario para la toma de decisiones de inversión.

4.20 PARTICIPANTES EN EL PROCESO COBOCE NAFIBO-001

Los participantes del proceso de titularización Coboce Nafibo-001, así como su denominación acorde con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores, fueron:

PARTICIPANTES PROCESO DE TITULARIZACIÓN COBOCE NAFIBO-001

Originador	Coboce
Sociedad de Titularización	Nafibo S.A.M.
Administrador de Cartera	Nafibo S.A.M.
Colocador	Bisa S.A. Agente De Bolsa
Estructuradores	Nafibo S.A.M. – Bisa Agente
Representante Común de Tenedores	Unión Bolsa Valores

Fuente: Informe Bolsa de Valores

4.21 ESTADOS FINANCIEROS DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO

El Patrimonio Autónomo tiene contabilidad independiente, elaborada por NAFIBO SAM como Sociedad de Titularización, la cual se lleva de conformidad con las normas de contabilidad generalmente aceptadas que se encuentran vigentes, incluidos los manuales de cuentas emitidos por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. A continuación se presenta los estados financieros del Patrimonio Autónomo:

Patrimonio Autónomo COBOCE NAFIBO 001					
Balance General					
(en miles de bolivianos)					
	dic-01	%	sep-02	%	01-02
ACTIVO (DERECHOS PATRIMONIO AUTONOMO)					Crec.
Disponibilidades			3,01	9,7%	
Inversiones Bursátiles en Valores de Renta Variable					
Otras Inversiones Bursátiles					
Cuentas Pendientes de Cobro Diversa					
Inversiones No Registradas en Bolsa	29745	100%	28,077	90,3%	-6%
Total Activo	29745	100%	31,087	100,0%	5%
PASIVO (OBLIGACIONES PATRIMONIO AUTONOMO)					
Obligaciones Financieras	27364	92%	29,423	94,6%	8%
Obligaciones por Operaciones Bursátiles					
Cuentas Pendientes de Pago Diversa	986	3%			-100%
TOTAL PASIVO	28350	95%	29,423	94,6%	4%
PATRIMONIO					
Aportes en Cuotas de Participación					
Aportes Adicionales					
Ajustes del Patrimonio					
Reservas	928	3%	999	3,2%	8%
Resultados Acumulados	465	2%	665	2,1%	43%
Total Patrimonio	1393	5%	1664	5,3%	51%
Total Pasivo y Patrimonio	29745	100%	31087	100,0%	5%
Cuentas de Orden Deudoras	2,468		3777		53%
Cuentas de Registro	2,468		3777		53%

Patrimonio Autónomo COBOCE NAFIBO 001					
Estado de Resultados					
(en miles de bolivianos)					
	dic-01	%	sep-02	%	Crec. 01-02
Ingresos Operativos					
Cargos Operativos	332	100%	73	100%	-78%
Resultado Operativo Bruto	-332	-100%	-73	-100%	
Ingresos Financieros	1577	475%	2606	3570%	65%
Cargos Financieros	725	219%	2248	3080%	210%
Resultado Financiero y Operativo	520	157%	285	390%	-45%
Cargos por Activos Irrecuperables			1	1%	
Resultado Después de Incobrable	520	157%	284	389%	-45%
Abonos por Ajustes por Inflación	523	158%	2364	3238%	352%
Cargos por Ajustes por Inflación	523	158%	2364	3238%	352%
Resultado por exposición a Inflación	520	157%	284	389%	-45%
Gastos Diversos	54	16%	121	166%	122%
Resultado por exposición a Inflación	465	140%	163	223%	-65%
Ingresos Extraordinarios					
Gastos Extraordinarios					
Resultado Neto del Periodo	465	140%	163	223%	-65%

5 CAPITULO 5

TITULARIZACION Y COEFICIENTES DE LIQUIDEZ Y RENTABILIDAD

Este capítulo tiene el propósito de aportar elementos de reflexión sobre la relación teórica existente entre la titularización y sus influencias en los resultados de las empresas. En primer lugar, se presentan las razones que hacen atractiva la opción de titularizar activos o flujos futuros.

5.1 RAZONES PARA TITULIZAR

Los participantes del mercado de valores, reconocen tres propiedades importantes que hacen atractivo un proceso de titularización; estas son:

- Alternativa de Financiación
- Desvinculación crecimiento y riesgo
- Gestión de riesgos

5.1.1 Una Alternativa de Financiación

En cuanto al sujeto, debe remarcarse que la titularización no es una técnica exclusiva de las entidades financieras, pues otros tipos de entidades también disponen de derechos frente a terceros que pueden ser utilizados para la obtención de financiación. De hecho, las empresas no financieras, al carecer de fuentes de pasivo barato, excepto en algunos casos mediante el aplazamiento de pago a los proveedores, y al no disponer de una calidad de riesgo que les permita acudir en condiciones atractivas al mercado de capitales, pueden encontrar en la titularización la vía más eficiente de financiación, naturalmente si su negocio genera derechos sobre terceros susceptibles de ser cedidos a un vehículo de titularización.

El éxito de la titularización, es decir, su eficiencia como instrumento de financiación, independientemente del tipo de entidad a la que se hace referencia, radica en que la calidad del riesgo de un conjunto de clientes o deudores de la entidad puede ser mejor o más fácil de mejorar que el riesgo propio. Este hecho, junto con las posibilidades de transformación que brinda el vehículo utilizado para la titularización, se traduce en que pueda ser más eficiente acudir al mercado con el nombre de los clientes en vez de con el propio.

La titularización, por otra parte, es un mecanismo de financiación que, en general no contamina a otras fuentes alternativas de recursos. Esto es especialmente importante en el caso de las entidades financieras, acostumbradas a observar cómo la competencia empuja hacia la utilización de nuevos instrumentos de captación de pasivo que desplazan, <canibalizan>, parcialmente a otros más baratos. En el caso de la titularización, por el contrario, no se trata de colocar un producto distinto a los clientes de la entidad, sino de acudir a otros mercados utilizando nombre y riesgo distintos a los propios mediante la creación de un vehículo interpuesto. Una prueba de lo anterior es la colocación de las emisiones de bonos hipotecarios producidas en algunos países de Europa, que se reparte aproximadamente entre un porcentaje superior al 90% en manos de inversores internacionales especializados y el resto fundamentalmente en fondos de inversión, de pensiones y compañías de seguros nacionales. Estos inversores, en todos los casos, pueden considerarse fuentes de pasivo inusuales de las entidades de crédito.

5.1.2 Desvincular Crecimiento y Riesgo

Al titularizar de manera recurrente se puede desvincular la ampliación de la base de clientes del incremento de la exposición al riesgo y, por tanto de la necesidad de incrementar los recursos propios y ajenos de la entidad. Mediante la titularización aumenta la rotación del activo y sólo se requiere acudir al pasivo de manera transitoria. En definitiva, en el caso de entidades financieras, la

titularización conduce a una estrategia de negocio con mayor peso en la política de márgenes y cobro de servicios en lugar de en la asunción de riesgos, permitiendo explotar su mayor activo: la capacidad de originar y administrar grandes masas de pequeños préstamos. Curiosamente, sin embargo, todavía prima en exceso entre las entidades financieras el tamaño del balance por encima del tamaño del negocio, dándose por supuesto en muchos casos que el tamaño de este último y su rentabilidad van indisolublemente ligados al tamaño del primero.

En caso de entidades no financieras, las posibilidades son similares. La posibilidad de incrementar la cifra de negocio sin incurrir en financiación adicional, sean recursos propios o ajenos, sino mediante la cesión de derechos que representan flujos futuros de ingresos y por tanto, incorporan riesgo, se presenta en una gran variedad de entidades no financieras.

5.1.3 La Gestión de Riesgos

En el caso de entidades financieras sujetas a control de riesgos, la titularización al margen de la reducción de riesgo de crédito a que da lugar y, por tanto del ahorro de recursos propios que permite, puede ser simultáneamente un instrumento idóneo para la gestión de los riesgos de interés. Por un lado, posibilita la eliminación del riesgo causado por la amortización anticipada de la cartera de préstamos: por otro lado, permite reducir el desequilibrio de plazos activo/pasivo, sin renunciar a la financiación a largo plazo: y finalmente, también permite transformar tipos entre mercados, prestando en el minorista y desinvirtiendo en el mayorista. Se puede afirmar que la titularización equivale a una financiación con un matching perfecto.

El riesgo de interés causado por la amortización anticipada de las carteras de préstamos es una asignatura pendiente en la mayoría de las entidades de crédito. Todavía no existe información histórica pública y no es frecuente la disponibilidad

de información y análisis del problema a nivel privado de las entidades. Sólo tras la aparición de los primeros fondos de titularización comienza a existir información y se generaliza entre las entidades la necesidad de un seguimiento del problema, en particular como consecuencia de la cada vez menor fidelidad de la clientela ante la creciente agresividad de la competencia.

En otro orden de cosas, se puede decir que la titularización incentiva la mejora del control de riesgos de las entidades. El efecto más inmediato de la titularización es la necesidad de las entidades de adaptar a estándares de mercado tanto los procedimientos de valoración del riesgo de los activos titularizables como los procedimientos de concesión. Las entidades originadoras están sujetas a una valoración por el mercado que traduce en costes de la titularización el nivel riesgo estadísticamente demostrable de las carteras de préstamos y, en ausencia de información fiable en este sentido el que puede deducirse no sólo de las características definitorias de la cartera sino de la calidad y, transparencia de los procedimientos de concesión.

Finalmente, se debe incidir en que rara vez la titularización de una cartera supone la total eliminación de los riesgos, tanto de interés como de crédito, que dicha cartera previamente generaba a la entidad. Bajo el enfoque de los costes de la titularización, la operación provoca un cambio en la estructura de riesgos de la entidad, que pueden seguir siendo, particularmente importantes en la medida en que ésta asuma responsabilidades de mejora de crédito o proporcione permutas para modificar características financieras de los flujos.

5.2 EFECTOS DE LA TITULARIZACIÓN SOBRE LOS RESULTADOS DE LAS ENTIDADES.

El efecto inmediato de la titularización, en el caso de entidades financieras sujetas a normas de solvencia, es la mejora del correspondiente ratio, por simple reducción del activo sujeto a coeficiente.

También se debe producir una mejora de los resultados medidos sobre activos medios (ROA), pero la mejora de los resultados sobre recursos propios (ROE) no es inmediata, aunque se entiende que el incremento del negocio sin necesidad de recurrir a recursos adicionales debe mejorar dicho ratio. Esto último depende, naturalmente, de los costes de la titularización, incluidos los posibles derivados de operaciones fuera de balance relacionadas con las operaciones.

En diversos países existen normas cuyo objetivo es promover el desarrollo del mercado de valores, en tal caso, la titularización tiene ciertos beneficios tales como la exención de obligaciones tributarias y otros costos como los de registro y transferencia.

También, se espera un efecto positivo sobre la liquidez general de la empresa, esto es así porque la titularización permite sustituir un activo menos líquido por otro más líquido.

