

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



**“LA TITULARIZACION COMO OPCION DE
FINANCIAMIENTO”**

Proyecto de Grado para obtener el Título de Licenciatura

UNIVERSITARIO: ANTONIO ISRAEL BENITEZ MENDIETA

TUTOR: Lic. RONNY YANEZ MENDOZA

LA PAZ – BOLIVIA
2014

AGRADECIMIENTO

Agradecer al divino creador por mostrarnos el camino, sabiduría y fortaleza para la consecución logro de los objetivos propuestos.

Un agradeciendo especial a nuestro Tutor Lic. RONNY YANEZ MENDOZA quien nos brindo su enseñanza, guía y valioso asesoramiento para la culminación del presente Trabajo.

A la U.M.S.A. y a la Carrera de Contaduría Pública donde obtuvimos conocimientos para la culminación de nuestra carrera.

DEDICATORIA

A NUESTROS PADRES Y HERMANOS

Este es un logro que queremos compartir con nuestros padres: “Amalia Mendieta, y Germán Benítez Alcocer” por todo sus esfuerzos, apoyo y toda la confianza que depositaron en nosotras para poder concluir nuestra carrera universitaria, a nuestros hermanos que siempre han estado a nuestro lado ofreciéndonos su colaboración en cada etapa para la culminación de nuestros estudios universitarios.

ÍNDICE DEL CONTENIDO

	Página
CAPÍTULO I	
MARCO INTRODUCTORIO	1
1.1 INTRODUCCIÓN	1
1.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	3
1.3 JUSTIFICACIÓN	5
1.3.1 JUSTIFICACIÓN SOCIAL	5
1.3.2 JUSTIFICACIÓN ECONÓMICA	5
1.3.3 JUSTIFICACIÓN ACADÉMICA	6
1.4 OBJETIVOS	7
1.4.1 OBJETIVO GENERAL	7
1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	7
1.4.2.1 Objetivos Específicos del Marco Teórico	7
1.4.2.2 Objetivos Específicos de la Investigación	7
1.5 ALCANCE DEL PROYECTO	8
1.5.1 ALCANCE GEOGRÁFICO	8
1.5.2 ALCANCE TEMPORAL	8
1.5.3 ALCANCE SECTORIAL	8
1.6 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN	9
1.6.1 TIPOS DE ESTUDIO	9
1.6.1.1 Estudio descriptivo	9
1.6.2 TIPOS DE DISEÑO	9
1.6.2.1 Diseño experimental	9
1.7 MÉTODOS	10
1.7.1 MÉTODOS TEÓRICOS	10
1.7.1.1 Método Deductivo	10
1.7.2 MÉTODOS EMPÍRICOS	10
1.7.2.1 Método de Observación	10

1.7.2.2 Método Experimental	11
1.8 FUENTES	11
1.8.1 FUENTES FORMALES	11
CAPÍTULO II	
MARCO TEÓRICO	12
2.1 ADMINISTRACIÓN FINANCIERA	12
2.1.1 DEFINICIÓN	12
2.1.2 OBJETIVOS DE LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA	12
2.2 SISTEMA FINANCIERO	13
2.2.1 CONCEPTO	13
2.2.2 MERCADOS FINANCIEROS	14
2.2.2.1 Segmento de los Mercados Financieros	15
2.2.3 INSTRUMENTOS FINANCIEROS	16
2.2.3.1 Sistema Financiero Indirecto	17
2.2.3.2 Sistema Financiero Directo	17
2.3 MERCADO DE VALORES	18
2.3.1 SEGMENTOS DEL MERCADO DE VALORES	19
2.3.1.1 Por el Tipo de Colocación	19
2.3.1.2 Por el Mecanismo de Negociación	20
2.3.2 PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE VALORES	20
2.3.3 TRANSPARENCIA Y MERCADO DE VALORES	22
2.3.4 CONDICIONES Y VENTAJAS DE FINANCIAR EN EL MERCADO DE VALORES	24
2.3.5 VENTAJAS DE FINANCIAR EN EL MERCADO DE VALORES	25
2.3.6 CONDICIONES PARA FINANCIARSE EN EL MERCADO DE VALORES: TRANSPARENCIA	26
2.3.7 PERFIL DE UN POTENCIAL EMISOR	27
2.3.8 PROCESO DE UNA OFERTA PÚBLICA DE VALORES (OPP)	28

2.3.8.1 Los Participantes de la Oferta Pública	29
2.3.9 NORMATIVA EN BOLIVIA PARA LA EMISIÓN DE VALORES	30
2.4 LA BOLSA DE VALORES	31
2.4.1 CONCEPTO	31
2.4.2 FUNCIONES DE LA BOLSA	32
2.4.3 LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES S.A. (BBV)	33
2.4.3.1 Servicios Que Provee La BBV	34
2.5 TITULARIZACIÓN	35
2.5.1 DEFINICIÓN	35
2.5.2 PARTICIPANTES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	37
2.5.3 CARACTERÍSTICAS QUE DEBEN POSEER LOS ACTIVOS O FLUJOS A TITULARIZAR	40
2.5.4 ACTIVOS QUE PUEDEN SER OBJETO DE TITULARIZACIÓN	40
2.5.5 MECANISMOS DE COBERTURA DE RIESGOS	41
2.5.5.1 Mecanismos Internos de Cobertura	41
2.5.5.2 Mecanismos Externos de Cobertura	43
2.5.6 EMISIÓN DE LOS VALORES	43
2.5.7 FINALIDADES DE LA TITULARIZACIÓN	44
2.5.8 VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN	44
2.5.9 MARCO LEGAL DE LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA	46
2.5.10 ANTECEDENTES HISTÓRICOS	46
2.5.11 TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA	47
2.6 ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS	47
2.6.1 DESCRIPCIÓN DE LOS PRINCIPALES ESTADOS FINANCIEROS	48
2.6.1.1 Balance General	48
2.6.1.2 Estado de Resultados	51
2.6.2 INDICADORES DE ESTADOS FINANCIEROS	52
2.6.2.1 Solvencia a Corto Plazo	53
2.6.2.2 Actividad	53

2.6.2.3 Apalancamiento Financiero	54
2.6.2.4 Rentabilidad	54
2.6.2.5 Razones de Valor De Mercado	55
2.6.3 ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL	56
2.6.3.1 Análisis Vertical	56
2.6.3.2 Análisis Horizontal	58
CAPÍTULO III	
CARACTERIZACIÓN DEL ENTORNO	60
3.1 DATOS GENERALES	60
3.2 SERVICIOS QUE PROPORCIONA “COMUNÍCATE”	60
3.2.1 SERVICIO DE INTERNET	61
3.2.2 SERVICIOS DE TELEVISIÓN POR CABLE	62
3.2.3 TELEFONÍA NACIONAL E INTERNACIONAL	63
3.2.4 PUNTOS “COMUNÍCATE”	65
CAPÍTULO IV	
MARCO PRÁCTICO	68
4.1 ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE “COMUNÍCATE”	68
4.1.1 BALANCE GENERAL	68
4.1.2 ESTADO DE RESULTADOS	76
4.1.3 INDICADORES FINANCIEROS DE “COMUNÍCATE”	79
4.1.3.1 Razones de Liquidez	79
4.1.3.2 Razones de Actividad	83
4.1.3.3 Razones de Apalancamiento	86
4.1.3.4 Razones de Rentabilidad	88
4.2 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA ACTUAL DE “COMUNÍCATE”	
	94

4.3 FUNCIONAMIENTO DE LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN EN LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES	97
4.3.1 REQUISITOS PARA LA INSCRIPCIÓN DE UN PROGRAMA DE EMISIÓN E INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE TITULARIZACIÓN	97
4.3.2 REQUISITOS PARA LA INSCRIPCIÓN DE C/ EMISIÓN DENTRO DE UN PROGRAMA DE EMISIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS	100
4.4 ADM. Y FUNCIONES DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN	102
4.4.1 FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS	102
4.4.2 PROCESO DE TITULARIZACIÓN	103
4.4.3 CESIÓN DE LOS ACTIVOS	104
4.4.4 ESTRUCTURACIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO	104
4.4.5 EMISIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES	105
4.4.6 COLOCACIÓN DE LOS VALORES	105
4.5 DETERMINAR EL ASPECTO LEGAL PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN	106
CAPÍTULO V	
PROPUESTA	109
5.1 INTRODUCCIÓN	109
5.2 OBJETIVO DE LA PROPUESTA	110
5.2.1 OBJETIVO PRINCIPAL	110
5.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	110
5.3 ANÁLISIS DE LA DEUDA FINANCIERA DE “COMUNÍCATE”	111
5.4 PLANTEAMIENTO DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	113
5.4.1 IDENTIFICACIÓN DE LOS PARTICIPANTES EN EL PROCESO	114

5.4.2 DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN	118
5.4.3 ORIGEN DE LA CARTERA TITULARIZADA	119
5.4.4 EL PATRIMONIO AUTÓNOMO	120
5.4.4.1 Denominación	120
5.4.4.2 Características	120
5.4.5 LA EMISIÓN	121
5.4.6 ORIGEN DE LOS RECURSOS RECAUDADOS	122
5.4.7 COBERTURA DE RIESGOS	123
5.4.8 FLUJO DE AMORTIZACIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO	123
5.4.9 COSTOS TOTALES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	127
5.5 COMPARACIÓN CON UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE UNA INSTITUCIÓN BANCARIA	135
5.5.1 CRÉDITO BANCARIO	135
5.5.2 COMPARACIÓN DE LAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO	138
5.5.2.1 Relación Costo Beneficio	138

CAPÍTULO VI

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1 CONCLUSIONES FINALES	140
6.2 RECOMENDACIONES	143

BIBLIOGRAFÍA	144
---------------------	-----

ANEXOS

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 Agentes del Sistema Financiero	13
Gráfico 2.2 Componentes del Mercado Financiero	15
Gráfico 2.3 Segmentos de Mercados Financieros	15
Gráfico 2.4 Sistema Financiero Directo	18
Gráfico 2.5 Participantes de Mercado de Valores	22
Gráfico 2.6 Oferta Pública de Valores	29
Gráfico 2.7 Etapas Básicas de la Titularización	36
Gráfico 4.1 Activo Circulante versus Activo fijo	69
Gráfico 4.2 Deuda de largo plazo versus Deuda de corto plazo	72
Gráfico 4.3 Evolución de los Ingresos por Ventas	76
Gráfico 4.4 Razón de Circulante	80
Gráfico 4.5 Prueba Ácida	81
Gráfico 4.6 Prueba Defensiva	82
Gráfico 4.7 Período Promedio de cobro VS Período promedio de pago	85
Gráfico 4.8 Rotación de Activos	86
Gráfico 4.9 Razón de Deuda	87
Gráfico 4.10 Utilidad Bruta	89
Gráfico 4.11 Margen Neto	90
Gráfico 4.12 Roa VS Roe	92
Gráfico 4.13 Proceso de Titularización	104
Gráfico 5.1 Estructura de la Deuda Financiera de “Comunícate”	112

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 3.1 Internet ADSL Plan Post-Pago.	61
Cuadro 3.2 Internet ADSL Plan Pre-Pago.	61
Cuadro 3.3 “COMUNÍCATE” T.V. Televisión por Cable.	62
Cuadro 3.4 Tarifas de Servicio Local.	63
Cuadro 3.5 Llamadas a Celular con opción de marcado 130	64
Cuadro 3.6 Tarifas de Servicio Larga Distancia Nacional.	64
Cuadro 3.7 Tarifas de Servicio Larga Distancia Internacional.	64
Cuadro 3.8 Tarifas de Servicio Local.	66
Cuadro 3.9 Servicio de Larga Distancia Nacional.	66
Cuadro 3.10 Servicio de Larga Distancia Internacional.	67
Cuadro 4.1 Relación efecto causa	95
Cuadro 4.2 Relación efecto causa	96
Cuadro 5.1 Evolución de la Deuda Financiera de “COMUNÍCATE”	111
Cuadro 5.2 Tasas de Interés anuales	113
Cuadro 5.3 Costos de Inscripción y Colocación Agencias de Bolsa	116
Cuadro 5.4 Costos Representante Común de Tenedores de Valores	118
Cuadro 5.5 Tarifas básicas de “COMUNÍCATE”	119
Cuadro 5.6 Ingresos del Proceso de Titularización	120
Cuadro 5.7 Flujo de Amortización del Patrimonio Autónomo	124
Cuadro 5.8 Presupuestos de Costos del Patrimonio Autónomo (expresado en \$us.)	127
Cuadro 5.9 Presupuestos de Costos del Patrimonio Autónomo (expresado en Bs.)	132
Cuadro 5.10 Presupuesto para dar Inicio al Proceso de Titularización	140
Cuadro 5.11 Presupuesto de Costos del Proceso de Titularización	134
Cuadro 5.12 Flujo de Caja Préstamo Bancario	135
Cuadro 5.13 Comparación de Costos	138

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1

93

RESUMEN

A través del tiempo, se ha identificado que el principal problema de la mayoría de las empresas, ya sean pequeñas, medianas, grandes, privadas o públicas, etc, ha sido siempre el de poder financiarse.

Esta necesidad de financiamiento surge por diversas razones:

Cuando existe para una empresa la oportunidad de expandirse, ya sea a nivel departamental, nacional, Cuando existe necesidad de liquidez, el inadecuado manejo financiero de una empresa, que puede darse debido a un mal manejo del Capital de Trabajo, Activos.

Sin embargo, existen otros medios de financiamiento que la mayoría de las empresas no toman en cuenta o desconocen, ya sea porque les resulten relativamente nuevos, o incluso por desconfianza a los mismos. Estas opciones de financiamiento se dan a través del **Mercado de Valores**.

Una de estas herramientas financieras es el **Proceso de Titularización**, que consiste en financiar a una empresa a partir de transformar sus activos, o bienes generadores de flujos de ingresos actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, posibilitando así la obtención de liquidez para la Empresa.

Es por esta razón que el presente proyecto tiene como finalidad, proponer un proceso de Titularización como una diferente y nueva alternativa para poder financiar una empresa, este es el caso particular de la Empresa Telefónica “COMUNÍCATE” S.A

CAPÍTULO I

MARCO INTRODUCTORIO

1.1 INTRODUCCIÓN

A través del tiempo, se ha identificado que el principal problema de la mayoría de las empresas, ya sean pequeñas, medianas, grandes, privadas o públicas, etc, ha sido siempre el de poder financiarse.

Esta necesidad de financiamiento surge por diversas razones:

- Cuando existe para una empresa la oportunidad de expandirse, ya sea a nivel departamental, nacional, o inclusive internacionalmente, para tal efecto la empresa necesitara presupuesto, por ejemplo para la compra de inmuebles y enseres, para el pago de salarios al personal nuevo, para cubrir gastos que requiera una nueva sucursal, hasta que sea financieramente autónoma, alquileres, etc.
- Cuando existe necesidad de liquidez para dar inicio a un proyecto o iniciativa de una empresa que no cuenta con los recursos necesarios.
- El inadecuado manejo financiero de una empresa, que puede darse debido a un mal manejo del Capital de Trabajo, Activos, por ejemplo al realizar una mala inversión, compra, adquisición, exceso de gastos innecesarios.

- También en la parte administrativa pueden haber falencias como ser mal manejo de personal, contratación de personal ineficiente o sin experiencia, falta de capacitación, incremento de personal, etc.

Se podrían citar varias razones más por las cuales existe la necesidad de financiamiento para la mayoría de las empresas en Bolivia y alrededor del mundo, sin excepción del tamaño que tenga o del rubro al que se dedique.

Identificando todas estas características que dan a lugar el hecho de necesitar liquidez inmediata, en el corto o mediano plazo a fin de cubrir dichos gastos, la mayoría de las empresas en el país se ven obligadas a recurrir a la principal fuente de financiamiento, o por lo menos la más conocida, que es la Banca Tradicional.