Es importante tener en cuenta que el éxito de un proceso de titularización depende en gran medida de la calidad de los activos a titularizar, más específicamente del flujo de efectivo que estos generan; esto permite garantizar adecuadamente a los inversionistas y a la empresa le facilita obtener recursos que bien gestionados permitirán un retorno expectable.

En otro orden de cosas, cabe mencionar que la tasa de morosidad sobre activos totales de las entidades puede verse negativamente afectada si los activos titularizados son relativamente de mejor calidad. Lo anterior no significa que la titularización exija necesariamente activos de alta calidad. Por el contrario, también es un instrumento idóneo para ceder activos con problemas de riesgo, aunque en tal caso las mejoras de crédito serán más costosas.

5.3 COSTES DE LA TITULARIZACIÓN

La característica más sobresaliente de las operaciones de titularización de activos es su singularidad⁵³; es difícil encontrar dos operaciones iguales. No obstante y en particular puede definirse una mínima estructura común que permite realizar un análisis de costes aplicable con relativa generalidad.

Otra cuestión previa al análisis es la conveniencia de no limitar éste a elementos de costes, sino también incluir aquellos de carácter positivo para la entidad titularizadora, planteando la cuestión de manera directa en términos coste /beneficio.

Por otro lado, el tratamiento que se pretende dar al problema alcanza más allá de los costes y beneficios que aparecen explícitamente vinculados a la operación financiera entendida en sentido estricto, buscando, si no cuantificar en todos los casos, sí describir la existencia de otros costes y beneficios resultantes o asociados a las operaciones de titularización.

Existen numerosos conceptos de coste, y también de beneficio, que por ser internos a la entidad suelen permanecer ocultos al análisis de la rentabilidad de la operación y a las comparaciones con otras operaciones incluso de la propia entidad.

Una consecuencia, tanto de la existencia de conceptos de coste y beneficio que permanecen ocultos en un análisis superficial como de la citada singularidad de las operaciones, es la dificultad de realizar comparaciones con operaciones llevadas a cabo por otras entidades de las que normalmente sólo se tiene un conocimiento muy limitado, en esta sentido, huelga decir que deben evitarse juicios comparativos fundamentados exclusivamente en datos públicos, sean estos tipos

⁵³Este apartado está tomado de Trujillo (1995b) sobre esta cuestión también puede consultarse Freixas (1993) y Kessler (1995).

de interés, diferenciales, comisiones, etc., que rara vez permiten acercarse a la imagen fiel del coste /beneficio de la operación para la entidad titularizadora.

Entramos a continuación en la descripción de los distintos elementos de coste y beneficio siempre, desde el punto de vista de la entidad titularizadora, con referencia en primer lugar a los que son de difícil cuantificación aunque no por ello de menor importancia, para pasar más adelante a lo que de manera más restringida podemos denominar coste de la financiación obtenida mediante la titularización.

5.4 ELEMENTOS DE DIFÍCIL CUANTIFICACIÓN

Entre los elementos cuyo impacto es de difícil cuantificación se distingue los costes directos de preparación, ejecución y seguimiento de las operaciones y los beneficios no cuantificables inducidos.

5.4.1 Costes directos de ejecución y seguimiento

Dentro del capítulo de costes tienen particular relevancia, especialmente cuando se trata de la promesa de operación que realiza una entidad, los costes de los recursos humanos y técnicos internos imputables al proceso. Por su naturaleza, dichos costes no deberían ser imputados en su totalidad a la primera operación, ni incluso en exclusiva al capítulo de la titularización. Entre otros se incurre en costes derivados de:

- La reorganización y ampliación de las bases de datos.
- La preparación de documentación e información para que la Agencia de calificación pueda enjuiciar todos los elementos de riesgo que la entidad y los activos que ésta tituliza transmiten a la operación.

- El proceso de auditoría de la cartera de activos que en el caso de la titularización de préstamos hipotecarios, y que en el caso de la titularización de otros activos también será exigido con un contenido u otro.
- La preparación de la información y de los procedimientos de comunicación con la Gestora.
- En tanto que administradora de los préstamos el envió de información periódica a la Gestora.
- La adaptación de los procesos contables para recoger las incidencias derivadas del proceso de titularización, teniendo en cuenta que la entidad sigue realizando las mismas funciones en relación a los activos titularizados, pero sus consecuencias económicas tienen naturaleza distinta.

5.4.2 Efectos externos positivos no cuantificables inducidos por la operación

La puesta en marcha de procesos de titularización no sólo da lugar a costes, también tiene efectos positivos difícilmente cuantificables relacionados con:

La mejora global de la información sobre las carteras de activos contenida en las bases de datos que posibilita a su vez una mejora en el análisis y la gestión de riesgos.

El proceso de seguimiento también mejora a partir de técnicas como auditoría interna de ciertas áreas y procedimientos de la entidad y, en particular, supone un control permanente y exhaustivo de la liquidación de los préstamos titularizados.

5.5 EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN OBTENIDA MEDIANTE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS.

Con carácter previo al análisis del coste de los recursos obtenidos mediante la titularización de un cartera de activos, realizamos algunos comentarios relativos a las diferencias con otras alternativas de financiación.

La titularización de una cartera de activos no debe entenderse como un negocio dirigido a la realización de una plusvalía mediante la venta de un activo, sino como un mecanismo de financiación cuya oportunidad debe residir en su coste relativo frente al de otras alternativas de captación de recursos y al margen del destino que se dé a éstos.

Sin embargo, aun cuando debe ser entendida como fuente de financiación, la titularización tiene elementos diferenciales con el resto de alternativas de captación de recursos y estas diferencias son fundamentales desde el punto de vista de la valoración relativa de su coste.

El elemento fundamental a tener en cuenta, causa de las diferencias con el resto de mecanismos de financiación, se deriva de que la titularización obtiene recursos a partir de la reducción del activo en vez de mediante el aumento de alguna partida de pasivo. Por esta motivo, existen diferencias en los riesgos adquiridos y transferidos, en la necesidad de recursos propios y provisiones y en el resto de costes operativos o estrictamente financieros del mecanismo de captación de los recursos.

5.5.1 Los riesgos

Una cartera de activos a titularizar, sean préstamos hipotecarios o de cualquier otra naturaleza, se define por el flujo esperado de ingresos que genera, sujeto a variabilidad como consecuencia de la opción de amortización anticipada que incorporan los préstamos y del riesgo de impagados y fallidos. En definitiva. Se trata de un flujo de ingresos con incertidumbre en cuanto al momento de su recepción y a su montante global.

La titularización de una cartera, en tanto que <venta> de los activos que la componen, supone transferencia de los riesgos que éstos incorporan. Sin

embargo, en muchos casos, la entidad que tituliza <recompra> parte de los riesgos. Por ejemplo, en el caso de los riesgos de fallidos, la recompra de riesgos puede llevarse a cabo mediante la concesión de garantías, compra de deudas subordinadas o concesión de créditos de igual naturaleza subordinada el fondo de titularización y en el caso de los riesgos de tipo de interés, causados por la indeterminación del flujo de ingresos y por su divergencia con el flujo de pagos del fondo de titularización, la recompra puede ocurrir mediante la contratación de permutas financieras o instrumentos similares. Del mismo modo, puede haber recompra de riesgos de cambio, en el caso de que los préstamos y los instrumentos de financiación del fondo estén denominados en divisas distintas y la entidad titularizadora opte por la asunción de dicho riesgo mediante la concesión de algún tipo de permuta.

En definitiva, el coste de financiación por vía de la titularización, al ser comparado con el de otras alternativas de financiación, debe tomar en consideración el cambio en la exposición al riesgo del balance de la entidad.

5.5.2 Recursos propios y provisiones

La titularización de activos del balance de una institución financiera, en la medida en que pueda considerarse una cesión o venta <a término>, es decir sin la existencia de pactos de recompra explícitos o implícitos, exime de la obligatoriedad de cubrir coeficiente de recursos propios y de provisionar los activos vendidos pues, a pesar de seguir los activos bajo la administración de la entidad, habrán sido dados de baja del balance.

Por lo que se refiere a las provisiones, la baja de balance de los activos permite levantar la provisión de carácter genérico, cuyo nivel porcentual depende del tipo de activos de que se trate, así como las provisiones específicas constituidas, en el caso de que por su morosidad los activos titularizados hubieran dado lugar a ello en la fecha de su cesión. Del mismo modo, debe tenerse en cuenta que la

morosidad posterior de los activos de la cartera titularizada no dará lugar a la en otro caso obligatoria constitución de provisiones.

El levantamiento de provisiones tiene un efecto positivo inmediato sobre la cuenta de resultados de la entidad; sin embargo se puede argumentar que el beneficio se limita al adelantamiento en el tiempo del ingreso, lo cual puede ser positivo o negativo para la entidad atendiendo a consideraciones fiscales de política de beneficios.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la <recompra> de algún riesgo, citada más atrás, puede dar lugar a otras necesidades de dotación o provisión total o parcial. Este debe ser el caso cuando la entidad asume deudas subordinadas o contrata permutas financieras.

En la situación más desfavorable, la entidad titularizadora debería mantener las mismas responsabilidades de dotación y nivel de coeficiente de recursos propios, en todo caso, en análisis comparativo con otras fuentes de financiación deberá tener en cuenta estos elementos.

Por lo que se refiere a la liberación de recursos propios, el análisis del menor coste relativo de la titularización frente a otras alternativas de financiación sólo puede hacerse por la vía de asignar un coste a dichos recursos comparativamente al de los ajenos. Es relativamente común, sin embargo, que algunas entidades consideren que este capítulo de ahorro de costes no es relevante, bien por tener la entidad recursos propios superiores a los requeridos por el coeficiente legal, bien por no estar sujeta a la necesidad de remunerar explícitamente dichos recursos. Pero esta consideración es errónea, pues ni el exceso de recursos propios sobre los legalmente requeridos ni la ausencia de remuneración suponen la inexistencia de un coste de oportunidad para dichos recursos, el cual debe ser tenido en cuenta para la eficiencia de la toma de decisiones. Tomando en consideración exclusivamente consideraciones fiscales, podemos afirmar que los recursos

propios tienen un mayor coste que los ajenos, dado que estos últimos son gastos deducibles de la base del Impuesto de Sociedades. Además, desde el punto de vista del coste de oportunidad de los recursos propios, éstos deben incorporar necesariamente una mayor prima de riesgo que los ajenos.

En definitiva, por causa de la liberación de recursos propios, la financiación por vía de la titularización debe considerarse como menor coste, frente a las alternativas que no suponen dicha liberación de recursos propios, la diferencia entre el coste imputado a los recursos propios y el coste medio de los recursos ajenos, multiplicada por el coeficiente legal de recursos propios aplicable a los activos titularizados.. Cálculos realistas que incorporen la prima de riesgo deberían elevar el coste de los recursos propios sensiblemente por encima del de los ajenos y por tanto, reducir en mayor medida el coste relativo de la financiación obtenida por vía de la titularización.⁵⁴

⁵⁴ Véase en este sentido Freixas (1993) que también hace referencia al ahorro relativo de costes que se produce al no estar los recursos procedentes de la titularización sujetos a coeficiente de caja.

6 CAPITULO 6

PRUEBA DE HIPOTESIS

6.1 INTRODUCCION

La finalidad del presente estudio fue abordar la titularización como técnica novedosa y adecuada para que las empresas industriales que generan habitualmente derechos contra terceros, es decir, cuentas por cobrar, documentos por cobrar o cartera, puedan acceder a financiamiento mediante la sustitución de esos activos que representan flujos futuros asegurados por otros de convertibilidad inmediata.

En consecuencia todo el trabajo avanzado, la revisión teórica y el análisis descriptivo realizado en los capítulos anteriores sirven de base para el trabajo de demostración de la hipótesis, cuya formulación indica:

La titularización de flujos futuros, es una técnica financiera novedosa que permite alcanzar mejores niveles de liquidez y rentabilidad a las empresas industriales, no obstante, aún persisten problemas para su generalización debido fundamentalmente a los elevados costos administrativos y las dificultades asociadas a la calificación de los activos.

Para la demostración se decidió trabajar analizando lo acontecido luego del proceso de titularización con los estados financieros de la empresa industrial COBOCE S.A.

A continuación se presenta un resumen que sintetiza la evolución de los estados financieros de COBOCE durante los últimos cuatro años.

6.2 ESTADOS FINANCIEROS DE COBOCE

Cuadro N° 2 COBOCE LTDA.

Balance General 1999 - 2002

(Expresado en Dólares de los Estados Unidos de América)

DESCRIPCION	1999	2000	2001	2002
Disponibilidades	3.290.873	936.497	204.021	1.477.130
Cuentas por Cobrar	3.694.854	3.061.738	3.462.834	3.406.475
Documentos por Cobrar	610.583	3.026.821	7.709.511	5.782.305
Inventarios	16.080.984	18.066.800	13.668.155	13.938.646
Anticipos y Préstamos	441.583	94.044	80.655	205.427
Otros Activos Corrientes	1.920.288	1.285.114	0	1.068.467
ACTIVO CORRIENTE	26.039.165	26.471.014	25.125.176	25.878.450
Documentos por Cobrar		12.003.689	11.967.676	9.945.328
Inversiones	3.602.125	3.911.426	3.984.380	3.832.644
Activo Fijo	27.355.590	25.136.625	21.673.112	22.221.746
Otros Activos	2.432.653	2.161.668	2.793.802	2.262.708
ACTIVO NO CORRIENTE	33.390.368	43.213.408	40.418.970	38.262.426
TOTAL ACTIVO	59.429.533	69.684.422	65.544.146	64.140.876
Prestamos Bancarios	11.980.824	17.149.487	14.684.992	13.105.101
Cuentas por Pagar	6.517.602	6.448.557	5.212.627	5.059.595
Documentos por Pagar	3.210.586	3.648.360	4.240.747	3.699.898
Otras Cuentas por Pagar	2.517.025	3.111.974	3.720.911	3.116.637
PASIVO CORRIENTE	24.226.037	30.358.378	27.859.277	24.981.231
Prestamos Bancarios	12.617.338	15.160.249	17.644.929	17.640.839
Provisión para indemnizaciones	1.154.008	1.278.503	1.339.957	1.257.489
Créditos Diferidos	639.368	10.734	95.854	248.652
PASIVO NO CORRIENTE	14.410.714	16.449.486	19.080.740	19.146.980
TOTAL PASIVO	38.636.751	46.807.864	46.940.017	44.128.211
Fondo Social	10.395.560	9.708.724	9.129.960	9.744.748
Ajuste Global al Patrimonio	2.481.227	3.592.390	4.754.043	3.109.220
Reservas	7.348.408	9.038.486	7.000.210	7.295.701
Resultados Acumulados	567.587	536.958	-2.280.084	-137.004
TOTAL PATRIMONIO	20.792.782	22.876.558	18.604.129	20.012.665
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	59.429.533	69.684.422	65.544.146	64.140.876

El balance consolidado y el estado de resultados al cierre de marzo de 1999, 2000, 2001 y 2002 se presentan en los Cuadros N° 2 y 3 respectivamente.

6.2.1 Activo

En el rubro del activo, las cuentas más destacables son las cuentas por cobrar, documentos por cobrar a corto y largo plazo, inventarios y activos fijos. Las cuentas por cobrar se originan en cuentas corrientes que la empresa mantiene con sus distribuidores hace varios años. Cada distribuidor tiene garantías presentadas a COBOCE y mantiene una línea de crédito que le permite obtener productos al crédito e ir pagando a la empresa a medida que se van realizando las ventas. La rotación de estas cuentas por cobrar es de aproximadamente 90 días.

Los documentos por cobrar se han incrementado significativamente por las letras giradas a favor de COBOCE y aceptadas por el Gobierno Municipal de Cochabamba, por la realización del proyecto "1.000.000 de m² de Pavimento Rígido para la Ciudad de Cochabamba". La suma de dichas letras supera \$us 20 millones y una porción de estas representada por 60 letras cuya suma asciende a \$us 5.028.522,06 han sido cedidas al Patrimonio Autónomo COBOCE NAFIBO 001. La mayor parte de las letras son a largo plazo. Las otras subcuentas reflejan diferentes negocios realizados por la empresa, como ventas de locales comerciales y viviendas, donde COBOCE ha otorgado créditos y existe un documento de respaldo.

Los inventarios han disminuido significativamente pues los productos en proceso han bajado, básicamente porque no se han destinado recursos a la producción de clinker, pues dada la situación general de liquidez la estrategia de la empresa consistía en no tener stocks de materia prima en cantidades superiores a su demanda de producción y de mercado, aunque esto signifique un costo unitario de producción mayor.

Los activos fijos van disminuyendo por efecto de la depreciación de los períodos y no se han realizado nuevas inversiones significativas.

6.2.2 Pasivo

Aproximadamente el 69% del pasivo está representado por deuda bancaria. Esta se ha incrementado significativamente en las gestiones 2000 y 2001 para financiar el crédito otorgado por COBOCE al Gobierno Municipal de Cochabamba por el proyecto de pavimento rígido anteriormente explicado.

Las demás cuentas son del giro normal de la empresa y no han variado significativamente en los períodos de análisis.

6.2.3 Ingresos

Los ingresos por ventas se incrementaron en más del 60% en la gestión cerrada el 31 de marzo de 2000 por efecto las obras de pavimento rígido con el Gobierno Municipal de Cochabamba. En la gestión cerrada al 31 de marzo de 2001 bajaron nuevamente a su nivel anterior y para el 2002 se mantienen.

Durante el periodo de análisis se observa un incremento en los costos de ventas, como efecto del incremento en el costo de producción debido a la política en Inventarios, específicamente de materia prima establecida por la empresa y debido a la competencia de mercado que ha reducido los precios de venta al público, afectando al margen bruto que obtiene la empresa.

Por otro lado, se produjo un incremento de los gastos de comercialización en la gestión 2001 ya que la empresa tuvo que realizar importantes gastos para preservar su participación de mercado, más aún considerando que la demanda nacional de cemento había disminuido en un porcentaje estimado en 15%. Para el cierre a marzo del 2002, los gastos de comercialización se redujeron nuevamente.

Cuadro N° 3
COBOCE LTDA.

Estado de Resultados 1999 - 2001

(Expresado en Dólares de los Estados Unidos de América)

DESCRIPCION	1999	2000	2001	2002
Disponibilidades	3.290.873	936.497	204.021	1.477.130
Cuentas por Cobrar	3.694.854	3.061.738	3.462.834	3.406.475
Documentos por Cobrar	610.583	3.026.821	7.709.511	5.782.305
Inventarios	16.080.984	18.066.800	13.668.155	13.938.646
Anticipos y Préstamos	441.583	94.044	80.655	205.427
Otros Activos Corrientes	1.920.288	1.285.114	0	1.068.467
ACTIVO CORRIENTE	26.039.165	26.471.014	25.125.176	25.878.450
Documentos por Cobrar		12.003.689	11.967.676	9.945.328
Inversiones	3.602.125	3.911.426	3.984.380	3.832.644
Activo Fijo	27.355.590	25.136.625	21.673.112	22.221.746
Otros Activos	2.432.653	2.161.668	2.793.802	2.262.708
ACTIVO NO CORRIENTE	33.390.368	43.213.408	40.418.970	38.262.426
TOTAL ACTIVO	59.429.533	69.684.422	65.544.146	64.140.876
Prestamos Bancarios	11.980.824	17.149.487	14.684.992	13.105.101
Cuentas por Pagar	6.517.602	6.448.557	5.212.627	5.059.595
Documentos por Pagar	3.210.586	3.648.360	4.240.747	3.699.898
Otras Cuentas por Pagar	2.517.025	3.111.974	3.720.911	3.116.637
PASIVO CORRIENTE	24.226.037	30.356.378	27.859.277	24.981.231
Prestamos Bancarios	12.617.338	15.160.249	17.644.929	17.640.839
Provisión para indemnizaciones	1.154.008	1.278.503	1.339.957	1.257.489
Créditos Diferidos	639.368	10.734	95.854	248.652
PASIVO NO CORRIENTE	14.410.714	16.449.486	19.080.740	19.146.980
TOTAL PASIVO	38.636.751	46.807.864	46.940.017	44.128.211
Fondo Social	10.395.560	9.708.724	9.129.960	9.744.748
Ajuste Global al Patrimonio	2.481.227	3.592.390	4.754.043	3.109.220
Reservas	7.348.408	9.038.486	7.000.210	7.295.701
Resultados Acumulados	567.587	536.958	-2.280.084	-137.004
TOTAL PATRIMONIO	20.792.762	22.876.558	18.604.129	20.012.665
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	59.429.533	69.684.422	65.544.146	64.140.876

Finalmente ha existido un alto crecimiento de los costos financieros, como efecto del incremento de deuda bancaria de la empresa. Por todo lo mencionado la empresa incurrió en resultados negativos en las gestiones cerradas al 31 de marzo de 2001 y al 31 de marzo del 2002, aunque esta última gestión la situación se va revirtiendo.

6.2.4 Patrimonio

En el análisis comparativo se observa una reducción en el patrimonio neto entre los Estados Financieros al 31 de marzo de 1999 y al 31 de marzo de 2001, esto se debió a una disminución en las reservas y el resultado negativo de la gestión 2001. La disminución de las reservas obedeció a trabajos de mantenimiento y reconstrucción parcial de hornos en la planta de producción de cemento. Estos trabajos demandaron una inversión importante que fue registrada contra la Reserva para reposición de activos fijos previa consulta y aprobación de los auditores externos. Dicha reserva fue creada especialmente para estos fines.