Este tipo de financiamiento, si bien es la solución para los puntos anteriormente citados, resulta ser costoso y de gran compromiso, puesto que para optar a un préstamo bancario, se necesitan cumplir diversos requisitos (garantías personales, garantías de bienes inmuebles, ingresos elevados, etc.). Por otro lado, el pago de intereses impuesto por las Entidades Financieras, resulta ser relativamente alto y costoso a la vez para el prestatario.

Sin embargo, existen otros medios de financiamiento que la mayoría de las empresas no toman en cuenta o desconocen, ya sea porque les resulten relativamente nuevos, o incluso por desconfianza a los mismos. Estas opciones de financiamiento se dan a través del **Mercado de Valores**.

El Mercado de Valores, se constituye por diversas herramientas financieras, constituye un componente importante dentro del Mercado Financiero, en este mercado se negocian títulos valores, de corto mediano o largo plazo, que permiten a las empresas

financiarse. En este proceso, las empresas se convierten en **emisores** de valores, mismos que son negociables dentro de un mercado primario que tiene lugar en la Bolsa Boliviana de Valores.

Una de estas herramientas financieras es el **Proceso de Titularización**, que consiste en financiar a una empresa a partir de transformar sus activos, o bienes generadores de flujos de ingresos actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, posibilitando así la obtención de liquidez para la Empresa.

Es por esta razón que el presente proyecto tiene como finalidad, proponer un proceso de Titularización como una diferente y nueva alternativa para poder financiar una empresa, este es el caso particular de la Empresa Telefónica “COMUNÍCATE” S.A.

1.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La Empresa Telefónica “COMUNÍCATE” ha estado teniendo problemas financieros durante las últimas gestiones, es esta la razón principal, y causa primaria para llevar a cabo este proyecto de investigación.

“Según los estados financieros de la Empresa a los que se tuvo acceso, la telefónica el año 2008 tuvo elevados costos por la prestación de sus diferentes servicios, tales que superaron sus ingresos operativos. Esto ocasionó que “COMUNÍCATE”, tras haber registrado una ganancia de 4,7 millones de bolivianos en 2007, contabilice una pérdida de 35,8 millones en 2008, ya que los ingresos registrados por servicios de larga distancia, telefonía pública, internet e interconexión, disminuyeron de 322,8 a 305,5 millones de bolivianos, mientras que los costos se elevaron de 367,4 a 372,5 millones de bolivianos.

Según los balances generales de la Telefónica, en 2007, el patrimonio de la telefónica era de 1.173,2 millones de bolivianos, pero en la gestión 2008 se redujo a 1.037,3 millones de bolivianos, los datos reflejan que el déficit acumulado se elevó de 625.1 a 711.6 lo cual influyo en los resultados finales.”

La Empresa Telefónica presta los servicios de telefonía local, larga distancia nacional e internacional, internet, televisión por cable y teléfonos públicos, además cuenta con ingresos por interconexión, facturación, cobranza y corte.

En la Actualidad, la Empresa telefónica, a causa de un manejo administrativo inadecuado, ha acarreado deudas en el corto y largo plazo tanto con los proveedores de servicios, como ser señal de televisión por cable, llamadas de larga distancia, y por otro lado con entidades Financieras.

Es visible que la Empresa Telefónica “COMUNÍCATE”, actualmente atraviesa una situación financiera complicada, lo cual representa para este proyecto, el planteamiento del problema principal, haciendo notar a la vez, que una de las principales necesidades para la Telefónica en el corto a mediano plazo, para solucionar sus problemas, es la necesidad de Financiamiento.

Siendo que la Titularización es una herramienta financiera basada en los Activos de una Empresa, con la finalidad de poder financiarla mediante un proceso que resulte menos costoso que el ofrecido por la Banca Tradicional, y que a la vez resulte más atractivo para los inversionistas en el mismo proceso, y habiendo detectado el problema principal de “COMUNÍCATE” que es el de Financiamiento, se puede plantear la siguiente pregunta.

¿Es la Titularización una herramienta pertinente que permita financiar a las Empresas? Caso “COMUNÍCATE”

1.3 JUSTIFICACIÓN

1.3.1 JUSTIFICACIÓN SOCIAL

La sociedad en Bolivia, al ser un país en vías de desarrollo, desconoce muchos temas actuales en cuanto a Economía y Finanzas se refiere, por otro lado, en el país, más del 80% de las empresas generadoras de empleo, están calificadas dentro del rubro de Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), es por eso que a niveles gerenciales, es necesario tener bases actualizadas y sólidas financieramente hablando, para el desenvolvimiento empresarial correcto y productivo.

El presente proyecto de investigación tiene mucha relevancia para el desarrollo dentro del marco social, puesto que pretende proponer una nueva forma de financiar empresas mediante el proceso de Titularización como herramienta financiera, alentando al sector empresarial a comenzar a invertir y confiar en el Mercado de Valores, adquiriendo así conocimientos acerca de la Educación Bursátil.

1.3.2 JUSTIFICACIÓN ECONÓMICA

Debido a que el problema general empresarial es la obtención del capital de trabajo, liquidez disponible, para los puntos anteriormente citados, es de suma importancia conocer tantos modos, formas, procedimientos para financiar a una empresa como sean posibles.

Este proyecto tiene la finalidad contribuir netamente a la situación financiera de la Empresa Telefónica “COMUNÍCATE”, y por consiguiente a cualquier empresa que cumpla los requisitos para realizar el proceso de Titularización.

A partir de la implementación del proceso de Titularización, la situación económica de la Telefónica mejorará, ya que el mismo generará más ingresos para ser invertidos en sus operaciones, generando así utilidades para “COMUNÍCATE”.

1.3.3 JUSTIFICACIÓN ACADÉMICA

El presente proyecto de investigación surge a partir del interés relacionado y orientado a la Administración Financiera. El proceso de Titularización como tal, forma parte de una de las alternativas de financiamiento para empresas.

El Proceso de Titularización, tanto como su aplicabilidad, son relativamente nuevos en el sector empresarial boliviano, incluso considerado reciente en el ámbito académico del país, razón por la cual la investigación, interpretación y aplicación de esta herramienta financiera resulta de gran beneficio e impulso a más proyectos de investigación acerca de Educación Bursátil.

A diferencia de otras herramientas financieras que ofrece el mercado de valores, así como el financiamiento a través de Entidades Financieras, el proceso de Titularización es el único que permite obtener liquidez para una empresa a partir de sus activos, y no a partir del incremento del patrimonio, o de los pasivos. Característica que se adapta muy bien a la situación actual por la que atraviesa la Empresa Telefónica.

1.4 OBJETIVOS

1.4.1 OBJETIVO GENERAL

Proponer el proceso de Titularización como opción de financiamiento para las Empresas Telefónicas. Caso “COMUNÍCATE”.

1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1.4.2.1 Objetivos Específicos del Marco Teórico

- Conceptualizar el Sistema Financiero y sus principales características.
- Describir las características del Mercado de Valores.
- Precisar los aspectos fundamentales de la Titularización.
- Identificar las principales características de los análisis a estados financieros.

1.4.2.2 Objetivos Específicos de la Investigación

- Analizar los Estados Financieros de la últimas cinco gestiones de “COMUNÍCATE”.
- Analizar la situación financiera actual de “COMUNÍCATE”.
- Identificar la administración y las funciones de un proceso de titularización.

- Investigar y determinar el aspecto legal para la implementación de un proceso de titularización.
- Determinar el grado de rentabilidad a partir del financiamiento mediante Titularización.
- Investigar el funcionamiento de los procesos de titularización en la Bolsa Boliviana de Valores

1.5 ALCANCE DEL PROYECTO

1.5.1 ALCANCE GEOGRÁFICO

Al ser de una Empresa de teléfonos de la ciudad de La Paz y El Alto, la Investigación y realización del presente proyecto se centrara en ambas ciudades.

1.5.2 ALCANCE TEMPORAL

La información que requiere el proyecto, está basada principalmente en los Estados Financieros de las últimas cinco gestiones de una empresa en particular, por lo cual el alcance temporal será desde el año 2007 al año 2011.

1.5.3 ALCANCE SECTORIAL

Abarca prácticamente al sector de la Administración Financiera, en la búsqueda de alternativas de financiamiento a través del mercado de valores.

1.6 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

1.6.1 TIPOS DE ESTUDIO

1.6.1.1 Estudio descriptivo

“Los estudios descriptivos, buscan especificar las propiedades, las características y los perfiles de personas, grupos, comunidades, procesos o cualquier otro fenómeno que se someta a un análisis, es decir, recolectan datos sobre diversos conceptos, aspectos, dimensiones o componentes del fenómeno a investigar.”¹

En este caso el objeto de estudio a ser observado y analizado fue la Empresa de Telecomunicaciones “COMUNÍCATE”, describiendo sus características financieras principales para de esta forma poder determinar su grado de endeudamiento.

Asimismo, se describe el proceso de Titularización planteado.

1.6.2 TIPOS DE DISEÑO

1.6.2.1 Diseño experimental

Esto debido a que se analizó el objeto de estudio construyendo un ejemplo práctico para implementarlo en este caso.

En este caso fue realizar el análisis financiero actual de la Telefónica, para en base a este, proponer una alternativa de solución a su deuda financiera

¹ HERNANDEZ SAMPIERI, Roberto, *Metodología de la Investigación*, .2006, 4ta Ed.

1.7 MÉTODOS

1.7.1 MÉTODOS TEÓRICOS

1.7.1.1 Método Deductivo

“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.”²

La presente investigación requirió de este método debido a que primeramente se expuso el problema global, objeto de investigación, para posteriormente analizar el tema de las fuentes de financiamiento en particular, para proponer el proceso de Titularización.

1.7.2 MÉTODOS EMPÍRICOS

1.7.2.1 Método de Observación

“La observación, como método del conocimiento empírico es la percepción dirigida a la obtención de información sobre objetos y fenómenos de la realidad: constituye la forma más elemental de conocimiento científico y se encuentra en la base de los demás métodos empíricos.”³

1.7.2.2 Método Experimental

² RODRIGUEZ, Francisco, *Introducción a la Metodología de las Investigaciones Sociales*, La Habana, 1995

³ IDEM anterior

En este método el investigador interviene sobre el objeto de estudio modificando a este directa o indirectamente para crear las condiciones necesarias que permitan revelar sus características fundamentales y sus relaciones esenciales bien sea:

- Aislando al objeto y las propiedades que estudia de la influencia de otros factores
- Reproduciendo el objeto de estudio en condiciones controladas
- Modificando las condiciones bajo las cuales tiene lugar el proceso o fenómeno que se estudia.

Así, los datos son sacados de la manipulación sistemática de variables en un experimento (ver **método hipotético deductivo**, el cual a su vez también se considera como un tipo de método empírico fuera del método experimental por su relevancia y eficacia). Una diferencia clara con el método empírico en general es que éste además trata de considerar los errores de modo que una inferencia pueda ser hecha en cuanto a la causalidad del cambio observado (carácter auto correctivo).⁴

1.8 FUENTES

1.8.1 FUENTES FORMALES

Fuentes secundarias. Se recurrirá a información a través de medios electrónicos, internet, bibliotecas y resúmenes

⁴ http://es.wikipedia.org/wiki/M%C3%A9todo_emp%C3%ADrico-anal%C3%ADtico

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

2.1 ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

2.1.1 DEFINICIÓN

Técnica que tiene por objeto la obtención, control y el adecuado uso de recursos financieros que requiere una empresa, así como el manejo eficiente y protección de los activos de la empresa.

Es la disciplina que se encarga del estudio de la teoría y de su aplicación en el tiempo y en el espacio, sobre la obtención de recursos, su asignación, distribución y minimización del riesgo en las operaciones a efectos de lograr los objetivos que satisfagan a las necesidades imperantes de la empresa.⁵

2.1.2 OBJETIVOS DE LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

El objetivo principal de un administrador financiero es el de administrar cada una de las cuentas de activo, pasivo y patrimonio a fin de alcanzar un equilibrio entre rentabilidad y riesgo, que contribuya de manera positiva al valor de la empresa es decir que incremente las utilidades.⁶

En consecuencia, las principales actividades de un Administrador Financiero son:

⁵ <http://www.mitecnologico.com/Main/DefinicionAdministracionFinanciera> (06 de febrero; 2010)

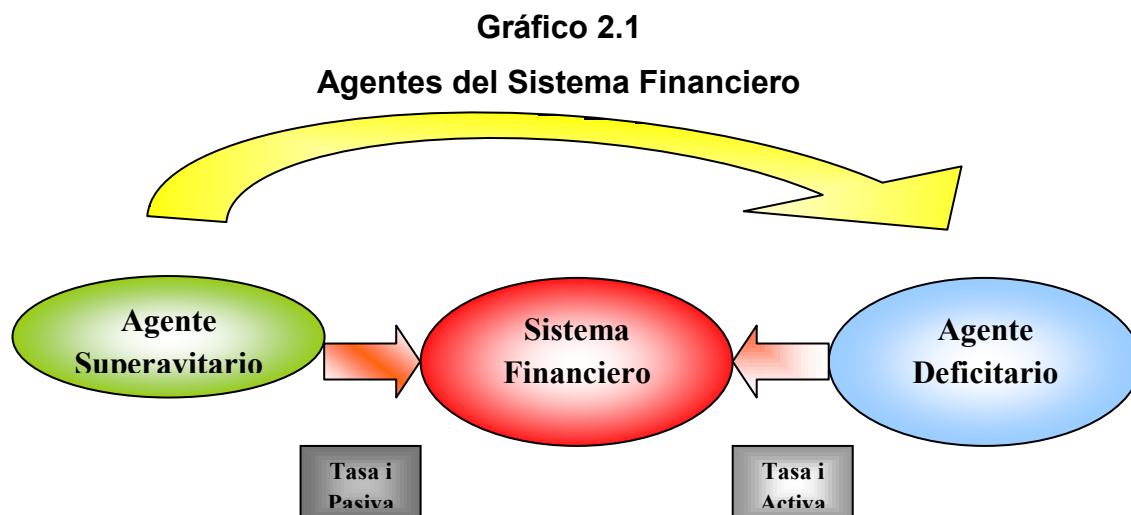
⁶ VAN HORNE, James C; WACHOWICKZ JR, Jhon M. "FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA" Octava Edición. Ed. Prentice Hall. México. 1994.

- Analizar los Estados Financieros de la Empresa.
- Tomar las decisiones de Inversión.
- Tomar las decisiones de Financiamiento.