Es importante remarcar que la gestión 2002 el patrimonio neto aumento debido a que los resultados acumulados, aunque negativos, no incidieron significativamente en la estructura patrimonial final.

6.2.5 Índices Financieros

Cuadro N° 8
COBOCE LTDA.

Evolución de Índices Financieros

DESCRIPCION	1999	2000	2001	2002
Coficiente de liquidez	1,07	0,87	0,90	1,04
Razón ácida	0,41	0,28	0,41	0,48
Patrimonio/activo total	34,99	32,83	28,38	31,20
Pasivo total/patrimoniouneto	185,82	204,61	252,31	220,50
Pasivo total/activo total	65,01	67,17	71,62	68,80
Activo Total/Patrimoniouneto	285,82	304,61	352,31	320,50
PasivoLP/Patrimoniouneto	69,31	71,91	102,56	95,67
Totaldeudasbancarias/patrimoniouneto	118,30	141,24	173,78	153,63
Rotación de Inventarios	350,02	231,31	256,98	257,42
Rotación de Cuentasxcobrar	63,52	163,64	333,13	267,08
Ventas/activos	0,42	0,58	0,39	0,41
Utilidad operativa/gastos financieros	1,64	1,70	-0,18	0,41
Utilidadoperativa/activos	5,64	7,61	-1,03	1,34
utilidadoperativa/patrimoniounetoprom	16,13	23,19	-3,63	4,30
utilidadneta/totalventas	2,29	1,34	-8,99	-0,52
utilidadbruta/ventas	32,22	29,36	23,43	24,42
utilidadoperativa/ventas	13,56	13,14	-2,67	3,29

6.2.6 Liquidez

El coeficiente de liquidez de la empresa tuvo una tendencia decreciente entre los años 1999 y 2001, aunque para el 2002 se recupera merced a los efectos positivos del proceso de titularización y se mantiene en niveles que permiten verificar la capacidad de la empresa de cubrir sus deudas de corto plazo.

La empresa en la gestión 2001 realizó reprogramaciones de sus operaciones con varios bancos del sistema, adicionalmente recibió recursos frescos producto de la

titularización de las letras por cobrar con la HAM de Cochabamba, de esa manera mejora su coeficiente de liquidez y el de prueba ácida.

6.2.7 Endeudamiento

El índice de endeudamiento de la empresa se incrementó entre marzo de 1999 hasta marzo de 2001, primero por incremento de la deuda bancaria que tuvo que ser obtenida para encarar el proyecto de pavimento rígido y segundo por una disminución del patrimonio por las razones ya explicadas. Para el 2002, se observa una leve baja, no obstante, las deudas bancarias son importantes.

6.2.8 Rentabilidad

El índice de rentabilidad de la empresa en las dos últimas gestiones es negativo a causa del resultado obtenido. En las gestiones 1999 y 2000 mostró niveles de rendimiento entre 2% y 3% sobre el patrimonio; y entre 13% y 14% sobre las ventas.

6.3 SIMULACIÓN ESTADÍSTICA

A continuación se realizará la prueba de hipótesis, para tal efecto se recurrirá al uso de un paquete estadístico especializado, no obstante previamente es importante y necesario realizar algunas consideraciones:

Primero, la imposibilidad de realizar la contrastación de la hipótesis mediante la elaboración y estimación de un modelo econométrico, básicamente por que la titularización es un instrumento novedoso de financiación y por ende no existe una serie de datos históricos. Recién a finales del 2002 se esta impulsando una segunda operación de titularización en la Bolsa Boliviana de Valores y los participantes son los mismos del proceso Coboce Nafibo 001.

Segundo, el convencimiento de que no es suficiente el análisis estático de las cuentas del balance y del estado de resultados para obtener conclusiones valederas y definitivas, refuerza la determinación de incorporar el análisis de sensibilidad a través de técnicas avanzadas de simulación estadística, con el fin de recurrir a distribuciones probabilísticas para obtener un criterio final sobre la validez de la hipótesis.

Tercero, se pone sobre aviso que el trabajo requiere amplitud para introducir criterios de inicio; especialmente en lo que se refiere a la asignación de los rangos máximos y mínimos de variación en las principales cuentas de activos y pasivos afectadas por el proceso de titularización. Por cuestiones operativas se tomará en consideración sólo aquellas cuentas que se vieron afectadas significativamente por el proceso de titularización.

6.4 CAMBIOS EN EL ACTIVO CORRIENTE

En primera instancia se analiza lo acontecido con el rubro del activo corriente. A priori, se conoce que el proceso de titularización, debe afectar fundamentalmente a las cuentas de: disponibilidades, cuentas por cobrar y documentos por cobrar, entonces se ha asignado una distribución triangular⁵⁵ a esas cuentas tal como se presenta a continuación:

DESCRIPCION	Valor Pesimista	Valor más Probable	Valor Optimista
	95% del valor observado	Valor Observado	105% del valor observado
Disponibilidades	1.403.274	1.477.130	1.550.987
Cuentas por Cobrar	3.236.151	3.406.475	3.576.799
Documentos por Cobrar	5.493.190	5.782.305	6.071.420

Fuente: Elaboración Propia

El anterior cuadro indica los parámetros que para efectos del proceso de simulación se están asumiendo. En todos los casos se determina una rango de variación del 5% tanto hacia arriba como hacia abajo, es decir, el valor pesimista corresponderá al 95% del valor realmente observado y el valor optimista será igual al 105%.

La finalidad de haber asignado esa distribución de probabilidades a esas cuentas, es observar los cambios que se producen en los coeficientes de liquidez y rentabilidad.

6.5 CAMBIOS EN EL ACTIVO NO CORRIENTE

Los cambios en el Balance General, en el rubro del activo no corriente luego del proceso de titularización, afectaron primordialmente a la cuenta documentos por cobrar. A esta cuenta se le asigna una distribución de probabilidades triangular tal como se detalla a continuación:

DESCRIPCION	Valor Pesimista	Valor más Probable	Valor Pesimista
	95% del valor observado	Valor Observado	105% del valor observado
Documentos por Cobrar	9.448.062	9.945.328	10.442.594

Fuente: Elaboración Propia

Al trabajar con un paquete de simulación, lo que se busca es describir diferentes escenarios, los que corresponderán a un aumento o reducción en las disponibilidades, las cuentas por cobrar ó los documentos por cobrar, obviamente manteniéndose dentro los rangos que se asignaron previamente.

El resultado final será un cúmulo de información que tabulada adecuadamente se aproximará a la distribución normal. Con las tablas finales, entonces, se podrá

⁵⁵ Se eligió trabajar con la distribución triangular, pues esta permite asignar valores extremos al rango de variación de la variable en estudio, teniendo en consideración además que los valores extremos tengan una menor probabilidad de ocurrencia.

realizar pruebas de hipótesis, para verificar, por ejemplo, que el índice de liquidez sea superior a la unidad con un 90% de confianza.

6.6 PRESENTACION DE RESULTADOS

El paquete estadístico utilizado para realizar el trabajo de simulación fue el CRISTAL BALL, los resultados completos y los datos de inicio así como los valores asignados como rangos, se muestran en los anexos.

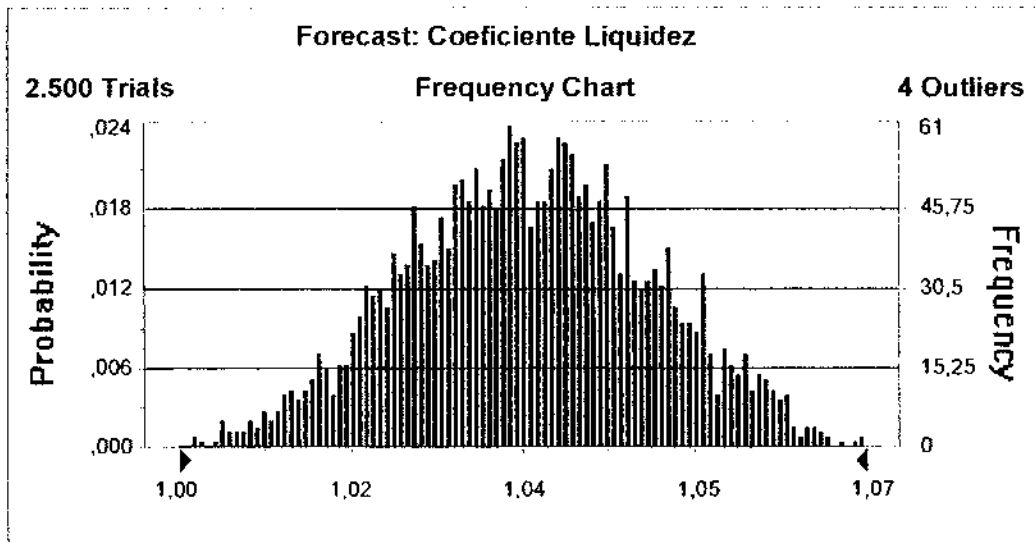
Para los fines del estudio se ha recabado la información esencial, para con base en esos datos realizar las docimias necesarias. En primera instancia se trabajo con los ratios financieros de liquidez y luego con los ratios financieros de rentabilidad. Los ratios seleccionados fueron los siguientes:

RATIOS DE LIQUIDEZ	RATIOS DE RENTABILIDAD
Coefficiente de Liquidez	Retorno Operativo sobre Patrimonio
Prueba Ácida	Retorno Operativo sobre Activo

Fuente: Elaboración Propia

6.6.1 COEFICIENTE DE LIQUIDEZ

La gráfica muestra la distribución de los valores simulados luego de 2500 corridas para el coeficiente de liquidez. Se acompaña además un cuadro que resume las principales medidas estadísticas de centralización y dispersión.



Valores Estadísticos de Proyección	Coeficiente de Liquidez
Corridas	2.500
Media	1,0358
Mediana	1,0356
Moda	---
Desviación Estándar	0,0125
Varianza	0,00015
Apuntamiento	0,0200
Curtosis	2,6440
Coef. de Variabilidad	0,0121
Rango Mínimo	1,0015
Rango Máximo	1,0767
Ancho del Rango	0,0752

Con los datos estimados respecto el coeficiente de liquidez se realiza una prueba de hipótesis en los siguientes términos:

H0: índice de Liquidez =1

H1: Índice de Liquidez >1

La prueba esta destinada a contrastar si el coeficiente es mayor a la unidad con un 95% de confianza. Teóricamente un índice de liquidez mayor a la unidad es un buen indicador de liquidez.

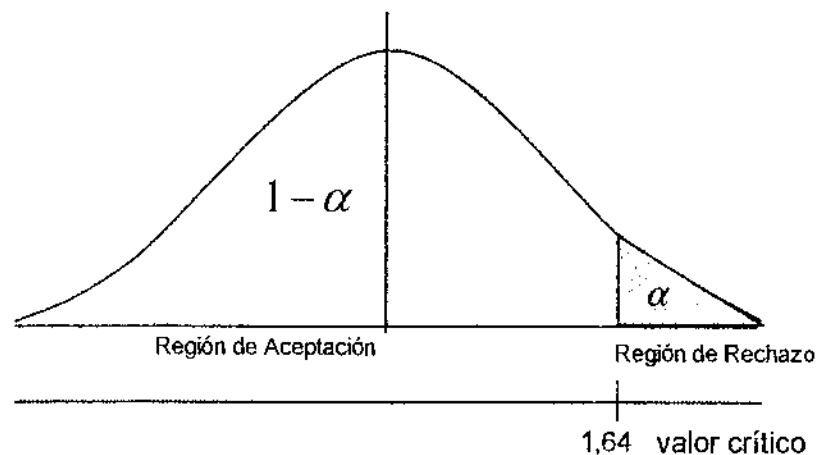
Utilizando el estadístico Z de la distribución normal, cuya formula es:

$$Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\sigma_{\bar{x}}}$$

Para un nivel de significación de 5%, es decir, $\alpha=0.05$ se tiene lo siguiente:

$$Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\sigma} = \frac{1,0358 - 1}{0.0125} = 2.864$$

Viendo en las tablas de la normal, se establece que el valor critico para un 95% de confianza y prueba de una cola es igual a 1.64, luego:

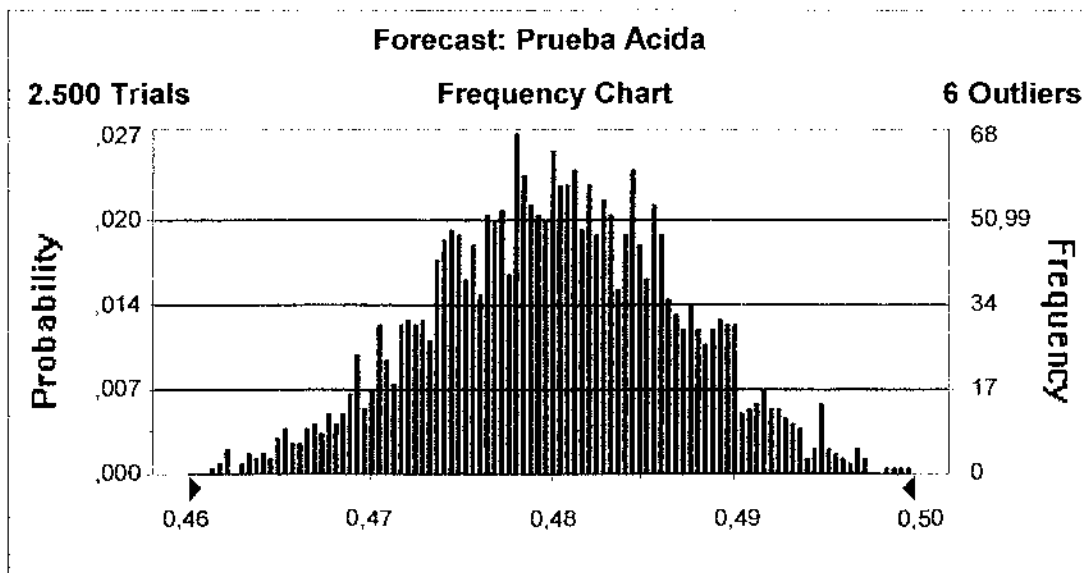


Como el valor calculado es igual a 2.86 y este es mayor a 1.64 entonces se rechaza la hipótesis nula, es decir, se puede concluir que el coeficiente de liquidez es mayor a la unidad con un 95% de confianza.

6.6.2 Razón Ácida

Otro importante ratio utilizado para medir la liquidez de las empresas se conoce como prueba ácida ó razón ácida, esta se caracteriza por tomar en cuenta sólo los activos más líquidos como: caja , bancos y cuentas por cobrar de corto plazo y excluir los inventarios que tienen mayor dificultad para su convertibilidad.

De la misma manera, habiendo asignado un rango razonable para la variación de este ratio y luego de 2500 corridas se obtiene su distribución probabilística tal como de presenta en la siguiente gráfica y en el cuadro que resume las medidas más importantes de tendencia central y de dispersión absoluta y relativa.



VALORES ESTADÍSTICOS DE PROYECCION PRUEBA ÁCIDA

Corridas	2.500
Media	0,4779
Mediana	0,4779
Moda	—
Desviación Estándar	0,0077
Varianza	0,0001
Apuntamiento	0,0042
Curtosis	2,8027
Coef. de Variabilidad	0,0161
Rango Mínimo	0,4545
Rango Máximo	0,5045
Ancho del Rango	0,0500

Tomando en consideración los resultados obtenidos para la Prueba Ácida se procede a realizar la docimasia de hipótesis:

H0: Razón Ácida = 0.45

H1: Razón Ácida > 0.45

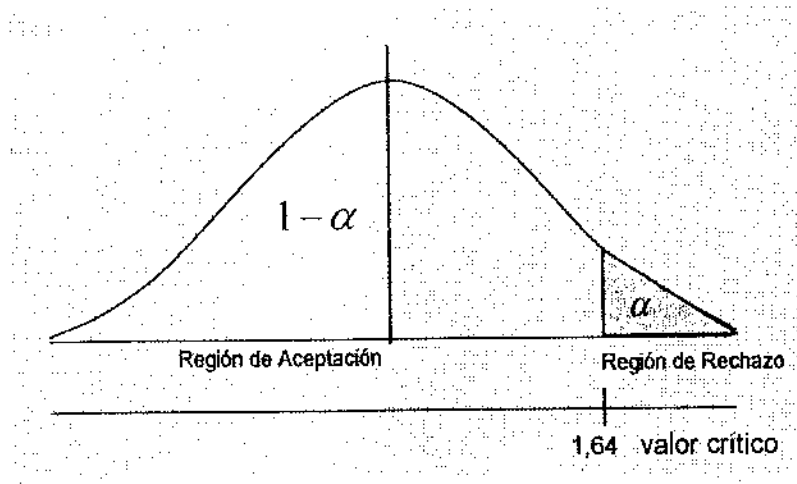
Nuevamente se utiliza el estadístico Z de la distribución normal, tal como se presenta a continuación:

$$Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\sigma}$$

Para un nivel de significación de 5%, es decir, $\alpha=0.05$ se tiene lo siguiente:

$$Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\sigma} = \frac{0.4779 - 0.45}{0.0077} = 3.62$$

Viendo en las tablas de la normal, se establece que el valor crítico para un 95% de confianza y prueba de una cola es igual a 1.64, luego:



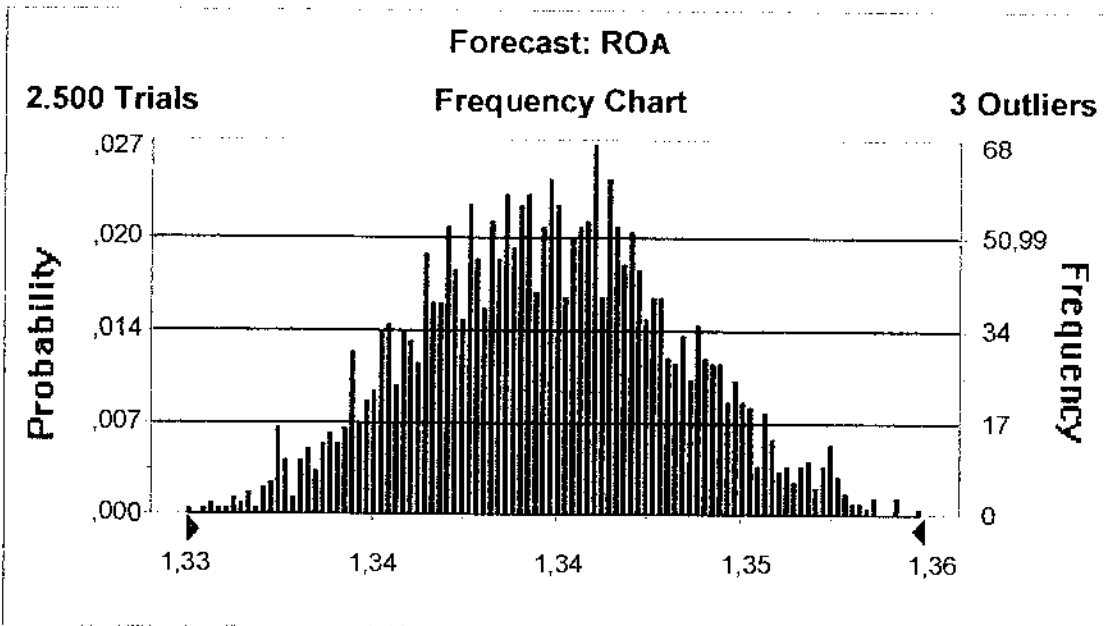
El valor calculado utilizando el estadístico Z es igual a 3.62, siendo en todo caso mayor que el valor crítico obtenido en tablas de 1.64, por tanto se rechaza la hipótesis nula de que la prueba Ácida se enmarca en el valor 0.45 y se puede manifestar que con 95% de confianza la Razón Ácida es mayor a ese valor. Debe remarcarse que tal valor de la Razón Ácida esta dentro los cánones aceptables y sugeridos para empresas industriales.

En definitiva el trabajo realizado hasta este punto, constituye evidencia concreta de que el proceso de titularización mejoró los indicadores de liquidez de la empresa COBOCE.

6.7 RENTABILIDAD

6.7.1 Retorno Operativo sobre Activo ROA

La evaluación del impacto del proceso de titularización sobre los ratios de rentabilidad de la empresa COBOCE se realiza tomando en cuenta el retorno sobre patrimonio. De igual forma, esta razón financiera presenta un rango de variación que depende de los valores asumidos en la distribuciones de probabilidad asignadas a las cuentas relacionadas con la rentabilidad.