2.2 SISTEMA FINANCIERO

2.2.1 CONCEPTO

El **sistema financiero** se define como el conjunto de Instituciones de la economía que ayudan a coordinar los ahorros de un agente y la inversión del otro. Este sistema está constituido por instituciones que captan los recursos en poder de los agentes superavitarios con el fin de administrarlos y canalizarlos hacia los agentes deficitarios.⁷



Fuente: Elaboración propia

La eficiencia de esta transformación será mayor cuanto mayor sea el flujo de recursos de ahorro dirigidos hacia la inversión

⁷ Proyecto de Educación Bursátil, *El Mercado de Valores: Sus Funciones, sus Segmentos y sus Participantes* (Pgs. 5-6)

El que las distintas unidades económicas se posicionen como excedentarias o deficitarias podrá ser debido a razones como: la riqueza, la renta actual y la esperada, la posición social, si son unidades familiares o no lo son, la situación económica general del país y los tipos de interés (las variaciones de estos puede dar lugar a cambios en los comportamientos en las unidades de gasto).⁸

El mercado financiero toma en cuenta a:

- Los Mercados Financieros
- Las Instituciones Financieras
- Los Instrumentos Financieros

2.2.2 MERCADOS FINANCIEROS

“Los mercados financieros son aquellos mercados donde se compran y venden activos financieros, estos activos a su vez comprenden obligaciones y derechos de naturaleza financiera.”⁹

Este mercado de activos financieros surge y se desarrolla a partir de que el capital es un bien escaso que no se encuentra al alcance de cualquiera, es por eso que siendo este elemento de vital importancia para llevar a adelante actividades normales o planificadas, y al ser tan demandado, nace este mercado

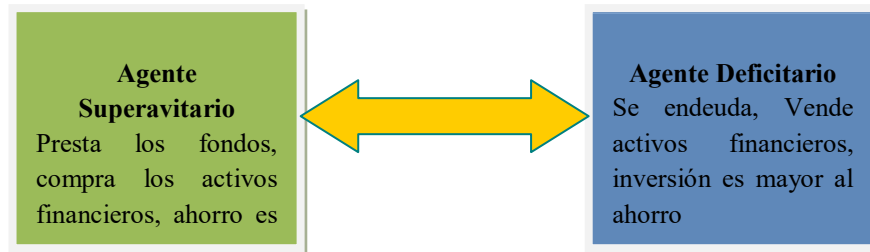
El mercado financiero nace, también por la existencia de dos tipos de agentes, los superavitarios y los deficitarios. Los primeros, son aquellos que después de haber cubierto y satisfecho sus necesidades principales, poseen excedentes y desean invertirlos para incrementar sus bienes. Los segundos son aquellos que no disponen de tantos

⁸ VARIOS. "Sistema Financiero y Economía real". Papeles de Economía nº 65, 1995

⁹ Proyecto de Educación Bursátil, *El Mercado de Valores: Sus Funciones, sus Segmentos y sus Participantes* (Pgs. 8-9)

recursos y al contrario tienen necesidades financieras para poder realizar sus actividades productivas de inversión, por lo cual necesitan cubrir sus déficits.

Gráfico 2.2
Componentes del Mercado Financiero

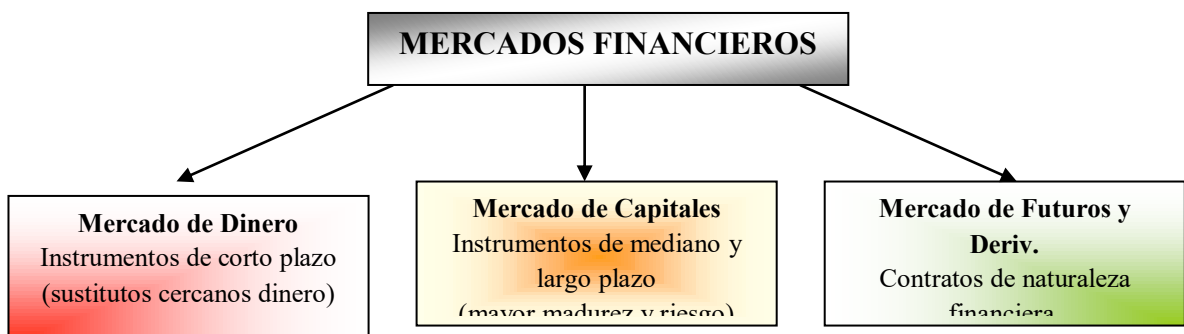


Fuente: Proyecto de Educación Bursátil.

2.2.2.1 Segmento de los Mercados Financieros

Los mercados financieros tienen claramente definidos tres segmentos:

Gráfico 2.3
Segmentos de Mercados Financieros.



Fuente: Proyecto de Educación Bursátil

Mercado de Dinero.- Se caracteriza por que en este mercado se negocian activos financieros de corto plazo (generalmente menos de 1 año), a su vez estos activos suelen ser sustitutos del dinero debido a su alta liquidez por ser fáciles de negociar. Dentro de este mercado se encuentran: los pagarés, papeles comerciales, certificados de Banco Central, etc.

Mercado de Capitales.- se caracteriza por albergar activos financieros de mayor plazo (superiores a un año), los cuales tienen mayor variabilidad en cuanto a su liquidez, y con mayor contenido de riesgo, por cuanto alcanzan mayores rentabilidades, por ejemplo: bonos subordinados, bonos de arrendamiento financiero, bonos corporativos, obligaciones resultantes de procesos de Titularización, etc.

Mercado de Futuros y Derivados.- Acá se negocian contratos de naturaleza financiera con condiciones que se fijan al momento del acuerdo, que deben ser ejecutados en una fecha específica o en un intervalo de tiempo determinado. Se realizan para contrarrestar la incertidumbre de la ocurrencia de eventos futuros, entre los más comunes están: swaps, forwards, futuros, opciones e índices.

2.2.3 INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Los Instrumentos financieros, que son aquellos que se negocian en los mercados financieros están constituidos por **activos financieros**, que pueden ser de forma indirecta, por ejemplo créditos bancarios, y directa por ejemplo y básicamente valores, según la forma de intermediación a la cual están vinculadas.

Según el tipo de activo, los instrumentos financieros dividen al sistema financiero en dos:

- Sistema Financiero Indirecto o de Intermediario
- Sistema Financiero Directo o Intermediación Directa

2.2.3.1 Sistema Financiero Indirecto

El sistema financiero indirecto, es aquel donde participa un intermediario, que comúnmente es el sector bancario, (incluyendo la banca comercial asociada y la privada, que emiten préstamos a corto plazo), con el objetivo de captar recursos del público, para luego colocarlos en forma de préstamo, cobrando a los segundos una tasa de interés predeterminada. Así, demandantes y oferentes de capital se relacionan indirectamente a través del intermediario.

Para los bancos, los créditos que acomodan, representan su principal activo, que viene siendo, según el proceso descrito, de naturaleza indirecta. También pueden considerarse como intermediario indirecto a los fondos de inversión y los fondos de pensiones, debido a que las personas acceden al mercado indirectamente a través de estas instituciones.

Los principales componentes del sistema financiero indirecto lo constituyen:

- Bancos
- Cooperativas de Ahorro y Crédito
- Mutuales de ahorro y préstamo para la vivienda
- Fondos Financieros Privados

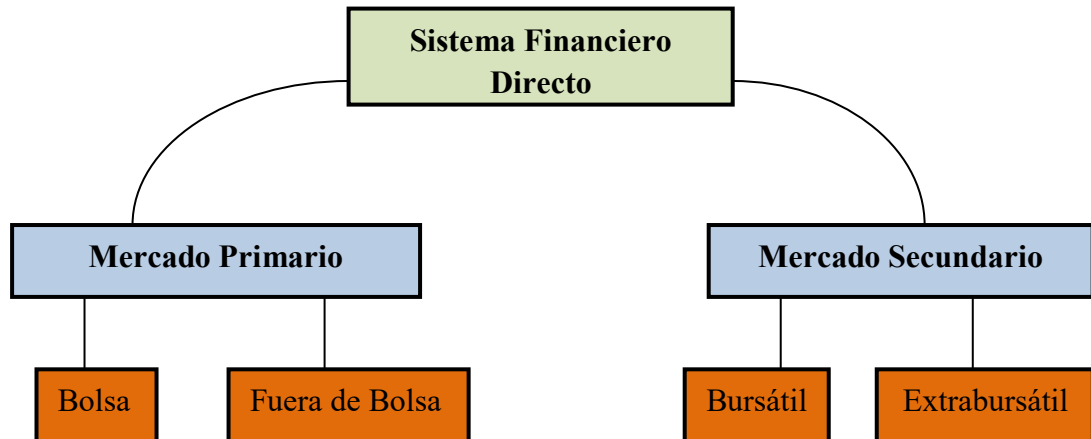
2.2.3.2 Sistema Financiero Directo

El Sistema Financiero Directo resulta de la necesidad de obtener financiamiento para algún proyecto o actividad de una empresa (agente deficitario), pero que a la misma no le resulte conveniente acudir al sector bancario, entonces la empresa puede recurrir al mercado de valores, y hacer una emisión de los mismos (ejemplo: acciones u obligaciones) captando de esta manera los recursos que necesite directamente de los

oferentes de capital (agente superavitario). Estos oferentes no son otros que los inversionistas que adquieren estos valores sobre el riesgo que están dispuestos a asumir y el rendimiento que esperan obtener de estos valores.

El sistema financiero directo, está compuesto básicamente por el **Mercado de valores**.

Gráfico 2.4
Sistema Financiero Directo



Fuente: Proyecto de Educación Bursátil

2.3 MERCADO DE VALORES

El Mercado De Valores es una parte importante de los Mercados Financieros, los que a su vez conforman el Sistema Financiero. En este mercado, se intermedian recursos para financiar a quienes lo requieran, otorgando mayores ventajas que otras fuentes de financiamiento. Para conformarlo, se incluyen a los mercados de dinero y mercados de capitales.¹⁰

¹⁰ Proyecto de Educación Bursátil, *El Mercado de Valores: Sus Funciones, sus Segmentos y sus Participantes*.

Entre sus funciones más conocidas están:

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

Valor: “Cualquier título transferible incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, deventures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión” ¹¹

2.3.1 SEGMENTOS DEL MERCADO DE VALORES

Los criterios más importantes para diferenciar los segmentos de un mercado de valores son:

- Por el tipo de colocaciones se divide en mercado primario y secundario
- Por los mecanismos de negociación utilizados se divide en mercado bursátil y extrabursátil.

2.3.1.1 Por el Tipo de Colocación

Mercado Primario.- También llamado mercado de emisiones, es aquel que está relacionado con la colocación inicial de los valores, realizado a un determinado precio. Siendo el caso de una oferta pública de los valores, se requiere de la autorización previa de la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros (SPVS), y de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores. Este tipo de oferta se hace para todo el público interesado en comprar un valor.

¹¹ CAMARGO MARÍN, *El Mercado de Valores*, La Paz. 1998.

Alternativamente esta colocación puede ser de carácter privado; es decir emitir una oferta de venta dirigida específicamente a ciertas personas o instituciones, siendo inaccesible para el resto del público.

Mercado Secundario.- También llamado mercado de transacciones, en este mercado se conforman las negociaciones y transferencias de valores que ya fueron emitidos y colocados previamente. Su negociación en la Bolsa y los demás mecanismos de negociación centralizada hacen que sea un mercado secundario por excelencia.

2.3.1.2 Por el Mecanismo de Negociación

Mercado Bursátil.- Este segmento conforma el mercado que, tomando como elemento diferenciador la forma de negociación de los valores, se ubica dentro de la Bolsa, no como recinto, sino como mecanismo, el cual se denomina Rueda de Bolsa, en este mecanismo se participa mediante las Agencias de Bolsa.

Mercado Extrabursátil.- Este mercado es aquél en el cual se negocian y colocan los valores, fuera de la Bolsa como mecanismo de negociación. Este mercado puede centralizarse o no, aunque en general es un mercado que no está organizado con reglas determinadas para poder negociar los valores.

2.3.2 PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE VALORES

Los participantes en el mercado de valores son:

- **Inversionista.-** Es el que dispone de recursos y los ofrece para financiar las oportunidades de ahorro o inversión que se le presenten, es aquél que adquiere los valores de inversión.

- **Intermediarios.**- Actúan como facilitadores para acercar a quienes ofrecen recursos (inversionistas), y a quienes necesitan captar recursos (emisores de valores). El intermediario típico es la Agencia de Bolsa, que brinda sus servicios bajo una comisión.

- **Bolsa de Valores.**- Brinda los medio y condiciones necesarias para poder realizar la negociación de estos valores. En ella participan sus miembros, que generalmente son los intermediadores (Agencias de Bolsa).

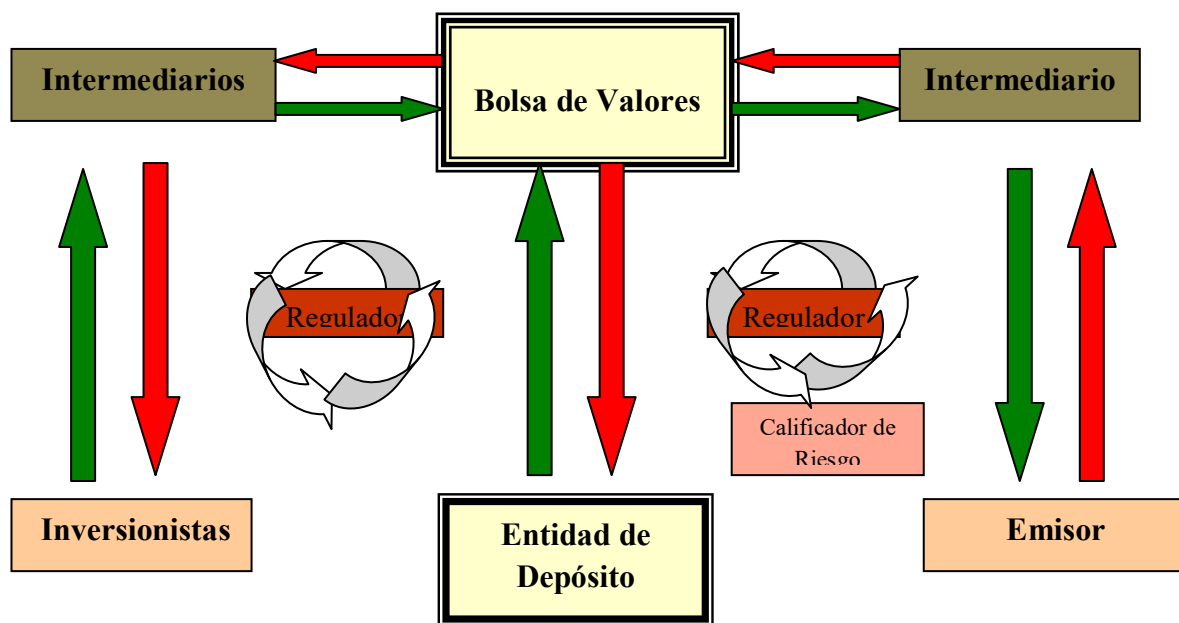
- **Entidad de depósito.**- Es la entidad que tiene dos funciones: custodiar los valores que se negocian, y posibilitar de manera ordenada su liquidación (pago y entrega de valores).

- **Calificadora de riesgo.**- Es la entidad que evalúa y mide con métodos especializados la posibilidad de incumplimiento por parte de los emisores de los valores hacia los inversionistas. La calificación se realiza generalmente sobre valores representativos de deuda o de contenido crediticio.

- **Emisor.**- Es aquel que necesita disponer de los recursos necesarios, adicionales a los que viene generando, para sus actividades o aplicación a sus proyectos, por lo tanto es el que emite los valores.

- **Regulador.**- Tiene la función de establecer las reglas que ordenan el funcionamiento del mercado y verificar que se cumplan. En la práctica existe más de una entidad, de diferente especialización, con labores de regulación dentro del Sistema Financiero.

Gráfico 2.5
Participantes de Mercado de Valores



Fuente: Proyecto de Educación Bursátil. *El Mercado de Valores*

2.3.3 TRANSPARENCIA Y MERCADO DE VALORES

“El mercado de valores, es un mercado que basa su desarrollo en la confianza que inspira, la misma que a su vez depende de la protección que diseñe a favor del inversionista. La **Protección al Inversionista** por tanto es esencial y para ello es importante que el inversionista no tome decisiones al azar. El debe evaluar apropiadamente su decisión, y para contribuir a ello necesita acceder a la información que se requiera”¹²

La transparencia es un principio fundamental dentro del mercado de valores, puesto que hace posible que todos los inversionistas gocen de igualdad de condiciones en el

¹² Proyecto de Educación Bursátil, *Ventajas y Condiciones de Financiamiento en el Mercado de Valores* (Pgs. 7-8).

mercado, contando con información fidedigna y oportuna, dándoles así a los inversionistas los elementos suficientes para una toma de decisión correcta y fuera de riesgos que puedan afectar a su patrimonio.

En virtud de este principio de transparencia, todas las entidades que intervienen en negociaciones dentro del mercado de capitales están expuestas a la observación del público en general, mayormente en el caso de los emisores, que se atienen a la observación de sus propios socios, acreedores, y de sus potenciales inversionistas.

En contraste, cuando la información resulta ser insuficiente o inapropiada, automáticamente se genera en el entorno incertidumbre y se ven afectadas las decisiones de las personas o de las instituciones involucradas en la negociación. Como resultado los individuos tienden a verse menos inclinados a invertir en valores de largos plazos, o los bancos disminuyen el otorgamiento de préstamos, generando así una reacción en cadena que puede darse cuando las expectativas o la información no era la correcta.

En Bolivia, la información se logra a través de reportes que periódicamente deben remitir las empresas emisoras de valores a la Superintendencia de Pensiones Valores y seguros (SPVS) a través del Registro del Mercado de Valores (RMV) así como a la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) que es donde se negocian estos valores.

El RMV se encuentra a cargo de la SPVS, y la información que se encuentra en él es de carácter público. En este registro están obligadas a inscribirse todas las empresas que realizan ofertas públicas de valores; acciones, bonos, valores de titularización, etc. Así como los demás participantes dentro de las negociaciones, tales como las Bolsas, Agencias de Bolsa, Fondos de Inversión, etc.

Por otro lado, también existe información que se considera privilegiada, por recaer en manos de solo unas cuantas personas. Esta **información privilegiada** es aquella que aún

no ha sido difundida al público en general y que resulta ser de acceso a solo unos cuantos; el uso inadecuado de esta información puede resultar perjudicial para el desarrollo y desenvolvimiento normal del mercado, por esta razón el uso indebido de información privilegiada ha sido prohibido por ley.

Las personas que tienen acceso a información privilegiada son aquellos que en virtud de su posición de accionistas, directores, gerentes, funcionarios o asesores y trabajadores de las sociedades emisoras que toman en cuenta el conocimiento de la situación financiera o los valores incorporados a la negociación bursátil, pueda permitirles obtener una ventaja económica respecto de todos los demás inversionistas. Se toma en cuenta la expresión “insider” para nombrar a la o las personas que tienen acceso a la información privilegiada. Este tema es constante motivo de preocupación debido a que siempre habrá información privilegiada.¹³

2.3.4 CONDICIONES Y VENTAJAS DE FINANCIAR EN EL MERCADO DE VALORES

El mercado de Valores, como ya lo explicamos, es un mercado especializado dentro del cual se canalizan los ahorros internos y externos para su posterior inversión en actividades productivas, poniéndolos a disposición de aquellos que buscan financiamiento en condiciones atractivas y competitivas, y de esta manera contribuir al continuo mejoramiento productivo y económico de la sociedad en general.

¹³ Proyecto de Educación Bursátil, *Ventajas y Condiciones de Financiamiento en el Mercado de Valores* (Pgs. 10 - 11).

Los Potenciales Beneficiarios: Los Emisores

El emisor es aquél que da origen a los valores que son negociables en el mercado, sus emisiones son producto de su estrategia de financiamiento, que a su vez depende del uso de los recursos que van a captarse.

El lugar donde ocurren las transacciones lo brinda la Bolsa. Mientras el inversionista se enfoca en decidir cuál será su estrategia de inversión (selección de valores en los cuales se invertirá), el emisor de estos valores se concentra en definir cuál será su estrategia de financiamiento (elección de la forma de financiarse)

El Instrumento: La Oferta Pública de Valores

Es una invitación adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, con el objetivo de realizar cualquier negocio jurídico que se refiera a la colocación, adquisición o disposición de valores.

Para tal efecto, pueden ser las distintas entidades del sector público o privado posibles emisores de valores. Uno de estos es el Gobierno, que a través de su administración central, o a través de las distintas organizaciones que lo conforman, pueden emitir valores con el propósito de financiar sus actividades. Por su parte las empresas del sector privado evalúan continuamente sus esquemas de financiamiento, recurriendo a sus propias fuentes internas, tanto como a fuentes externas, las cuales pueden provenir de los bancos como de la misma colocación de valores en el mercado.

2.3.5 VENTAJAS DE FINANCIAR EN EL MERCADO DE VALORES

Entre las diversas ventajas que ofrece el financiamiento a través del mercado de valores para las empresas, cabe resaltar que no todas se presentarán siempre y

simultáneamente en todos los casos, y tampoco en el mismo grado. Las potenciales ventajas reconocidas son:

- Ofrece un costo financiero competitivo.
- Satisfacción flexible de las necesidades de financiamiento a corto, mediano y largo plazo,
- Mayores plazos, amortizaciones más holgadas.
- Posibilidad de otorgar garantías o resguardos más variados.
- Mejoramiento en el manejo de los ciclos de liquidez e iliquidez para cualquier emisor.
- Mejora de la imagen de la empresa emisora en el mercado.
- Permite acceder a montos importantes de financiamiento, debido a la demanda potencial de inversionistas institucionales.
- Posibles beneficios tributarios
- Somete al emisor a la disciplina del mercado, estimulando el manejo profesional.

2.3.6 CONDICIONES PARA FINANCIARSE EN EL MERCADO DE VALORES: TRANSPARENCIA

En el momento que una empresa decide hacer una emisión de valores de oferta pública, se compromete a someterse a condiciones de información más severas, debido a que el mercado exige conocer con la mayor precisión posible la situación financiera y económica de la empresa para poder tomar las respectivas decisiones de inversión. Por lo cual se exige un **estándar de transparencia**, que es también un mecanismo de protección para los mercados financieros.

Respecto a las condiciones de transparencia, el emisor cumplirá con las siguientes condiciones:

- **Situación económica y financiera del emisor.-** Poner a disposición suficiente información relevante sobre las condiciones económicas y financiera de la empresa. También será importante referir a las vinculaciones de la empresa emisora con otras empresas.
- **Propósito de la emisión.-** debe explicarse claramente cuál será el destino de los fondos que se capten, e incluso las proyecciones financieras asociadas a la utilización de estos recursos.
- **Condiciones operativas de la colocación.-** Debe explicarse claramente como se realizará la venta o colocación de la emisión (subasta, anotación en libro, prorrateo, etc.) indicando las reglas a aplicarse. Este punto en conjunto con los dos anteriores serán materia de contenido de los prospectos de la colocación de los valores en oferta pública.
- **Continuidad de la información.-** Para emisiones de valores que todavía no se cancelen, es importante que a medida que se vaya actualizando la información tanto del emisor como de la emisión, esta se actualice y se dé a conocer al mercado de manera inmediata, comunicando cualquier dato que sea relevante.

2.3.7 PERFIL DE UN POTENCIAL EMISOR

Si bien es cierto que el mercado de valores ofrece diversas ventajas a las personas naturales o jurídicas que se constituyan en emisores de valores, y que el mayor requisito para estos procesos es el de transparencia, es también prudente señalar que las probabilidades de éxito para el emisor dependen de ciertos factores, entre los cuales podemos citar:

- Empresas con importantes historiales de créditos
- Evidencia de su capacidad para generar flujos de recursos suficientes, para hacer frente a sus obligaciones

- Demostrar evolución del negocio, crecimiento y resultados históricos
- Tener un equipo gerencial de probada capacidad
- Tener predisposición de difundir información al mercado, asumiendo esto como una fortaleza y no como una debilidad
- Disponibilidad de Estados Financieros auditados de varios períodos
- Montos mínimos de emisión para cubrir costos básicos¹⁴

2.3.8 PROCESO DE UNA OFERTA PÚBLICA DE VALORES (OPP)

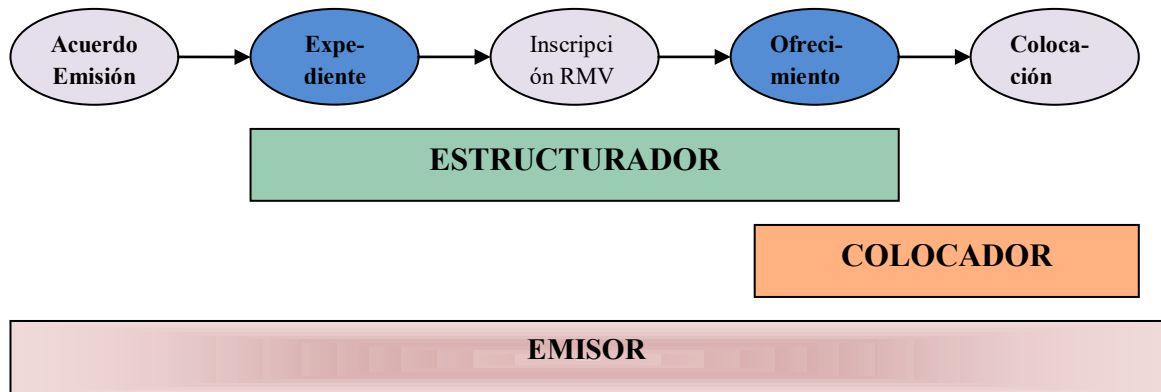
Luego de que una empresa ha identificado sus necesidades de financiamiento, y ha resuelto emitir valores, deberá efectuar distintos arreglos operativos:

- Contratación del Estructurador
- DUE DILLIGENCE, proceso de revisión y ordenamiento de la información legal, económica y financiera necesaria para la emisión.
- Elaboración del prospecto de emisión y documentos legales.
- Calificación de riesgo.
- Inscripción en el Registro del Mercado de Valores.
- Ciclo de presentaciones de la OPP (Road Shows)

En el siguiente gráfico se sintetizan los principales pasos a seguir en la emisión de valores, empezando por las decisiones internas, estructuración del expediente de la emisión, a fin de proceder a su inscripción en el Registro del Mercado de Valores (RMV). A continuación la oferta pública de los valores y la colocación de los mismos, finalizando con la correspondiente captación de los recursos por parte del emisor.

¹⁴ Proyecto de Educación Bursátil, *Ventajas y Condiciones de Financiamiento en el Mercado de Valores* (Pg. 8)

Gráfico 2.6
Oferta Pública de Valores



Fuente: Proyecto de Educación Bursátil, *Ventajas de Financiamiento en el mercado de valores*

2.3.8.1 Los Participantes de la Oferta Pública

A continuación se muestran los característicos intervinientes en un proceso de oferta pública, siendo los más relevantes aparte del emisor:

- Agencias de Bolsa, las cuales desempeñan el rol de colocador y también de estructurador.
- Calificadora de Riesgo, que emite opinión sobre el riesgo de incumplimiento.
- Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros, quien autoriza la emisión.
- Bolsa de Valores, quien facilita los mecanismos operativos para la colocación.
- Inversionista, quien adquiere los valores ofrecidos.

2.3.9 NORMATIVA EN BOLIVIA PARA LA EMISIÓN DE VALORES

Este tipo de ofertas de valores se encuentran reconocidas, y se rigen según la Ley de Mercado de Valores de Bolivia, los reglamentos del Registro del Mercado de Valores y de Oferta Pública.¹⁵

Los procedimientos que se deben seguir para optar a una emisión de valores son:

- Primero, el emisor debe inscribirse en el RMV, sea de manera previa o simultánea a la inscripción de su primera emisión.
- La inscripción de una emisión de valores conlleva automáticamente a la autorización de la Oferta Pública respectiva.
- La regulación indica que el sector privado puede emitir valores, posibilitando que las Sociedades Anónimas emitan acciones u obligaciones, en tanto que las Sociedades de Responsabilidad Limitada (Mutuales y Cooperativas) podrían emitir obligaciones.
- Los requisitos para la inscripción se detallan en el reglamento del RMV, y varían según el tipo de emisor (S.A., S.R.L., Cooperativas, etc.).

¹⁵ MONTERO, Marcelo. "MERCADO DE VALORES; BOLSAS DE VALORES Y EL CASO BOLIVIANO". La Paz, Bolivia. 1995

- Los requerimientos para una inscripción de emisión se establecen en el reglamento del RMV así como el reglamento de Oferta Pública, estos requisitos varían según el tipo de valor a emitir.
- El prospecto de emisión es un requisito importante, que brinda información sobre la oferta, el valor y el emisor.
- La calificación de riesgo es obligatoria cuando se trata de instrumentos representativos de deuda.
- La función de estructuración la realizan las Agencias de Bolsa.
- Se ha normado también la realización de Ofertas Públicas Internacionales, cuando el mercado de destino de la emisión no es solamente el boliviano.

2.4 LA BOLSA DE VALORES

2.4.1 CONCEPTO

“La Bolsa de Valores es un lugar diseñado para facilitar intercambios ordenados de valores. Las personas acceden a ella a través de los intermediarios asociados a la bolsa”

¹⁶

En esencia, la Bolsa es un lugar de intercambio, esto es de compra y venta de activos financieros que se encuentran inscritos en ella. Estos activos son por lo general acciones de empresas, bonos, certificados de participación de fondos de inversión, certificados de depósitos, etc. La diferencia en Bolsa es el producto que se negocia. Cualquier persona

¹⁶ Proyecto de Educación Bursátil, *La Bolsa de Valores* (Pg. 5)

puede encontrar distintos productos para participar en Bolsa, sin embargo, la participación exige que se realice a través de intermediarios autorizados para estos efectos (Agencias de Bolsa). Esto ocurre porque estos intermediarios conocen bien las reglas del funcionamiento de los mecanismos de negociación de la bolsa y se han especializado en esta labor.

Lo recomendable es que si la persona ya sea natural o jurídica, desea participar en el ambiente de las negociaciones en la Bolsa, se asesore e informe adecuadamente para efectuar sus compras o ventas de valores. Esta asesoría puede ser brindada por el mismo intermediario escogido. Es normal que los individuos estemos tentados a llevar nuestros ahorros a la bolsa con la intención de obtener utilidades, lo cual es posible siempre y cuando se sepa escoger bien donde y cuando invertir. En contraste también es necesario estar consciente que en la Bolsa pueden ocurrir ganancias del mismo modo que pueden haber pérdidas, debido a que los precios de valores suben y bajan.

2.4.2 FUNCIONES DE LA BOLSA

La Bolsa tiene como función principal facilitar las negociaciones de los valores que se hallan registrados en ella, provee un servicio a sus miembros y al público en general. Estas facilidades pueden incluir desde un recinto físico, hasta esquemas tecnológicos sofisticados.

Así, la Bolsa proporciona la facilidad de comprar y vender valores, lo cual infunde confianza para participar en transacciones de los valores registrados. Cuanto mayor sea esta participación, mayor será también la liquidez de la negociación bursátil.

Entre otras funciones establecidas dentro de los distintos mercados, se pueden identificar las siguientes:

- Inscribir Valores
- Fomentar la negociación de valores.
- Proporcionar a sus miembros facilidades para la negociación de valores
- Ofrecer información veraz y oportuna sobre los valores que se negocian en su recinto, y sobre los emisores de los mismos.
- Supervisar a las Agencias de Bolsa que concurren a efectuar sus operaciones.
- Resolver controversias entre sus miembros.¹⁷

2.4.3 LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES S.A. (BBV)

La BBV es una empresa privada, constituida como Sociedad Anónima, con fines de lucro, que opera en el país desde 1989, siendo la única Bolsa que funciona actualmente en Bolivia.

Su objeto es promover un mercado regular para la negociación de valores entre Agencias de Bolsa que representen a la oferta y demanda de valores, asegurar la efectividad con la que se realizaran dichas transacciones, velar por el fiel cumplimiento de las normas legales y procurar que el mercado se desenvuelva en condiciones adecuadas de continuidad de precios y liquidez.