VALORES ESTADÍSTICOS DE PROYECCION	ROA
Corridas	2.500
Media	1,3422
Mediana	1,3422
Moda	---
Desviación Estándar	0,0052
Varianza	0,00003
Apuntamiento	0,0342
Curtosis	2,6638
Coef. de Variabilidad	0,0039
Rango Mínimo	1,3274
Rango Máximo	1,3598
Ancho del Rango	0,0325

La información de la tabla, pero principalmente los datos referidos a la media y la desviación Estándar son los que se necesitan para realizar una prueba de hipótesis:

H0: ROA= 1.2

H1: ROA>1.2

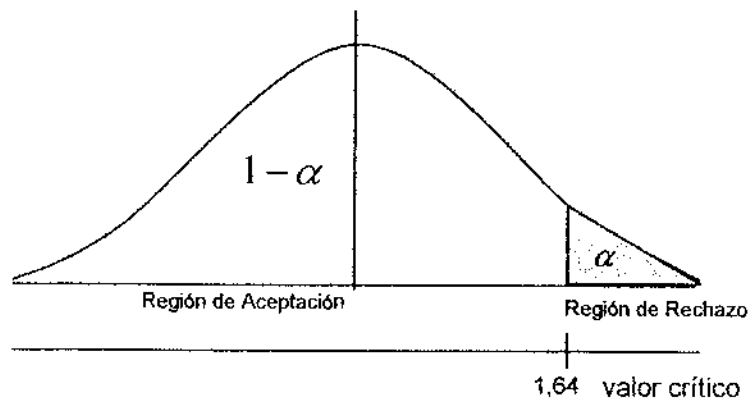
Para realizar la prueba se utilizara el estadístico Z de la distribución normal.

$$Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\sigma}$$

Considerando un nivel de significación de 5%, el procedimiento es el siguiente:

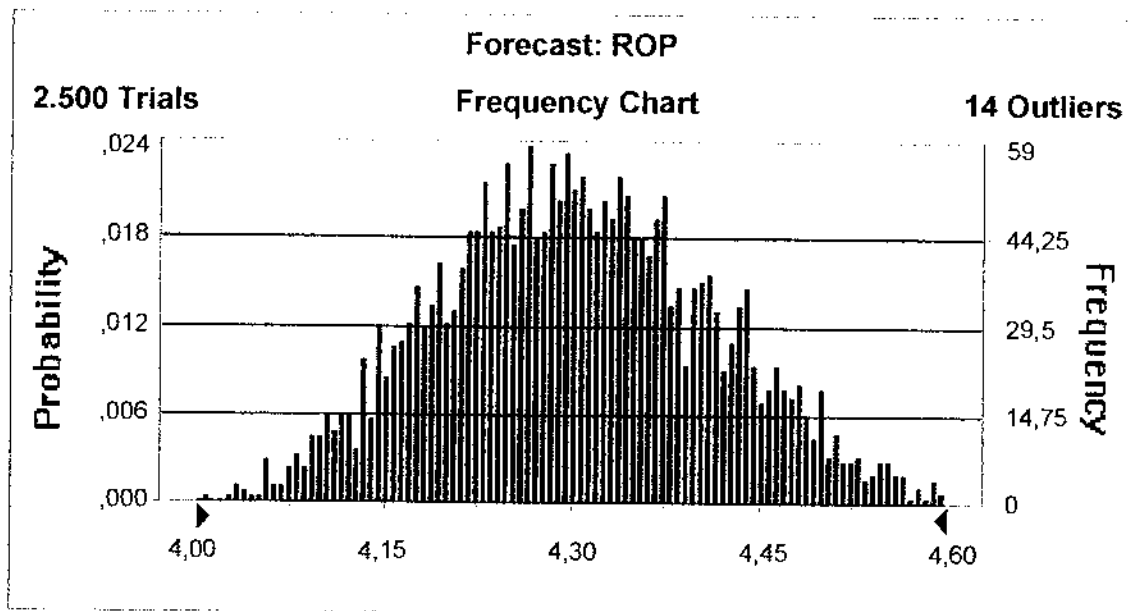
$$Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\sigma} = \frac{1.3422 - 1.3}{0.0052} = 8.11$$

El valor calculado de 8.11 se debe comparar con el valor en tablas de la normal. Revisando las tablas se establece que el valor critico para un 95% de confianza y prueba de una cola es igual a 1.64, luego:



6.7.2 RENTABILIDAD OPERATIVA SOBRE PATRIMONIO (ROP)

Siguiendo con el análisis, se procede a la docimasia del Retorno Operativo sobre Patrimonio. En el cuadro presentado a continuación se tiene la distribución lograda luego del proceso de simulación. Utilizando la información resumida se procederá a realizar la docimasia de hipótesis.



VALORES ESTADÍSTICOS DE PROYECCION	ROP
Corridas	2.500
Media	4,3060
Mediana	4,3046
Moda	—
Desviación Estándar	0,1109
Varianza	0,0123
Apuntamiento	0,1112
Curtosis	2,7464
Coef. de Variabilidad	0,0257
Rango Mínimo	3,9943
Rango Máximo	4,6826
Ancho del Rango	0,6883

El objeto, es realizar con los datos provistos una prueba de hipótesis que contraste el hecho de que el ROA es superior a un valor establecido, de manera que sea equiparable con otras empresas del ramo.

H0: ROP= 3.5

H1: ROP>3.5

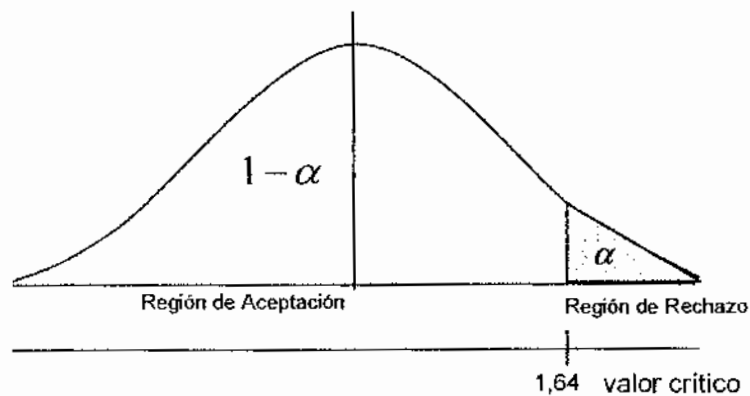
Utilizando el estadístico Z de la distribución normal, se realiza la docimasia de hipótesis:

$$Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\sigma}$$

Para un nivel de significación de 5%, es decir, $\alpha=0.05$ se tiene lo siguiente:

$$Z = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\sigma} = \frac{4.306 - 3.5}{0.1109} = 7.26$$

Viendo en las tablas de la normal, se establece que el valor critico para un 95% de confianza y prueba de una cola es igual a 1.64, luego:



En general, las diferentes docimas de hipótesis realizadas con la finalidad de evaluar si las distribuciones de los coeficientes de liquidez y rentabilidad, o mejor sus valores medios, se encontraban por encima de los valores mínimos requeridos para catalogar a una empresa como rentable y líquida, fueron satisfactorias. Concretamente, luego de realizado un análisis de sensibilidad a los coeficientes de liquidez y rentabilidad, se puede afirmar categóricamente que los mismos se encuentran dentro los rangos aceptables para empresas de este rubro; pero no solamente ello, sino que se ha demostrado que estos ratios mejoraron sustancialmente luego del proceso de titularización.

Es importante hacer notar también, que en general se trabajo con la presunción de que la distribución que siguen las ratios de liquidez y rentabilidad es triangular. Específicamente para variables provenientes de estados contables es prudente y recomendable trabajar con distribuciones de probabilidad triangular, pues se cuenta con información histórica apropiada para determinar los puntos extremos tales como el valor mínimo y el valor máximo, esta tarea generalmente se realiza escogiendo los datos extremos de la serie histórica.

7 CAPITULO 7

PROMOVIENDO LA TITULARIZACION

7.1 Propuesta integral para procesos de titularización

En la presente propuesta se sugiere una serie de acciones para la promoción de procesos de titularización. De esta manera se pretende crear las condiciones para el fortalecimiento de los mecanismos de financiamiento e inversión actualmente existentes, garantizando la transparencia del mercado, y creando los medios de difusión que contribuyan a un mayor conocimiento de las bondades y riesgos que conlleva participar en el mercado de valores.

De principio cualquier iniciativa o afán por participar en un proceso de titularización, requiere el conocimiento certero del mismo. Solo si la Dirección de la empresa esta convencida de que la titularización es el mecanismo idóneo para atender sus requerimientos de financiamiento se podrá poner un proceso en marcha.

Básicamente, la titularización consiste en obtener financiamiento monetizando hoy los flujos de efectivo que se esperan recibir en el futuro.

La titularización de activos es un instrumento de financiación que puede ser utilizado por la mayoría de empresas que tengan interés, sin que necesariamente deban registrarse en la Bolsa de Valores.

Es importante que las empresas industriales y/o de servicios identifiquen cuanta disponibilidad tienen respecto de activos presentes o contratos que garanticen flujos futuros predecibles y verificables. En caso de existir los mismos, es necesario contactarse con profesiones expertos para recibir orientación y obtener un criterio solvente sobre la factibilidad de emprender un proceso de titularización. En todo caso corresponde acudir a una entidad sociedad de titularización.



Identificar activos presente o contratos que garanticen flujos futuros predecibles y verificables

Lógicamente, será preciso que la empresa defina bien cual son sus necesidades y que capacidad tiene para afrontar obligaciones financieras, de manera que pueda dar a conocer a los profesionales entendidos que espera obtener y en que condiciones de un proceso de titularización. En el tramite se vera si es posible estructurar un proceso que satisfaga todas sus expectativas.

Toda empresa que posea en su balance activos presentes o que tenga prevista la generación de flujos futuros, y que requiera recursos financieros actuales para realizar diversas actividades, puede ser parte de un proceso de titularización.

Cuando los activos satisfacen los requerimientos exigidos para un proceso de titularización, y habiendo encontrado suficientes puntos de coincidencia para continuar con el tramite, entonces corresponde formalizar los compromisos para lo cual se redacta un contrato de cesión irrevocable de activos o flujos futuros a un patrimonio autónomo, el mismo que será administrado por la sociedad de titularización.



Formalización mediante la firma de un contrato de cesión irrevocable de activos o flujos futuros a un Patrimonio Autónomo.

La Ley, define claramente la forma en la que la sociedad de titularización recepciona y asume la responsabilidad de administrar los activos cedidos por la empresa, los mismos que pasan a constituir un Patrimonio Autónomo. Al momento de la cesión, la empresa interesada se constituye en "Originador".

Constituido el Patrimonio Autónomo, la sociedad de titularización, en representación de éste, emite valores respaldados y pagados única y exclusivamente por la generación de flujos del Patrimonio Autónomo. En este sentido, las obligaciones que surgen de la emisión de valores de titularización deben ser honradas por el Patrimonio Autónomo y no por el Originador, ni por la Sociedad Titularizadora.

El proceso de titularización, propiamente dicho, comienza con el acto de cesión o venta de activos o flujos futuros a la Sociedad de Titularización en representación de un Patrimonio Autónomo, y tiene una duración igual al plazo máximo al que se emiten los valores de titularización.

Durante ese plazo la Sociedad de Titularización, se encarga de administrar el Patrimonio Autónomo, pudiendo delegar la recuperación de los flujos generados al mismo Originador. En ese caso el Originador, percibe un ingreso por administrar los activos o flujos cedidos, ya que desde el momento de su cesión estos dejan de formar parte de su patrimonio.

Emitidos los valores de titularización, la Sociedad de Titularización a través de un agente especializado, en representación del Patrimonio Autónomo vende los valores en el mercado, por lo cual recibe el efectivo necesario que será transferido al Originador como pago por la cesión irrevocable realizada.

El siguiente esquema, simplifica lo dicho. En el se puede apreciar que la titularización es el proceso por el cual la empresa que requiere financiamiento,

cede o vende sus activos presentes o futuros a un Patrimonio Autónomo administrado por una Sociedad de Titularización.

PROCESO DE TITULARIZACIÓN



Con los activos cedidos o vendidos, la Sociedad de Titularización, constituye un Patrimonio Autónomo, a cuyo cargo emite valores de titularización y a través de un agente especializado los coloca en el mercado. Cabe mencionar que los recursos que la empresa obtiene por ceder o vender sus activos, provienen de la colocación de los valores de titularización antes mencionada.

Al comprar los valores de titularización emitidos por el Patrimonio Autónomo, el inversionista es quien proporciona los recursos para el Originador, constituyéndose en la fuente de financiamiento.

7.2 BENEFICIOS DERIVADOS DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN

La empresa originadora, recibe una serie de beneficios del proceso de titularización, y dependiendo de las características de los activos a ser cedidos estos pueden ampliarse.

En todo caso, resulta útil y muy ilustrativo realizar un análisis comparativo de los beneficios que obtiene la empresa con relación a las fuentes tradicionales de consecución de fondos.

7.2.1 Financiamiento tradicional por el pasivo

Por ejemplo, cuando una empresa requiere financiar sus actividades, puede recurrir a los siguientes recursos:

- Obtener préstamos de entidades financieras o no financieras.
- Emitir por sí mismo títulos valores de contenido crediticio (bonos) para ser colocados en el mercado.

Las dos maneras de financiamiento mencionadas arriba, implican el incremento del pasivo de la empresa y el cumplimiento de una serie de requisitos y garantías.

El proceso de titularización, permite realizar emisiones que no afecten o afecten de manera limitada, el pasivo de la empresa originadora, reduciendo sus costos de fondeo y las contingencias de dicha empresa.

Respecto a los préstamos bancarios de instituciones financieras o no financieras, se debe remarcar el alto costo que puede significar el acceder a los mismos. Esto se traduce en un encarecimiento de los costos de fondeo de las empresas y en consecuencia en un menor rendimiento sobre el patrimonio.

7.2.2 Financiamiento por el patrimonio

Otra alternativa de financiamiento tradicional es la emisión de acciones. Para esto es necesario el cumplimiento de formalidades de ley que no son fácilmente alcanzadas por algunas empresas.

Además, una emisión de acciones ya sea a través de la inclusión de nuevos socios o por la concentración de capital en algunos ya existentes, implica para los antiguos accionistas una disminución de su porcentaje de propiedad sobre la empresa y por lo tanto de su poder de decisión.

El proceso de titularización, generalmente se constituye en una alternativa de financiamiento por el activo, por lo que no afecta la composición patrimonial de la empresa Originadora y por lo tanto no conlleva riesgos de dispersión de control o decisión de los accionistas.

7.2.3 Financiamiento por el activo

En contraposición a los mecanismos financieros tradicionales indicados, la titularización representa una excelente alternativa de fondeo, cuyos principales beneficios son:

- Generalmente, no implica un incremento en el nivel de endeudamiento de las empresas, ya que éstas intercambian sus activos o flujos futuros por liquidez inmediata.
- No conlleva los trámites y procedimientos que serían necesarios para una emisión de títulos valores tradicionales, ya que la empresa que se financia bajo este mecanismo, no se constituye en emisor de los valores de titularización y por tanto no adquiere ningún compromiso de pago con los inversionistas.

- Genera ahorros financieros derivados de la optimización de los flujos de caja esperados por las empresas como resultado de sus diversas inversiones.
- Cada modelo de titularización es desarrollado en función a las necesidades particulares de cada empresa Originadora. Es decir es un proceso “hecho a medida”.
- Permite a la empresa concentrarse en el desarrollo de las actividades relacionadas con el giro de su negocio, sin distraer recursos en el control de obligaciones y actividades relacionadas con el financiamiento.
- Permite generar flujos de caja predecibles que optimizan la planificación, desarrollo y en suma las perspectivas futuras relacionadas con el crecimiento de la empresa.
- De acuerdo a los requerimientos y características particulares de cada Originador, la Sociedad de Titularización podrá determinar el costo de fondeo a través de procesos de titularización, que generalmente es menor al costo de otros mecanismos de financiamiento actualmente utilizados en el país.

7.3 ACTIVOS Y FLUJOS QUE PUEDEN SER TITULARIZADOS

Existen dos grandes grupos de bienes que pueden titularizarse: activos que la empresa Originadora posee en su balance en el presente, y flujos de efectivo que la empresa espera recibir en el futuro.

La normativa vigente en Bolivia permite conformar Patrimonios Autónomos que respalden la emisión de valores en procesos de titularización con flujos que provengan de:

- Flujos futuros de infraestructura, servicios básicos (como ingresos por la venta de servicios de luz, agua, alcantarillado, etc.) y proyectos del sector privado en general.
- Flujos futuros provenientes de la prestación de servicios, como es el caso de flujos provenientes de la prestación de servicios de telefonía móvil celular, telefonía fija, etc.
- Cartera de créditos, pudiendo provenir ésta de entidades financieras y no financieras.
- Inmuebles construidos.
- Proyectos inmobiliarios, materializados en el terreno sobre el que se construirá el inmueble, los estudios
- técnicos y de factibilidad económica, el presupuesto de costos financieros, etc.
- Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- Cualquier otro flujo a ser generado por contratos u otro documento similar.

La normativa boliviana también contempla la titularización de los siguientes activos:

- Contratos de bienes y servicios.
- Documentos de crédito.
- Contratos de arrendamiento financiero.
- Contratos de factoraje.
- Y la posibilidad de que mediante autorización general de la SPVS, se permita la titularización de otros activos.

7.4 CARACTERÍSTICAS QUE DEBEN POSEER LOS ACTIVOS O FLUJOS A TITULARIZAR

Para optimizar los resultados esperados de la implementación de procesos de titularización, los Originadores potenciales deben considerar que sus activos posean ciertas características particulares, relacionadas con el riesgo de realización de los flujos o activos que conformarán el Patrimonio Autónomo. Sin

embargo, dependiendo del giro de su empresa, la sociedad de titularización NAFIBO SAM, puede proporcionarle información necesaria que coadyuve a seleccionar sus activos titularizables. No obstante, con el objeto de ofrecerle pautas que faciliten la toma de decisiones, se presentan algunos requisitos básicos que los activos a titularizar deben cumplir:

- Los activos o flujos a titularizar, deben generar un rendimiento aceptable y predecible.
- Los activos o flujos a titularizar, en lo posible, deben poseer características homogéneas.
- Los activos o flujos a titularizar, deben contar con información histórica que permita evaluar su comportamiento futuro.
- Los activos o flujos a titularizar, deben ser valuables (poseer un valor calculable) en el tiempo.
- Los activos o flujos a titularizar, deben generar o ser capaces de generar rendimientos monetarios en el futuro.

7.5 PASOS A SEGUIR PARA PARTICIPAR COMO ORIGINADORES EN PROCESOS DE TITULARIZACIÓN

Las personas naturales o jurídicas interesadas en participar como Originadores en procesos de titularización, deben contactarse con NAFIBO SAM, sin embargo le informamos que los pasos generales a seguir son los siguientes:

Primer contacto con el cliente (ORIGINADOR)

A solicitud de cada cliente o a invitación de NAFIBO SAM, se realizan reuniones con los interesados para conocer sus expectativas y explicar las ventajas que la titularización puede ofrecer.

Luego, para continuar con el proceso el potencial Originador y la Sociedad de Titularización, deben firmar una Carta de Intenciones cuyo objeto es el de formalizar el compromiso de confidencialidad de ambas partes, en el manejo de la información proporcionada por cada una de ellas.

7.5.1 Presentación de información preliminar

Firmada la Carta de Intenciones, y con el objeto de proporcionar información que sirva de insumo para desarrollar el modelo preliminar de titularización, el Originador debe llenar un formulario de información general de acuerdo a formato predeterminado por NAFIBO SAM, el mismo que será proporcionado a solicitud del cliente en cualquier momento. No obstante, la información requerida por por la Sociedad de Titularización, incluye datos generales relacionados con la empresa Originadora respecto a:

- El giro del negocio.
- Antecedentes históricos y perspectivas a futuro.
- Información financiera histórica, actual y proyectada.
- Procedimientos internos de administración de recursos y generación de valor de sus inversiones.

Una vez recibida la información preliminar del Originador, NAFIBO SAM evaluará la misma y desarrollará con ésta, un modelo preliminar de titularización de acuerdo a los requerimientos específicos del cliente (Originador).

Para concluir la etapa de negociación inicial, NAFIBO SAM presentará al Originador, el Informe de Viabilidad Preliminar del Proyecto de Titularización. La presentación del informe mencionado, otorga al cliente, las consideraciones (beneficios, riesgos, costos, etc.) necesarias para decidir continuar formalmente con la implementación del proyecto.

7.6 ACCESO DEL ORIGINADOR AL MODELO DE TITULARIZACIÓN FINAL

En caso de que el Originador decida continuar adelante con el proyecto y luego de cumplir las condiciones legales estipuladas, éste deberá proporcionar a la Sociedad de Titularización, la información complementaria, que permita la conclusión del proceso de estructuración.

7.7 DOCUMENTOS CONTRACTUALES NECESARIOS

El Originador podrá comprometer formalmente su participación en el proyecto de titularización, mediante la suscripción del Contrato de Servicios de Titularización.

Adicionalmente, cuando corresponda, y de acuerdo a las características del proyecto, el Originador suscribirá con las partes pertinentes los siguientes contratos:

- Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos, suscrito entre el Originador y la Sociedad de Titularización.
- Contrato de Administración de Activos o Flujos Titularizados, suscrito entre el administrador de los activos o flujos a titularizar (que puede ser el Originador) y la Sociedad de Titularización.
- Contrato de Calificación de Riesgo, suscrito entre el Originador y la entidad Calificadora de Riesgo.
- Otros contratos sujetos a características particulares de cada modelo de titularización.

Los modelos de contratos mencionados son generalmente elaborados por la sociedad de titularización y remitidos a los Originadores para su suscripción.

7.8 DUE DILIGENCE

Formalizado el compromiso, la Sociedad de Titularización, – a través de personal propio o de empresas especializadas – realiza la inspección y verificación (due diligence) de los activos a titularizar, con el objeto de comprobar la existencia, desde el punto de vista técnico y legal, de toda la documentación que respalde las características, declaradas por el Originador, sobre los activos o flujos a titularizar.

7.9 CONSTITUCIÓN DE PATRIMONIO AUTÓNOMO

El compromiso de cesión de activos o flujos futuros, por parte del Originador a favor de la Sociedad de Titularización, se materializa mediante la suscripción del Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos, el cual puede ser instrumentado a través de una de las siguientes vías jurídicas autorizadas por la normativa boliviana:

7.9.1 Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos:

Este medio, establece la transferencia absoluta de dominio - en términos jurídicos y contables - de los bienes o activos del Originador a favor del Patrimonio Autónomo representado por la Sociedad de Titularización.