¹⁷ Proyecto de Educación Bursátil, *La Bolsa de Valores (Pg.6)*

2.4.3.1 Servicios que provee la BBV

La BBV ofrece los siguientes servicios para las transacciones:

- **Ruedo.-** Cuando se realizan operaciones con valores bursátiles, tanto de renta fija como de renta variable, estas transacciones pueden realizarse todos los días hábiles.
- **Mesa de Negociación.-** Para transar pagarés y letras de cambio de sociedades inscritas previamente en Bolsa, este tipo de transacción se realiza solamente a corto plazo.
- **Subasta pública de acciones no inscritas en la Bolsa.-** Para negociar acciones de empresas que no están inscritas en Bolsa, la subasta se realiza cuando las Agencias de Bolsa lo solicitan. Estos mecanismos de negociación se llevan a cabo en el Ruedo y en horarios establecidos por la BBV.
- **Agencias de Bolsa.-** Son entidades establecidas con el fin de ser intermediarios en el mercado de valores, tienen como función principal conocer de forma exacta las reglas de funcionamiento y mecanismos de negociaciones de la Bolsa de Valores. Los Agentes de Bolsa son los únicos que están debidamente autorizados para poder efectuar transacciones de oferta y demanda de valores, ya sea de inversionistas en general, de empresas privadas o de instituciones públicas que emitan títulos valores.

En Bolivia actualmente existen las siguientes Agencias de Bolsa:

- Bisa S.A. Agente de Bolsa
- Credibolsa S.A.
- Mercantil Santa Cruz S.A. Agencia de Bolsa
- BNB Valores S.A.

- Panamerican Securities S.A. Agencia de Bolsa
- SUDAVAL Agente de Bolsa S.A.
- Valores Unión S.A.
- CAISA Agencia de Bolsa S.A. ¹⁸

2.5 TITULARIZACIÓN

2.5.1 DEFINICIÓN

“La titularización como primera aproximación se ha dicho, desde la perspectiva de sus objetivos, que es una transformación de activos líquidos en títulos – valores negociables. Es un “rediseño” – mediante el armado de paquetes - del flujo de caja que generan individualmente los activos reunidos con el propósito señalado. Consiste en mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos, que son colocados entre inversores.

Es una fuente de alternativa de financiamiento que permite la movilización de activos de los balances. Mediante este mecanismo se comercializan o transan préstamos que por su escasa dimensión e importancia económica, no son redituables en transmisiones aisladas” ¹⁹

“Es también un proceso mediante el cual se constituye un patrimonio, cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende asimismo la transferencia de activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores.”

¹⁸ <http://www.bbv.com.bo/participantes.agencias.asp> (04 de Marzo; 2013)

¹⁹ CAMARGO MARÍN, *El Mercado de Valores*, La Paz, Producciones Gráficas Thunupa. 1998.

“La Titularización como mecanismo de financiamiento, permite a una entidad transformar sus activos o bienes generadores de flujos de ingresos, actuales o futuros, en valores negociables en el mercado de Valores; posibilitando así la obtención de liquidez en condiciones competitivas de mercado en cuanto a costos financieros.”

Para el caso de Bolivia, la Ley del Mercado de Valores en su artículo 76 nos indica que la titularización “consiste en constituir patrimonios autónomos bajo la administración de sociedades de titularización con activos y bienes, presentes o futuros destinados a garantizar y pagar valores emitidos a favor de los inversionistas independientes del patrimonio cedente...”²⁰



Fuente: Proyecto de Educación Bursátil

En el gráfico, se puede observar que el proceso se puede separar en dos etapas básicas:

- La cesión de los activos hacia un patrimonio autónomo
- La emisión de los valores con respaldo de dicho patrimonio

ES UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO DE ACTIVOS

²⁰ Ley del Mercado de Valores, Ley No. 1834 del 31 de Marzo de 1998, Republica De Bolivia.

- La titularización es UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO a través del activo. Activos (generadores de flujos) Efectivo DE FLUJOS FUTUROS
- Proceso financiero que permite VENDER DERECHOS SOBRE FLUJOS FUTUROS en forma de títulos en el mercado de valores, percibiendo hoy (a una tasa de descuento), lo que se espera percibir mañana.²¹

Alcance en una economía

La titularización tiene el propósito de alcanzar un mayor desarrollo dentro de los mercados financieros, se busca específicamente:

- Profundizar el mercado de capitales, a través de:
 - Nuevos Títulos
 - Nuevos Participantes
- Brindar una nueva alternativa de financiamiento a las empresas y como tal:
 - Potenciar el crecimiento de las Empresas
 - Facilitar la ejecución de proyectos

2.5.2 PARTICIPANTES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Los principales actores en un proceso de Titularización son:

Originador.- Es la entidad o empresa que requiere el efectivo para financiar sus actividades, se la conoce como originador porque es el dueño de los activos o quien

²¹ Jaime Dunn De Avila jdunn1968@gmail.com – LA TITULARIZACIÓN COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO

generará los flujos futuros. Este originador es el que cede los bienes o activos al Patrimonio Autónomo.

Sociedad de Titularización.- Es la receptora de los activos a ser titularizados, cuya función es servir de vehículo para la emisión. El patrimonio autónomo emitirá valores a través de la Sociedad de Titularización.

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 defensa de los intereses de los patrimonios que administren.

Las Sociedades de Titularización deben tener un manejo seguro y eficiente de los recursos y bienes que ingresen al patrimonio autónomo en los términos y condiciones previstos en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes y Activos.

Patrimonio Autónomo.- Esta conformado por los activos o flujos cedidos, los cuales son separados en términos jurídicos y contables del balance de la empresa originadora, estos activos o flujos futuros respaldan las obligaciones que surgen de la emisión de los valores de titularización.

Se debe señalar que el emisor de los Títulos Valores es el Patrimonio Autónomo, que es administrado por la Sociedad de Titularización, por lo que el originador no es responsable del pago de las obligaciones resultantes de la emisión. Por lo tanto el pago del capital y de los intereses realizado a los inversionistas proviene de los flujos que genera el patrimonio.

Estructurador.- Es el encargado de agrupar bienes, activos y flujos futuros con características comunes para efectos de la constitución de los patrimonios autónomos para titularización.

Administrador de Cartera.- Es la persona individual o colectiva que se encarga de cumplir las funciones de conservación de los bienes o activos que conforman el patrimonio autónomo, generalmente las Sociedades de Titularización suelen ser las encargadas de ejercer las actividades del administrador de cartera.

Calificadora de Riesgo.- Son entidades debidamente autorizadas que realizan el análisis de los activos y flujos futuros en función de su riesgo crediticio, los flujos de caja, la seguridad jurídica de la Sociedad Titularizadora y del tipo de título, para poder definir una calificación de riesgo para el título valor.

Colocador.- El colocador es la Entidad Financiera o Agente Bursátil que se vincula con la Sociedad de Titularización a través de un contrato de “*underwriter*” para la colocación de los títulos en Oferta Pública o Privada.

Un contrato de *underwriter* es un mecanismo que permite ofrecer al público Títulos Valores, utilizando un intermediario que se compromete a colocar total o parcialmente la emisión, bajo la denominación “*best effort*” (*mejor esfuerzo*)

Inversionista.- Son los agentes superavitarios y que cuentan con recursos excedentes, a estos se les ofrece los valores que se emiten con respaldo del Patrimonio Autónomo. Los inversionistas son los que proporcionan los recursos al Originador, convirtiéndose de esta manera en la fuente de financiamiento. Estos, al ser muchos, nombran a un Representante de Tenedores de Valores.

Representante de los tenedores de Valores de Titularización.- Es quien actúa en representación de los tenedores de los valores emitidos dentro del proceso de Titularización.²²

²² Proyecto de Educación Bursátil, *Titularización: Conceptos y Ventajas* (Pgs.9 - 10)

2.5.3 CARACTERÍSTICAS QUE DEBEN POSEER LOS ACTIVOS O FLUJOS A TITULARIZAR

Con el fin de que un proceso de Titularización sea lo más productivo posible, los activos o flujos futuros deben poseer las siguientes características:

- Generar un rendimiento aceptable
- Ser homogéneos
- Contar con información histórica que permita realizar proyecciones
- Ser susceptibles de valuación
- Ser capaces de generar rendimientos monetarios en el futuro
- Estar libres de gravámenes o garantías ante acreedores

2.5.4 ACTIVOS QUE PUEDEN SER OBJETO DE TITULARIZACIÓN

Cualquier empresa que requiera de recursos para realizar sus actividades, que posea en su balance activos presentes o que tenga previsto generar flujos futuros, puede ser parte de un proceso de Titularización.

Existen dos grupos de bienes que pueden ser objeto de Titularización; activos que la empresa posee en el presente, y flujos que la empresa espera recibir en el futuro. Por ejemplo podemos citar:

- Cuentas por Cobrar.
- Flujos futuros de infraestructura.
- Servicios básicos.
- Carteras de crédito y otros activos generadores de flujo de caja.
- Inmuebles construidos.
- Valores inscritos en el RMV.
- Flujos de efectivo generados por contrato de alquiler.

- Contratos de bienes y servicios.
- Documentos de crédito.
- Contratos de arrendamiento financiero.
- Otros activos autorizados por la autoridad correspondiente.

2.5.5 MECANISMOS DE COBERTURA DE RIESGOS

Son aquellos que respaldan a los inversionistas ante cualquier riesgo que pueda afectar a los activos o bienes que constituyen el Patrimonio Autónomo. Un proceso de Titularización puede incorporar uno o más mecanismos de cobertura, sean internos o externos o una combinación de estos.

Estos mecanismos tienen como objetivos:

- Minimizar riesgos
- Lograr la optimización de los títulos
- Incrementar la negociabilidad de los valores
- Mejorar la Calificación de Riesgo de los valores que se emiten.²³

Existen dos tipos de mecanismos de cobertura: internos y externos

2.5.5.1 Mecanismos Internos de Cobertura

Son aquellos que forman parte del mismo proceso de Titularización, por lo tanto no requieren de un agente externo, entre estos tenemos:

²³ Proyecto de Educación Bursátil, *Titularización: Conceptos y Ventajas*.

- a) **Subordinación de la Emisión.-** Implica que el Originador o la Sociedad de Titularización suscriba una porción de los valores emitidos, a los que se les imputarán siniestros o faltantes de activos, mientras que la porción no subordinada se destinará a generar los flujos requeridos para el pago de capital e intereses a los inversionistas.
- b) **Sobrecolateralización.-** Consiste en que el monto de los activos o flujos que conforman el patrimonio autónomo excedan el monto de los valores emitidos.
- c) **Exceso de Flujo de Caja.-** Este mecanismo consiste en crear una reserva con el excedente entre el rendimiento generado por el Patrimonio Autónomo y el rendimiento pagado al inversionista.
- d) **Sustitución de Cartera.-** Con este mecanismo el originador se compromete a sustituir los créditos que en el curso del proceso varíen de calificación.
- e) **Fondo de Liquidez.-** Consiste en destinar sumas de dinero para que el Patrimonio Autónomo atienda necesidades eventuales de liquidez, estas sumas de dinero provienen del originador.
- f) **Contrato de Crédito Subordinado.-** Consiste en disponer por cuenta del originador o de la Sociedad de Titularización líneas de crédito en favor del Patrimonio Autónomo, estas líneas de crédito podrán ser utilizadas para atender necesidades de liquidez.
- g) **Aval.-** El originador o la Sociedad de Titularización podrán avalar las emisiones de títulos valores cuando demuestren capacidad patrimonial para hacerlo.

2.5.5.2 Mecanismos Externos de Cobertura

Estos requieren de la participación de un agente ajeno al proceso de Titularización, y son de dos tipos:

- a) **Avales o garantías conferidas por Instituciones financieras y aseguradoras.-** Esto con la condición que no tenga ningún vínculo con el originador.

- b) **Seguros de Crédito.-** El asegurador se obliga a pagar una indemnización por las pérdidas que sufran los inversionistas.

2.5.6 EMISIÓN DE LOS VALORES

Los valores que se emitan como resultado del proceso de Titularización podrán ser:

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 genere el Patrimonio Autónomo.

Valores de contenido crediticio.- Son los que incorporan el derecho de percibir el pago de capital y de los rendimientos financieros, 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 crediticio, en las condiciones establecidas en los mismo

2.5.7 FINALIDADES DE LA TITULARIZACIÓN

Típicamente se pueden identificar las razones que motivan a los participantes a llevar a cabo este proceso, entre las cuales podemos citar las siguientes:

1. Rotación de Activos.- Significa la rotación de activos que eran de escasa o nula liquidez. Se utiliza para activos que se recaudan en un plazo mayor a los dos años.

2. Identificación de una alternativa de financiamiento menos costosa que la captación o endeudamiento tradicional.- La Titularización es la vía de obtener financiamiento a través de la transformación del activo y no del incremento del pasivo.

3. Potenciación del patrimonio del originador.- Las empresas pueden financiarse sin la necesidad de incrementar su patrimonio para mejorar su índice de endeudamiento. Esta es una de las finalidades más importantes de la Titularización por cuanto permite un mayor crecimiento sin el costo de capital asociado.

4. Equilibrios de estructura de balances.- Para lograr un equilibrio en la estructura de balance tanto en tasas, plazos como monedas. Al obtener activos más líquidos, permite atender obligaciones de vencimiento más cercano.²⁴

2.5.8 VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN

Para el Originador

- **Liquidez.-** Permite acceder a la liquidez mediante la aceleración de flujos futuros, la reducción de activos fijos o el aumento de la rotación de los activos.

²⁴ Proyecto de Educación Bursátil, Titularización: Conceptos y Ventajas (Págs. 11 – 12)

- **Endeudamiento.-** no existen restricciones ante entidades crediticias, las condiciones del financiamiento encaja a los flujos de la empresa. También se obtienen mejores tasas de financiamiento.
- **Nivel de activos improductivos.-** disminuye recursos ociosos, mejora los índices de rentabilidad.
- **Capacidad de crecimiento.-** no requiere de incremento de patrimonio o endeudamiento adicional.
- **Capacidad de asumir el cambio.-** Facilidad de financiar reconversión industrial y reestructuraciones.
- **Gestión de Riesgos.-** Transferencia de parte o todo el riesgo al mercado, equilibrando estructura de plazos de activos y de pasivos.

Para el inversionista.

- Nueva alternativa de inversión.- Títulos de alta rentabilidad.
- Bajo riesgo por mecanismos de Cobertura.
- Alta calificación.
- Buena experiencia de pago de los títulos en otros países.

Para el mercado.

- Genera una nueva área de operaciones para los agentes.
- Promueve al desarrollo del mercado.
- Estructura financiera que mejora circulación de recursos.
- Sustituye intermediación financiera tradicional por una mediación directa.

2.5.9 MARCO LEGAL DE LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA

La titularización en Bolivia se regula en principio por la Ley de Mercado de Valores (LMV), y por otras normas complementarias. Dentro de estas podemos citar el Decreto Supremo N° 25514 y la Resolución Administrativa N° 052 sobre Normas Prudenciales de Titularización y Disposiciones complementarias específicas de Titularización.

La legislación vigente contempla la figura de la Titularización, incluyendo las condiciones para la autorización de las Sociedades de Titularización, que se han de constituir como Sociedades Anónimas de objeto exclusivo.

Tanto la Sociedad de Titularización, como cada Patrimonio Autónomo que administra, así como los valores que se emiten respecto a estos, deberán estar registrados en el RMV.

2.5.10 ANTECEDENTES HISTÓRICOS

Esta figura se inició en la década de los 70 en [Estados Unidos](#), país que más ha utilizado este [sistema](#). En [Europa](#) es relativamente reciente, en [Inglaterra](#), [Francia](#) y [España](#), se creó en la década de los 80, en [Italia](#) en el año 2000 y en [Colombia](#) en 1992, considerándose como uno de los países pioneros en la titularización. En el año 2002 obtuvo el primer lugar en [América](#) Latina con una participación el 34% de las emisiones, seguido de [México](#).²⁵

²⁵ <http://www.monografias.com/trabajos28/activos-inmobiliarios/activos-inmobiliarios.shtml> (04 de marzo; 2010)

2.5.11 TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA

En Bolivia el esquema de la Titularización nace a finales de la década de los 90's con las primeras promulgaciones de leyes y decretos referentes a los mercados de valores (Decreto Supremo N° 25514 Ley de Mercado de Valores, 1998).