7.9.2 Plazo de cesión de activos o flujos a titularizar

El Originador que ha formalizado su compromiso de cesión de activos o flujos a titularizar, debe tener en cuenta que de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Cesión Irrevocable, el Originador deberá transferir a la Sociedad de Titularización, los activos o flujos a titularizar en un plazo no mayor a 60 días a partir de la suscripción del contrato, pudiendo el Originador modificar el término del plazo establecido comunicando la nueva fecha de transferencia, por lo menos con 30 días de anticipación.

7.9.3 Declaración jurada del Originador

Acompañando la transferencia o cesión de activos, el Originador deberá entregar a la Sociedad de Titularización una declaración jurada firmada por su apoderado, que dictamina que los activos transferidos cumplen con las características establecidas en el contrato de cesión, ajustándose éstos además, a las normas legales pertinentes en vigencia y finalmente, que asume la responsabilidad por los daños y perjuicios derivados de errores, omisiones o falsedades que contenga dicha certificación.

7.10 ADMINISTRACIÓN DE LOS ACTIVOS O FLUJOS A TITULARIZAR

La Sociedad de Titularización responsable por la administración de patrimonios autónomos, asume un rol de medio y no de resultado, y puede delegar la administración relacionada con la recuperación de los flujos a la misma empresa Originadora, ya que en la mayor parte de los casos dicha empresa posee los recursos propios de su giro (personal, infraestructura, know how) que le permiten recuperar los flujos generados por activos que salieron de su propio balance.

7.10.1 Comisiones a los Administradores

La empresa Originadora que se encargará de la recuperación de los flujos generados por los activos presentes o futuros titularizados recibirá del Patrimonio Autónomo - durante el plazo de vigencia del mismo o de su administración – una comisión mensual por administración, de acuerdo a las tareas encomendadas y a la tarifa convenida en el contrato de administración suscrito con la Sociedad de Titularización.

7.10.2 Transferencia de los Fondos Recaudados

El administrador del recaudo de los fondos, como gestor de cobros, recibirá en nombre del Patrimonio Autónomo los recursos derivados de la recuperación de los flujos generados por los activos titularizados (en el caso de cartera de créditos se incluye la recepción de capital, intereses, prepago y otros conceptos) y acreditará el depósito del monto resultante de su gestión de cobranza en una Cuenta de Recaudo de Patrimonio Autónomo, abierta en una entidad financiera.

7.11 GASTOS E INGRESOS DEL ORIGINADOR QUE DECIDA TITULARIZAR

La estructura de costos varía de acuerdo al tipo de proyecto de titularización. Sin embargo, es importante mencionar que se pueden desarrollar estructuras de titularización, de tal manera que para el Originador, los costos de titularizar sean menores a otras alternativas de financiamiento disponibles en el mercado.

Por lo general, el Originador que decida titularizar activos o flujos futuros, incurrirá en los siguientes gastos:

- Pago único a la entidad Calificadora de Riesgo, antes de la emisión. El costo de las calificaciones de riesgo anuales es cubierto por el Patrimonio Autónomo).
- Inscripción y registro del Patrimonio Autónomo y de los valores de titularización en la Bolsa Boliviana de Valores y en el Registro del Mercado de Valores de la SPVS.
- Gastos de due diligence.
- Gastos de Estructuración.
- Otros dependiendo de la estructura a Titularizarse.

Asimismo, el Originador que participe en proyectos de titularización, percibirá los siguientes ingresos:

- Ingreso por monetización (cesión o venta) de activos o flujos cedidos con fines de titularización.
- Pago por administración de activos o flujos titularizados (si se aplica).
- Retorno de excedentes resultantes al final del ciclo de implementación del proceso de titularización (si se aplica).
- Otros ingresos dependientes del tipo de activo o flujo titularizado, y de los mecanismos de cobertura utilizados en la estructuración de modelos.

8 CAPITULO 8

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

8.1 CONCLUSIONES

Una vez analizada la novedosa técnica de la titularización, así como la primera experiencia realizada en Bolivia con el proceso de titularización NAFIBO COBOCE 001, se pueden enunciar las siguientes conclusiones:

- Se ha podido evidenciar que la titularización, constituye una interesante alternativa para obtener financiamiento mediante la convertibilidad de flujos futuros en títulos negociables, respaldados con los activos registrados en el balance. Luego de concluido el trabajo es más sencillo distinguir entre la titularización de activos de lo que pudiera ser simplemente su venta, que normalmente se realiza por mecanismos y razones distintas.
- El estudio realizado también permite concluir que la técnica de titularización no es exclusiva para su realización sólo por entidades financieras pues, otros tipos de entidades también disponen de derechos frente a terceros que pueden ser utilizados para la obtención de financiación. COBOCE por su actividad económico - productiva generó derechos sobre terceros (letras por cobrar) que encontraron en la titularización la vía más eficiente de financiación.
- Se puede afirmar que la eficiencia de la titularización como instrumento de financiación depende en gran medida de la calidad del riesgo del activo que se pretende titularizar que puede ser mejor o más fácil de mejorar que el riesgo propio. En otros términos si los inversores saben que los activos que se están titularizando tienen un adecuada cobertura, es decir, están plenamente garantizados, el proceso se acelera.

- Uno de los efectos más importantes de la titularización es que aligera la rotación de los activos, en efecto, por ejemplo COBOCE ya no tuvo que esperar a que se venzan las letras por cobrar, sino que aumento sus disponibilidades obteniendo recursos en la bolsa merced al proceso titularizador.
- A las empresas industriales, la titularización les permite incrementar la cifra de negocios sin necesidad de contraer pasivos o buscar financiación adicional. Evidentemente, las empresas aumentan sus disponibilidades que les permiten generar más negocios mediante la cesión de derechos que representan flujos futuros de ingresos.
- Como se ha demostrado con el análisis de sensibilidad realizado con el apoyo del programa de simulación CRISTAL BALL, se han producido mejoras sustanciales en los indicadores de liquidez y rentabilidad.
- La mejora en los ratios de rentabilidad se explica porque se ha podido incrementar el giro del negocio sin tener que recurrir a contratar pasivos. Tal efecto positivo resulta patente en el ROA y el ROP.
- Obviamente el comportamiento de los ratios de rentabilidad esta asociado con los costes de la titularización, incluidos los posibles gastos derivados de operaciones fuera de balance. Es bueno mencionar, que el proceso de titularización COBOCE NAFIBO 001, fue muy singular, sin embargo, existe una mínima estructura común a otros procesos similares que permite realizar un análisis de costes aplicable con relativa generalidad.
- Como una conclusión importante, también se puede señalar que un proceso de titularización y su impacto en la dinámica de la empresa tiene algunos costes de difícil cuantificación, tales como: los costes directos de preparación, ejecución y seguimiento de las operaciones además de muchos otros

beneficios no cuantificables inducidos. Entre algunos costes de difícil cuantificación se pueden mencionar: Los trabajos que tuvieron que realizarse para la reorganización y adecuación suficiente de los datos requeridos por un proceso de titularización.

- En un proceso de titularización, es importante considerar la preparación de documentación e información necesaria para que la Agencia de calificación otorgue criterios sobre los activos a titularizarse. El proceso permite la adaptación de los procesos contables para recoger las incidencias derivadas del proceso de titularización.
- El proceso de titularización trajo consigo también muchos beneficios para el originador, en este caso COBOCE; cabe mencionar los siguientes: a) La mejora global de la información sobre los flujos de ingresos y la gestión de activos. B) Obviamente el conocimiento técnico financiero también mejoro, pues el personal de COBOCE aprendió mucho sobre la nueva modalidad de financiación como es la titularización.
- El análisis de la actividad bursátil y del trabajo que realiza la Bolsa Boliviana de Valores, permiten una mejor comprensión sobre su estructura, las normas regulatorias, pero sobre todo sobre el tipo de operaciones que se realizan en ella.
- La evidencia es patente, en Bolivia prevalece la preferencia por realizar transacciones en operaciones de renta fija, y esta es una constante en todo el periodo de estudio. Las operaciones de renta fija prácticamente comprenden el 99% de las operaciones negociadas en la Bolsa.
- La legislación boliviana prevé el incentivo de operaciones de titularización mediante la exoneración de tributos por transferencia e inscripción de los activos a titularizar.

8.2 RECOMENDACIONES

- Debe emprenderse modificaciones en la cultura empresarial boliviana, de manera que se incentive un mejor manejo de los flujos futuros. Los empresarios deben saber que sus activos pueden servir de fuente para conseguir financiamiento en condiciones apropiadas.
- Mientras más experiencia se adquiera sobre los procesos de titularización, quedará claro, que el financiamiento no solo se puede obtener aumentando los pasivos.
- La Bolsa Boliviana de Valores, debería preocuparse un poco más por difundir y capacitar al personal del sector industrial para que se interioricen de la forma en que pueden actuar para acceder a fuentes de financiamiento mediante operaciones en la Bolsa.
- Deben hacerse otros estudios similares, cuya finalidad sea establecer de manera precisa cuáles los obstáculos más apremiantes que impiden la generalización de las nuevas técnicas financieras disponibles y autorizadas en la Bolsa.

BIBLIOGRAFÍA

- BLANK, Leland. "Ingeniería Económica" Ed. McGraw Hill. Bogota, Colombia 1986
- BREALEY, Richard. "Principios de Finanzas Corporativas" Ed. Mc Graw Hill, México 1993.
- Bolsa Boliviana de Valores www.bbv.com.bo
- CORTINA, Ortega Gonzalo. "Prontuario Bursátil y Financiero" Ed. Trillas, México D.F. 1988
- COSS BU, Raúl "Simulación Enfoque Práctico" Ed. LIMUSA México 2000
- CASCANTE, Javier. (1995). "La titularización: un mecanismo para desarrollar el mercado de valores". Ponencia presentada en el seminario sobre titularización organizado por FUNDEPOS y BANHVI.
- Decreto Supremo. N° 25514 "Reglamento de la Titularización" de 17 de septiembre de 1999
- FREIXAS, X y VALERO J. "La Titularización en España" Documento FEDEA Madrid 1991
- HERNÁNDEZ Sampieri, Roberto. "Metodología de la Investigación" Ed. McGraw Hill. México 1999.
- Ley 1834 del 31 de marzo de 1998 Ley del Mercado de Valores
- Ley de Reactivación Económica. Ley No. 2064 del 3 de abril de 2.000
- MODIGLIANI, Franco, Et al. "Mercados e Instituciones Financieras" Ed. Prentice Hall. México 1998
- ROSS, Sheldon. "Simulación Estadística" Ed. Prentice Hall. México 1999
- SACHS Larrain, Felipe. "Macroeconomía" Ed. Prentice Hall México 1994
- SÁNCHEZ, A. "Fiscalidad de la Titularización de Activos Crediticios" Temas de Actualidad No. 78 Junio de 1999
- Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros. Memorias Anuales
- ZORRILLA, Santiago. "Guía para Elaborar la Tesis" Ed. UNAM México 1996
- TRUJILLO, José. "La Titularización de Activos" en Curso de Bolsa y Mercados Financieros. Ed. Ariel España 1998. Pág. 1126.