El primer proceso de Titularización se realizó en Septiembre de 2001, por COBOCE (Corporación Boliviana de Cemento), con una emisión de \$us 4.000.000.-

Entre otros procesos de relevancia de empresas que llevaron a cabo este proceso están el Hotel Europa (2008) con una emisión de \$us 1.100.000.- y Bs. 14.530.000.- e HIDROBOL (2009) con la emisión más grande de Bolivia de Bs. 1.476.000.000.-²⁶

2.6 ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

Según Martin Calani “Análisis de estados financieros es el proceso por el cual se llega al conocimiento particular de cada uno de los elementos que forman dichos estados, a fin de poder estudiar su comportamiento dentro de la estructura financiera de una empresa”. Con el análisis de los estados financieros se procede a la interpretación de estados financieros y se analizan alternativas para la toma de decisiones.²⁷

Según Leopold Bernstein “El proceso del análisis de estados financieros consiste en la aplicación de instrumentos y técnicas analíticas a los estados financieros y a la información financiera para derivar de estos, medidas y relaciones significativas y útiles para la toma de decisiones. Así, el análisis de estados financiero primordialmente sirve para efectuar la función esencial de transformar datos, de los que hay en esta era de la

²⁶ <http://www.nafibost.com.bo> (15 de marzo; 2013)

²⁷ CALANI, Martin, Temas de Administración Financiera, 1999 Ed. Aguirre

computación una cantidad y variedad abrumadoras, en información útil, cuya oferta siempre es escasa”²⁸

El proceso de análisis financiero se puede describir de diversas maneras, dependiendo de los objetivos que se pretenda alcanzar. De esta manera, el análisis financiero se puede utilizar como un instrumento de *análisis* preliminar en la selección de alternativas de inversión o de fusión. También puede ser utilizado como un instrumento de *pronóstico* de condiciones y resultados financieros futuros. Otra utilidad que se le puede asignar es tomarlo en cuenta como un proceso de *diagnóstico* administrativo, operativo, o de otras áreas con problemas. Puede servir también como instrumento de *evaluación* de la administración.

2.6.1 DESCRIPCIÓN DE LOS PRINCIPALES ESTADOS FINANCIEROS

2.6.1.1 Balance General

El balance general puede compararse con una fotografía instantánea del valor contable de una empresa en una fecha particular, consta de dos lados: en el lado izquierdo aparecen los *activos*, mientras que en el lado derecho se presentan los *pasivos* y el *capital contable de los accionistas (patrimonio)*.

El Balance General muestra lo que posee la empresa y la manera en la cual esta se financia. La definición contable en la cual está basada el balance general y que describe su equilibrio es que los activos son iguales a los pasivos más el patrimonio.

Haciendo énfasis en la igualdad de tres líneas en la ecuación del balance general para indicar que esta, por definición, siempre debe mantenerse. De hecho, el patrimonio se define como la diferencia entre los activos y los pasivos de la empresa, y por principio es

²⁸ BERNSTEIN, Leopold, *Fundamentos de Análisis Financiero*, 1997, 4ta Ed.

lo que les quedaría a los accionistas de la empresa después de haber cubierto sus obligaciones.²⁹

El lado de los **activos** se presenta en orden, basándose en la cantidad de tiempo que se requeriría normalmente para que un negocio en marcha los convirtiera en efectivo; así también depende de la naturaleza del negocio y la manera en la cual la administración decida dirigir la empresa. La administración debe tomar decisiones acerca del efectivo versus los valores negociables, las ventas al crédito versus las ventas al contado, o si se deban arrendar o comprar ciertos equipos, los tipos de negocios en los que se participarán, etc.

Los **pasivos y el patrimonio** se muestran en el orden en el cual deben ser reembolsados. En este lado se reflejan los tipos y las proporciones de los financiamientos, los cuales dependerán de las elecciones que haya tomado la administración en lo referente a la estructura de capital, y la composición de deudas a corto y largo plazo.

Cuando se realiza un análisis del balance general, el administrador financiero debe estar consciente de tres aspectos importantes que muestra el balance:

- **La liquidez.-** Que hace referencia a la facilidad con que los activos pueden convertirse en efectivo. Los activos circulantes son el activo más líquido y por lo general toman en cuenta tres cuentas: Efectivo, Cuentas por cobrar e Inventarios, según el orden en que estos se hacen efectivos en un lapso de tiempo menor. Los activos fijos son el activo menos líquido, dentro de los tangibles están: la propiedad, la planta y el equipo. Estos activos no se hacen efectivos como resultado de la actividad normal del negocio, por lo que generalmente no son usados para pagar

²⁹ ROSS, Stephen, *Finanzas Corporativas*, 2000, 5ta Ed. (Págs. 25 – 28)

gastos. Existen otros activos fijos que pueden ser intangibles pero a la vez muy valiosos, por ejemplo el valor de una marca comercial o de una patente.

Mientras más líquidos sean los activos de una empresa, menos probable será que esta experimente problemas para cubrir sus necesidades de corto plazo.

- **Deudas versus Capital.-** Los pasivos son obligaciones de la empresa que requieren de un desembolso de efectivo dentro de un período estipulado más los intereses contraídos. De tal modo los pasivos son deudas y la empresa incurre en una causa de incumplimiento de contrato si no paga dichas cantidades.

El capital de los accionistas es un derecho contra los activos de la empresa que es residual y que no es fijo, por ejemplo cuando una empresa solicita fondos en préstamo, proporciona a los tenedores de bonos el primer derecho sobre sus flujos de efectivo. Los tenedores de bonos pueden demandar a la empresa si esta incumple con las obligaciones establecidas, lo cual puede ocasionar que la empresa se declare en quiebra. El patrimonio es la diferencia residual entre activos y pasivos totales:

Esta es la participación de los accionistas en la empresa expresada en términos contables. El valor en libros del patrimonio se incrementa cuando se añaden utilidades retenidas, esto ocurre cuando la empresa retiene una parte de sus utilidades en lugar de pagarlas como dividendos.

- **Valor versus Costo.-** El valor contable de los activos de la empresa frecuentemente lleva el nombre de *valor en libros* o *valor de mantenimiento* de los activos. De hecho el trabajo de la administración financiera consiste en crear un valor para la empresa, el cual deberá ser más alto que el costo de la misma.

Un gran número de personas usa el balance general aún cuando la información que pueda obtener cada usuario no sea la misma, por ejemplo un banquero puede hacer énfasis en la liquidez y capital de trabajo, mientras que un proveedor puede observar la magnitud de las cuentas por pagar y la rapidez con que estas son canceladas. De esta manera, muchos usuarios de los estados financieros, desean conocer el valor de la empresa, no su costo.

2.6.1.2 Estado de Resultados

Este estado mide el desempeño a lo largo de un período específico, generalmente un año, su definición contable hace referencia a que los beneficios son iguales a los ingresos menos los gastos.

Haciendo comparaciones, si bien el balance general es como una fotografía, es probable que el estado de resultados sea como un video en el cual se registra lo que hizo la empresa entre dos fotografías.³⁰

El estado de resultados generalmente incluye varias secciones. La sección operativa que reporta los ingresos y los gastos de las principales operaciones. La sección no operativa, que incluye todos los costos de financiamiento, tales como los gastos por intereses. Una segunda sección señala la deducción de los impuestos. El último renglón del estado de resultados es la línea que se presenta al fondo, es decir la utilidad neta, la cual a menudo se expresa como las utilidades por acción.

Cuando se analiza un estado de resultados, el administrador financiero debe tener presentes los principios de contabilidad generalmente aceptados, las partidas contables que no representen salidas físicas de efectivo, el tiempo y los costos.

³⁰ BERNSTEIN, Leopold, *Fundamentos de Análisis Financiero*, España, 1997, 4ta Ed.

2.6.2 INDICADORES DE ESTADOS FINANCIEROS

El objetivo de analizar los estados financieros, es mostrar cómo se puede reordenar la información proveniente de estos, para convertirla en razones financieras capaces de proporcionar información acerca de las cinco áreas más importantes del desempeño financiero de una empresa:

- **Solvencia a corto plazo:** Muestra la capacidad que tiene una empresa para cubrir sus obligaciones de corto plazo.
- **Actividad:** Es la capacidad que posee una empresa para controlar sus inversiones en activos.
- **Apalancamiento Financiero:** Significa la medida en que una empresa recurre al financiamiento por medio de deudas.
- **Rentabilidad:** Cuantifica el grado en el que la empresa es rentable.
- **Valor:** Calcula el valor de la empresa.³¹

Los estados financieros no pueden brindar las respuestas correspondientes a las cinco anteriores medidas de desempeño. Es por eso que la administración deba hacer evaluaciones constantes de como se está desempeñando la empresa, y para tal efecto los estados financieros son de gran utilidad.

³¹ ROSS, Stephen, *Finanzas Corporativas*. México, Mc Graw Hill, 2000, 5ta Ed. (Págs. 37 – 45)

2.6.2.1 Solvencia a Corto Plazo

En la medida en que una empresa cuente con un flujo de efectivo suficiente, estará en condiciones de evitar el incumplimiento con respecto a sus obligaciones financieras. La liquidez contable mide la solvencia a corto plazo y frecuentemente está relacionada con el capital de trabajo neto. Para esta medida se utilizan tres indicadores:

- **Razón de Circulante.-** Este indicador mide la capacidad de la empresa para cubrir sus deudas de corto plazo.
- **Prueba del Ácido.-** Similar a uno, proporciona una medida de liquidez sin tomar en cuenta el inventario, por su baja liquidez
- **Ratio Prueba Defensiva.-** Permite medir la capacidad efectiva de la empresa en el corto plazo, considerando únicamente el efectivo.

2.6.2.2 Actividad

Estas razones tienen como propósito medir la eficacia con la cual se administran los activos de una empresa, sus indicadores son:

- **Rotación de Inventario.-** Mide la velocidad con que se hacen efectivos o se venden los inventarios de una empresa.
- **Período promedio de Cobranza.-** Muestra el período de tiempo en el que se hacen efectivas las cuentas por cobrar.
- **Período Promedio de Pago.-** Este factor permite conocer el período de tiempo en el que la empresa paga a sus proveedores.

- **Rotación de Activos Totales.**- indica la eficiencia con la que la empresa utiliza sus activos para generar ventas.

2.6.2.3 Apalancamiento Financiero

El apalancamiento está relacionado con la medida en la cual la empresa recurre al financiamiento por medio de deudas en lugar de recurrir a la emisión de instrumentos de capital contable. Estas medidas son herramientas que permiten determinar la probabilidad de que la empresa incurra en incumplimientos con relación a sus contratos de crédito, mientras más deuda tenga, menos probable será que pueda cumplir con sus obligaciones contractuales.

- **Razón de Deuda.**- Este indicador mide la proporción de los activos totales de la empresa que han sido financiados mediante deudas.
- **Razón de la capacidad de pago de intereses.**- Mide la capacidad de la empresa para hacer pagos contractuales de intereses.
- **Razón de cobertura de pagos fijos.**- Muestra la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de pagos fijos, como préstamos, pago de arrendamiento y dividendos preferentes.

2.6.2.4 Rentabilidad

Uno de los atributos de las empresas más difíciles de conceptualizar y medir es su rentabilidad, puesto que esta puede variar según el grado de riesgo, o cuando existen utilidades que se esperan recibir en un futuro, lo que supondría que la empresa no es rentable ahora. Pero por lo general podría decirse que una empresa es rentable en sentido económico tan solo cuando su rentabilidad es mayor que la que los inversionistas podrían lograr por su propia cuenta en los mercados de capitales.

- **Margen de Utilidad Bruta.-** Muestra el porcentaje que queda de cada unidad monetaria una vez que la empresa ha pagado todos sus productos.
- **Margen de Utilidad Operativa.-** Es el porcentaje que queda por cada unidad monetaria después de haber deducido todos los costos y gastos que no son intereses, impuestos ni dividendos preferentes
- **Margen de Utilidad Neta.-** Muestra el porcentaje que queda una vez que se ha descontado todos los gastos y costos incluyendo intereses, impuestos y dividendos preferentes.
- **Rendimiento sobre Activos (ROA).-** Mide la efectividad de la empresa en la generación de utilidades con sus activos disponibles.
- **Rendimiento sobre Capital (ROE).-** Muestra el rendimiento obtenido sobre la inversión de los accionistas de la empresa.

2.6.2.5 Razones de Valor de Mercado

- **Razón Precio / Utilidades.-** Mide la cantidad que los inversionistas están dispuestos a pagar por cada dólar de utilidad de la empresa.
- **Razón Valor de Mercado / Valor en Libros.-** Proporciona una evaluación de cómo ven los inversionistas el desempeño de la empresa. Relaciona el valor de mercado con el valor en libros de las acciones de la empresa.

Es de relevante importancia mencionar que en los análisis financieros, no siempre aparecerán todos los indicadores financieros mencionados anteriormente, esto se debe a que no todas las empresas tienen las mismas características, existen diferencias en

cuanto a rubro al que se dedican, los sistemas contables que manejan, manejo administrativo, etc. Por ejemplo una empresa que ofrece servicios (software, telecomunicaciones, etc.) no tendrá la misma proporción de inventarios que una empresa manufacturera, o el mismo activo fijo. Es por eso que los indicadores deben ajustarse a la realidad financiera de la empresa.

2.6.3 ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL

2.6.3.1 Análisis Vertical

El análisis financiero dispone de dos herramientas para interpretar y analizar los estados financieros, denominados análisis horizontal y vertical, que consiste en determinar el peso proporcional (en porcentaje) que tiene cada cuenta dentro del estado financiero analizado. Esto permite determinar la composición y estructura de los estados financieros.

El análisis vertical es de gran importancia a la hora de establecer si una empresa tiene una distribución de sus activos equitativa y de acuerdo a las necesidades financieras y operativas. Por ejemplo, una empresa que tenga unos activos totales de 5.000 y sus cuentas por cobrar sean de 800, quiere decir que el 16% de sus activos está representado en cuentas por cobrar, lo cual puede significar que la empresa pueda tener problemas de liquidez, o también puede significar unas equivocadas o deficientes políticas de cobro.³²

Como hacer el análisis vertical

Como el objetivo del análisis vertical es determinar que tanto representa cada cuenta del activo dentro del total del activo, se debe dividir la cuenta que se quiere determinar, por el total del activo y luego se procede a multiplicar por 100. El análisis vertical de un

³² <http://www.gerencie.com/analisis-vertical.html> (20 de marzo; 2010)

estado financiero permite identificar con claridad cómo está compuesto porcentualmente.

Quizás una de las cuentas más importantes, y a la que se le debe prestar especial atención es a la de cuentas por cobrar, toda vez que esta cuenta representa las ventas realizadas a crédito, y esto implica que la empresa no reciba el dinero por sus ventas, en tanto que sí debe pagar una serie de costos y gastos para poder realizar las ventas, y debe existir un equilibrio entre lo que la empresa recibe y lo que gasta, de lo contrario se presenta un problema de liquidez el cual tendrá que ser financiado con endeudamiento interno o externo, lo que naturalmente representa un costo financiero que bien podría ser evitado si se sigue una política de cobro a clientes adecuada.

Otra de las cuentas importantes en una empresa comercial o industrial, es la de Inventarios, la que en lo posible, igual que todos los activos, debe representar sólo lo necesario. Las empresas de servicios, por su naturaleza prácticamente no tienen inventarios.

Los Activos fijos, representan los bienes que la empresa necesita para poder operar (Maquinaria, terrenos, edificios, equipos, etc.), y en empresas industriales y comerciales, suelen ser representativos, más no en las empresas de servicios.

Respecto a los pasivos, es importante que los Pasivos corrientes sean poco representativos, y necesariamente deben ser mucho menor que los Activos corrientes, de lo contrario, el Capital de trabajo de la empresa se ve comprometido.

Algunos autores, al momento de analizar el pasivo, lo suman con el patrimonio, es decir, que toman el total del pasivo y patrimonio, y con referencia a éste valor, calculan la participación de cada cuenta del pasivo y/o patrimonio.

Frente a esta interpretación, se debe tener claridad en que el pasivo son las obligaciones que la empresa tiene con terceros, las cuales pueden ser exigidas judicialmente, en tanto que el patrimonio es un pasivo con los socios o dueños de la empresa, y no tienen el nivel de exigibilidad que tiene un pasivo, por lo que es importante separarlos para poder determinar la verdadera Capacidad de pago de la empresa y las verdaderas obligaciones que ésta tiene.

Así como se puede analizar el Balance general, se puede también analizar el Estado de resultados, para lo cual se sigue exactamente el mismo procedimiento, y el valor de referencia serán las ventas, puesto que se debe determinar cuánto representa un determinado concepto (Costo de venta, Gastos operacionales, Gastos no operacionales, Impuestos, Utilidad neta, etc.) respecto a la totalidad de las ventas.

Los anteriores conceptos no son una camisa de fuerza, pues el análisis depende de las circunstancias, situación y objetivos de cada empresa, y lo que para una empresa es positivo, puede que no lo sea para la otra, aunque en principio así lo pareciera. Por ejemplo, cualquiera podría decir que una empresa que tiene financiados sus activos en un 80% con pasivos, es una empresa financieramente fracasada, pero puede ser que esos activos generen una rentabilidad suficiente para cubrir los costos de los pasivos y para satisfacer las aspiraciones de los socios de la empresa.

2.6.3.2 Análisis Horizontal

En el análisis horizontal, lo que se busca es determinar la **variación absoluta o relativa** que haya sufrido cada partida de los estados financieros en un periodo respecto a otro. Determina cual fue el crecimiento o decrecimiento de una cuenta en un período determinado.³³

³³ <http://www.gerencie.com/analisis-horizontal.html> (20 de marzo; 2010)

Para determinar la variación absoluta (en números) sufrida por cada partida o cuenta de un estado financiero en un periodo 2 respecto a un periodo 1, se procede a determinar la diferencia (restar) al valor 2 – el valor 1.

Ejemplo: En el año 1 se tenía un activo de 100 y en el año 2 el activo fue de 150, entonces tenemos $150 - 100 = 50$. Es decir que el activo se incrementó o tuvo una variación positiva de 50 en el período en cuestión.

Para determinar la variación relativa (en porcentaje) de un periodo respecto a otro, se debe aplicar una regla de tres. Para esto se divide el periodo 2 por el periodo 1, se le resta 1, y ese resultado se multiplica por 100 para convertirlo a porcentaje, quedando la formula de la siguiente manera: $((P2/P1)-1)*100$

Suponiendo el mismo ejemplo anterior, tendríamos $((150/100)-1)*100 = 50\%$. Quiere decir que el activo obtuvo un crecimiento del 50% respecto al periodo anterior.

De lo anterior se concluye que para realizar el análisis horizontal se requiere disponer de estados financieros de dos periodos diferentes, es decir, que deben ser comparativos, toda vez lo que busca el análisis horizontal, es precisamente comparar un período con otro para observar el comportamiento de los estados financieros en el período objeto de análisis.

El análisis horizontal debe ser complementado con el análisis vertical y los distintos indicadores financieros y/o razones financieras, para poder llegar a una conclusión acercada a la realidad financiera de la empresa, y así poder tomar decisiones más acertadas para responder a esa realidad.

CAPÍTULO III

CARACTERIZACIÓN DEL ENTORNO

3.1 DATOS GENERALES

Compañía de Telecomunicaciones “COMUNÍCATE”	
Tipo	Sociedad Anónima Abierta
Fundación	14 de abril 1941
Sede	La Paz , El Alto Bolivia
<u>Industria</u>	Telecomunicaciones
Servicios	Telefonía local, de larga distancia; acceso a Internet a través de banda ancha (ADSL y Dial Up); servicios de televisión por cable (COMUNICATE TV)

3.2 SERVICIOS QUE PROPORCIONA “COMUNÍCATE”

La empresa telefonica está inmersa en la carrera competitiva entre las principales empresas de telecomunicaciones del país, brindando a sus más de 140 mil socios y usuarios, servicios de valor agregado.

3.2.1 SERVICIO DE INTERNET

La Empresa Telefonica brinda el servicio de Internet ADSL. La diferencia que existe entre ambos tipos de acceso, es principalmente la velocidad con la que el abonado logra conectarse al servicio, ya que en una conexión Dial Up, la velocidad máxima, llega a ser de 56 Kbps en el mejor de los casos, mientras que en una conexión ADSL, el usuario puede escoger velocidades desde 128 Kbps, hasta por encima de 1024 Kbps.

Cuadro3.1
Internet ADSL
Plan Post-Pago

Plan	Correos	Espacio Correo	Hosting	Cantidad de Computadoras Optimas	Tarifas Mensual
128 Kbps	3	10 Mb	5 Mb	De 1 a 5	\$us. 38.00
192 Kbps	3	10 Mb	5 Mb	De 5 a 8	\$us. 68.00
256 Kbps	5	15 Mb	5 Mb	De 8 a 10	\$us. 82.00
320 Kbps	5	15 Mb	5 Mb	De 10 a 14	\$us. 99.00
512 Kbps	8	24 Mb	5 Mb	De 14 a 23	\$us. 184.00
1024 Kbps	10	30 Mb	5 Mb	De 23 a 40	\$us. 349.00

Cuadro 3.2
Internet ADSL
Plan Pre-Pago

Plan	Correos	Espacio Correo	Hosting	Cantidad de Computadoras Optimas	Tarifas Mensual
320 Kbps	5	15 Mb	5 Mb	De 10 a 14	\$us. 59.00
512 Kbps	8	24 Mb	5 Mb	De 14 a 23	\$us. 144.00

Costos de Instalación:

Plan Pre-Pago: \$us 25

- Plan Post-Pago: \$us 28

3.2.2 SERVICIOS DE TELEVISIÓN POR CABLE

Cuenta con 102 señales en el Paquete A y logrando satisfacer las expectativas de diversos grupos humanos, desde canales infantiles, ciencia, mujer y hogar, deportivos, locales, películas, canales internacionales, farándula, etc.

Las tarifas de “COMUNÍCATE” T.V. más importantes son:

Cuadro 3.3
“COMUNÍCATE” T.V.
Televisión por Cable

Plan	Tarifa mes	Costo de Instalación	Punto Adicional	Número de Canales	Observaciones
Paquete A Pre-Pago	170.57	0.00	0.00	98	Aplica descuento de \$us 2 para pagos dentro de los primeros 8 días calendario de puesta en ventanilla la factura de servicio en modalidad Pre-Pago
Paquete B Pre-Pago	120.00	0.00	0.00	59	Aplica descuento de \$us 2 para pagos dentro de los primeros 8 días calendario de puesta en ventanilla la factura de servicio en modalidad Pre-Pago
Paquete A Post-Pago Conjunto	156.35	0.00	0.00	98	Post-Pago conjunto al servicio de telefonía local de “COMUNÍCATE”.
Paquete B Post-Pago Conjunto	10658	0.00	0.00	59	Post-Pago conjunto al servicio de telefonía local de “COMUNÍCATE”.

3.2.3 TELEFONÍA NACIONAL E INTERNACIONAL

Entre los servicios suplementarios, “COMUNÍCATE” brinda a sus socios los servicios de Identificador de llamadas; restricción con clave; conferencia tripartita; desvío por línea ocupada; desvío por abonado ausente; desvío inmediato; llamada en espera; abonado ausente; marcación abreviada; conexión directa; despertador automático y casilla de voz. En la telefonía rural desplegada a lo largo y ancho del Departamento paceño, se dispone de líneas telefónicas digitales, que además del servicio de voz permite la transmisión de señales de Fax y Datos.

También ofrece telecomunicaciones de larga distancia nacional e internacional, habiendo obtenido la licencia respectiva en la Superintendencia de Telecomunicaciones, este servicio abierto a toda la población nacional denominado **CÓDIGO 130** de “COMUNÍCATE” La Paz. Entre las diversas tarifas que tiene “COMUNÍCATE”, las más importantes son:

Cuadro 3.4
Tarifas de Servicio Local
Tarifas por minuto con fraccionamiento al segundo
Expresado en Bs.

DETALLE	Tarifa Variable Normal en Bs.	Tarifa variable reducida en Bs.	Minutos Libres mes	Instalación
Línea Básica	0,20	0,15	-	300
Línea RDSI (*)	0,20	0,15	30	300
Línea Básica Prepago	0,40	0,40	-	300
Línea Rural Particular	0,60	0,60	50	800

Horario de tarifa reducida Lunes a Domingo 23:01 a 05:59

Cuadro 3.5
Llamadas a Celular con opción de marcado 130

Horario	Desde fijos "COMUNÍCATE" (Min)
Horario Normal o Reducido	1,20

Cuadro 3.6
Tarifas de Servicio Larga Distancia Nacional
En Bs. por minuto con fraccionamiento al segundo

CIUDADES CAPITALES DE DPTO.	Desde fijos Coop.	Desde móviles
Horario Normal	1,79	1,79
Horario Reducido	1,50	1,55
OTRAS CIUDADES		
Horario Normal	2,70	2,85
Horario Reducido	2,50	2,65

* Horario Normal: 07:00 a 19:59

* Horario Reducido: 20:00 a 06:59 Domingo todo el día

Cuadro 3.7
Tarifas de Servicio Larga Distancia Internacional
En Bs. por minuto con fraccionamiento al segundo

DESTINO	ORIGEN			
	Teléfono Fijo		Teléfono Móvil	
	Horario Normal	Horario Reducido	Horario Normal	Horario Reducido
NORTE AMÉRICA (Bloque A) Incluye los países de: Canadá, Estados Unidos y México				
a teléfono Fijo	3,80	3,30	3,90	3,50
a teléfono Móvil	3,80	3,30	3,90	3,50

SUD AMÉRICA (Bloque B) Incluye los países de: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay Y Venezuela				
a teléfono Fijo	3,90	3,50	3,90	3,70
a teléfono Móvil	3,90	3,50	3,90	3,70
EUROPA (Bloque C) Incluye los países de: Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido, Suecia y Suiza				
a teléfono Fijo	5,00	4,50	5,50	4,70
a teléfono Móvil	5,00	4,50	5,50	4,70
RESTO DEL MUNDO (Bloque D) Aquí están contemplados todos los países y destinos que no figuran en los bloques NORTE AMÉRICA, SUD AMÉRICA, EUROPA, SERVICIOS ESPECIALES L y SERVICIOS ESPECIALES XL				
a teléfono Fijo	6,80	5,90	6,80	5,90
a teléfono Móvil	6,80	5,90	6,80	5,90
SERVICIOS ESPECIALES L (Bloque E) Incluye los países de: Afganistán, Antártida, Christmas Island, Cocos Island, Cuba, Cuba-Guantánamo Bay, Diego García, East Timor, Etiopia, Nauru, Niue Island, Sao Tome Príncipe, Somalia, Tokelau, USA-Directory Asistente, Vanuatu República(New Hebrides) y Vietnam.				
a teléfono Fijo	11,00	11,00	11,00	11,00
Horario Reducido	11,00	11,00	11,00	11,00

* **Horario Normal: 07:00 a 20:59**

* **Horario Reducido: 21:00 a 06:59 Domingo todo el día**

3.2.4 PUNTOS “COMUNÍCATE”

Mini Cabinas “COMUNÍCATE”.- Otro servicio de expansión y que tuvo mucha demanda, son las Mini Cabinas “COMUNÍCATE”, que es una unidad operativa de telefonía pública para llamadas locales y de larga distancia nacional e internacional. Las principales tarifas de estos servicios adicionales son:

Cuadro 3.8
Tarifas de Servicio Local
Tarifas por minuto con fraccionamiento al segundo
Expresado en Bs.

DETALLE	PUNTOS "COMUNÍCATE"			MINI CABINAS		
	Segs.	Costo	Tarifa Minuto	Segs.	Costo	Tarifa Minuto
Telefonía Local (ASL)		Bs. 0,10	Bs. 0,40	15	Bs. 0,10	Bs. 0,40
Telefonía Rural	10	Bs. 0,10	Bs. 0,60	10	Bs. 0,10	Bs. 0,60
Telefonía Móvil Local	6	Bs. 0,10	Bs. 1,00	6	Bs. 0,10	Bs. 1,00

Cuadro 3.9
Servicio de Larga Distancia Nacional
Tarifas por minuto con fraccionamiento al segundo

DETALLE	PUNTOS "COMUNÍCATE"			MINI CABINAS		
	Segs.	Costo	Tarifa Minuto	Segs.	Costo	Tarifa Minuto
Santa Cruz	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00
Cochabamba	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00
Oruro	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00
Chuquisaca	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00
Tarija	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00
Potosí	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00
Beni	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00
Pando	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00	3	Bs. 0,10	Bs. 2,00
Otras (Provincias)	4	Bs. 0,15	Bs. 2,20	8	Bs. 0,30	Bs. 2,20

Cuadro 3.10
Servicio de Larga Distancia Internacional
Tarifas por minuto con fraccionamiento al segundo

DETALLE	PUNTOS "COMUNÍCATE"			MINI CABINAS		
	Segs.	Costo	Tarifa Minuto	Segs.	Costo	Tarifa Minuto
Bloque A Norte América	5	Bs. 0,35	Bs. 4,20	10	Bs. 0,70	Bs. 4,20
Bloque B Sud, Centro América	5	Bs. 0,35	Bs. 4,20	10	Bs. 0,70	Bs. 4,20
Bloque C Europa, África, Asia, Oceanía	4	Bs. 0,35	Bs. 5,20	8	Bs. 0,70	Bs. 5,20
Resto	3	Bs. 0,55	Bs.11,00	6	Bs. 1,10	Bs.11,00

En otras palabras, "COMUNÍCATE", es una moderna empresa de telecomunicaciones en un mercado competitivo nacional adecuándose las innovaciones del mundo de las telecomunicaciones que avanza a pasos gigantescos. Al cual se someteras a un análisis, es decir, recolectan datos sobre diversos conceptos, aspectos, dimensiones o componentes del fenómeno a investigar.”³⁴

En este caso el objeto de estudio a ser observado y analizado fue la Empresa de Telecomunicaciones "COMUNÍCATE", describiendo sus características financieras principales para de esta forma poder determinar su grado de endeudamiento.

Asimismo, se describe el proceso de Titularización planteado.

³⁴ HERNANDEZ SAMPIERI, Roberto, *Metodología de la Investigación*, .2006, 4ta Ed.

CAPÍTULO IV

MARCO PRÁCTICO

4.1 ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE “COMUNÍCATE”

En base a los Estados Financieros, Balance General y Estado de Resultados proporcionados por la Empresa Telefónica “COMUNÍCATE” de los años 2007 – 2011³⁵

4.1.1 BALANCE GENERAL

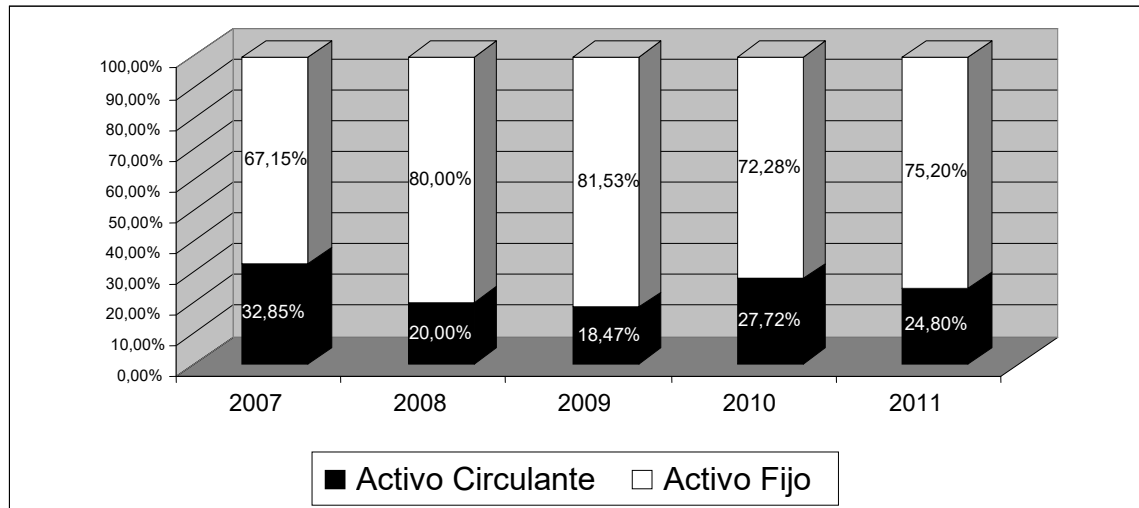
a) Activo

Muestra cifras estables con reducciones el año 2009 y 2010, para el 2009 con un total de Bs. 1.277.- millones, para diciembre de 2011 el activo de “COMUNÍCATE” representó la suma de Bs. 1.317,86.- millones, mostrando un incremento de Bs. 43.55 millones sobre la gestión 2007, equivalente al 3.41%

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, en todas las gestiones existió un predominio de la porción no corriente del Activo.

³⁵ Ver Anexo I acerca del Balance General y análisis evolutivo

Gráfico 4.1
Activo Circulante versus Activo fijo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

a.1) Activo Corriente.

Tuvo su cifra más alta en 2008 con Bs. 415.76 millones posteriormente tuvo una caída hasta 2011. Esto debido a la disminución en otras cuentas como ser el disponible que de Bs. 49.53 millones en 2007 paso a Bs. 6.16 millones en 2011. (véase ANEXO I)

A diciembre de 2011 el activo circulante alcanza la suma de Bs. 326.78 millones, representando el 24.80% del activo total y mostrando una disminución del 7.48% (Bs 26.44 millones) respecto a la gestión 2010. Esto debido a la contracción en la mayoría de sus cuentas. Presenta su nivel más bajo en la gestión 2011 con un porcentaje equivalente al 24.80% del activo total.

A continuación se describirá el comportamiento de las cuentas más importantes del activo corriente.

Cuentas por cobrar.- Tienen una tendencia ascendente hasta 2009 con un tope de 108 millones de Bs. posteriormente disminuye.

Al 31 de diciembre de 2011 alcanzan la cifra de Bs. 73.02 millones constituyendo el 5.54% del activo total, con una disminución de Bs. 15.36 millones (17.79%) respecto del año 2010, esto debido a una mayor eficiencia en el cobro. En la gestión 2009 las cuentas por cobrar alcanzan el 8.53% del total del activo.

Inventarios.- Muestra un comportamiento ascendente durante el período total. El año 2009 esta cuenta asciende a Bs. 36.71 millones, para el 2011 se incrementa a Bs. 50.71 millones, 19.23% más que en la gestión 2010, que alcanzó Bs. 42.53 millones.

Aunque el inventario representa el 15.52% del activo corriente, solo significa el 3.85% para el activo total a diciembre de 2011, y tiene similar comportamiento en las demás gestiones; 3.36% y 3.33% del activo total a diciembre de 2009 y 2010 respectivamente.

Disponible.- Esta cuenta fue disminuyendo en el transcurso de las gestiones, este decrecimiento puede verse reflejado por el incremento de los inventarios.

El cambio más brusco que sufrió fue a diciembre de 2010 con un monto de Bs. 9.77 millones reduciéndose en un 56.94% (Bs. 12.93 millones) respecto de 2009, para la gestión 2011 alcanza la cifra de Bs. 6.17 millones que equivale al 0.47% del total del activo.

a.2) Activo No Corriente.

Muestra un crecimiento estable durante el período de análisis. Asciende al 31 de diciembre de 2009 a Bs. 888.99 millones (81.53% del activo total), para la gestión 2011 respecto de 2010 se presenta un incremento del 7.60% (Bs. 69.98 millones) con un

monto total de Bs 991.07 millones, representando el 75.20% del activo en general. En porcentaje promedian un 74% del activo total. (véase ANEXO I)

A continuación, las cuentas más sobresalientes del activo no corriente.

Activo Fijo.- Constituye la cuenta más importante del Activo total, contando con participaciones en las gestiones 2009, 2010 y 2011 del 67.79%, 62.28% y 62.30% respectivamente. Entre la gestión 2010 y 2011 hubo un incremento de Bs. 27.35 millones (3.45%) alcanzando en esta última la cifra de Bs. 821.00 millones. En gestiones 2007 y 2008 muestra comportamientos similares. (véase ANEXO I)

El activo fijo de la Telefónica incluye entre otros terrenos, edificaciones en general, planta maquinarias y equipo.

Inversiones no relacionadas con el giro.- Presenta un comportamiento ascendente durante las gestiones 2010 y 2011, son actividades como Inversiones permanentes en terrenos, inversiones en otros activos fijos, trabajos en curso, inversiones en curso, etc.

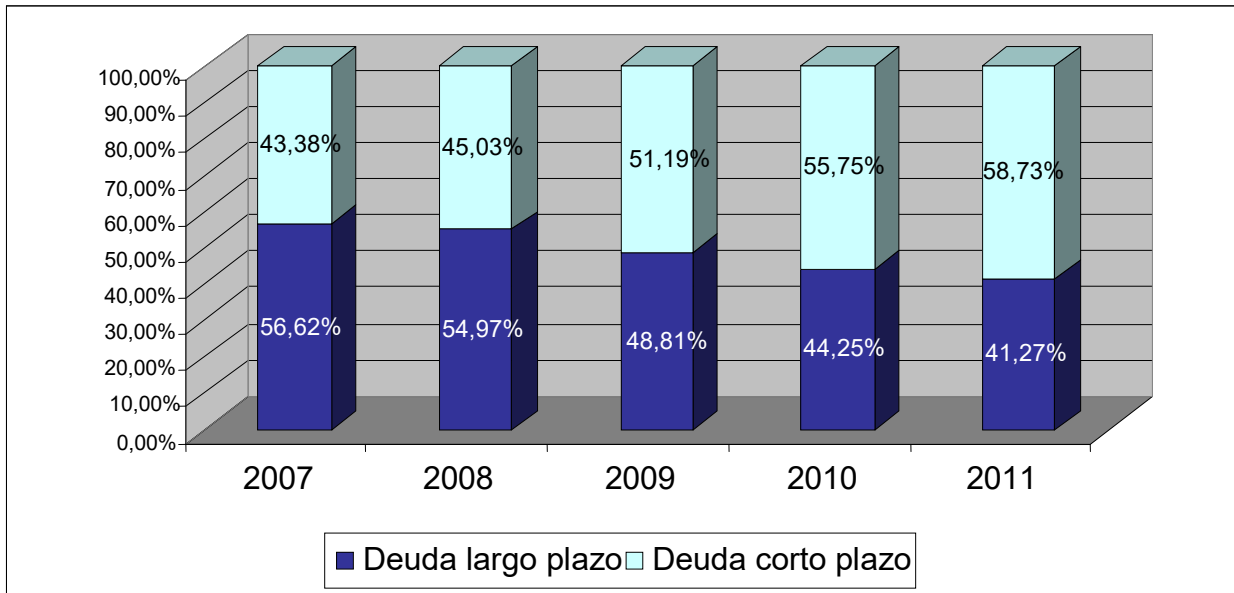
Alcanza su cifra más alta en 2009 con Bs. 147.29 millones (11.53% del activo total), incrementándose en 14.14% respecto de 2008.

b) Pasivo

El pasivo de la empresa presenta un comportamiento ascendente durante todo el período, alcanzando en 2009 la cifra de Bs. 201.51 millones. Durante la gestión 2010 y 2011 presenta un incremento del 14.35% equivalente a 35.21 millones de bolivianos, contabilizando en la última gestión Bs. 280.54 millones (véase ANEXO I)

Adicionalmente, y con relación a la estructura de esta cuenta se puede evidenciar el claro crecimiento del pasivo de corto plazo respecto del pasivo no corriente

Gráfico 4.2
Deuda de largo plazo versus Deuda de corto plazo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

b.1) Pasivo Corriente.

Según los datos extraídos de los estados financieros, se puede identificar un perjudicial crecimiento en el pasivo de corto plazo durante el período de análisis, ya que en 2009 alcanza los 103.14 millones de bolivianos equivalentes al 51.19% del activo total, para el año 2008 se incrementa en un 20.46% respecto del año 2010 y alcanza la cifra de Bs. 164.776 millones, que significan el 58.73% de los pasivos totales de la empresa.

A continuación se citarán algunas de las cuentas más influyentes del pasivo corriente.

Cuentas por pagar comerciales.- Esta cuenta también muestra un comportamiento ascendente, acá se incluyen los pagos a los proveedores de servicios, contratos en M.N. y M.E.

A diciembre de 2009 esta cuenta asciende a Bs. 22.14 millones, copando el 21.35% del total pasivo corriente, para la gestión 2011 sufre un incremento del 64.41% respecto de 2010, incrementándose en Bs. 28.01 millones, alcanzando la cifra de 71.65 millones de bolivianos.

Obligaciones financieras a corto plazo.- Esta es la segunda cuenta más importante del pasivo corriente, entre los acreedores más importantes están: Banco Unión, Banco Mercantil, Banco Nacional de Bolivia.

En el caso de las gestiones 2010 y 2011, ya que en la primera la cifra es de Bs 39.39 millones (16.05% del pasivo total) y en 2011 se incrementa en 22.34% (Bs. 8.8 millones) alcanzando la cifra de Bs. 48.2 millones, equivalente al 17% del total pasivo.

Obligaciones fiscales y sociales.- En esta cuenta se incluyen tanto los impuestos por pagar (IVA, RC IVA, IT, IU) como las obligaciones sociales de la empresa como los sueldos y salarios por pagar, aportes a las AFP's, retenciones, etc.

Mantiene montos similares y elevados hasta 2009, ya que para diciembre de ese año la cuenta asciende a Bs. 16.5 millones (9% del pasivo total) reduciéndose en un 40% la siguiente gestión donde alcanza Bs. 11.44 millones. Para 2008 está cuenta asciende a Bs. 13.69 millones (4.88% del pasivo total)

b.2) Pasivo No Corriente

También se incrementa a partir de 2009. Para diciembre de 2010 alcanza la suma de Bs. 108.55 millones (44.25% del total pasivo) incrementándose en Bs. 10.19 millones (10.36%) respecto de 2006 durante el cual la cifra fue de Bs. 98.36 millones.

Para diciembre de 2011 el monto fue de Bs. 115.77 millones, que represento el 41.27% del pasivo total, habiéndose incrementado en un 6.65% respecto de 2010. Es de resaltar que en comparación, el pasivo de corto plazo entre gestiones 2010 y 2011 se incrementó en un 20.5% debido a las deudas con proveedores.

A seguir se describirá el comportamiento de las cuentas más representativas del pasivo no corriente

Provisiones y provisiones a largo plazo.- Esta cuenta es la más importante del pasivo no corriente puesto que en todas las gestiones representa más del 60% en el largo plazo. Está compuesta por las cuentas de provisión para indemnizaciones y provisión para indemnizaciones – Servicio Médico.

También presenta un comportamiento ascendente durante todo el período. Para la gestión 2009 abarca la cifra de Bs. 65.22 millones, mostrando un leve ascenso en 2010 con Bs. 68.64 (incremento del 1.1%)

Para 2011 alcanza la suma de Bs. 77.42 millones, incrementándose en 12.79% respecto de 2010 y abarcando el 66.9% del pasivo a largo plazo.

Obligaciones financieras a largo plazo.- En 2010 esta cuenta asciende a Bs. 39.9 millones (16.27% del pasivo total) y muestra una leve disminución (3.92%) en la gestión 2011 alcanzando la cifra de 38.34 millones de bolivianos equivalentes al 13.67% del total pasivo.

c) Patrimonio

Muestra un comportamiento descendente de 2007 a 2011. A diciembre de 2009 el patrimonio asciende a Bs. 1,075.58 millones, copando el 82.21% del total del pasivo y patrimonio neto.

En la gestión 2010 disminuye en Bs. 47.- millones (4.35%) debido principalmente a una disminución en el fondo social cooperativo, alcanzando la cifra de 1,028.98 millones de Bs. Finalmente para 2011 termina con el monto de Bs. 1,037.36 millones, ocupando el 78.71% del total pasivo y patrimonio, incrementándose en 0.81% (8.33 millones de bs.) respecto de 2010.

A continuación las cuentas más sobresalientes del patrimonio

Fondo Social Cooperativo.- Esta cuenta sufre una disminución sustancial en el período entre las gestiones 2009 – 2010 de 81.- millones de bolivianos, alcanzando en la última la cifra de Bs. 1,566.93 millones. Para la gestión 2011 el monto asciende a 1,439.08 millones de bolivianos, sufriendo una reducción del 8.16% respecto de 2010.

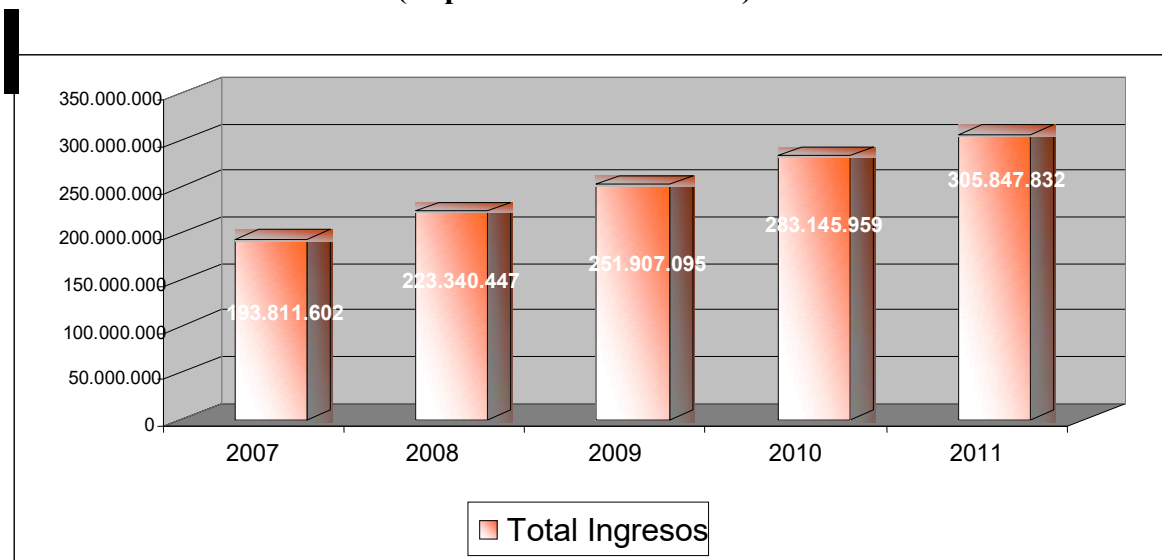
Déficit Acumulado.- Esta cuenta se mantuvo estable desde 2007 hasta 2010, con un promedio de Bs. 568 millones, es en 2008 donde se incrementa en 29.64% que equivale a Bs. 162.7 millones respecto de 2010.

4.1.2 ESTADO DE RESULTADOS

a) Ingresos

La Telefónica muestra un comportamiento ascendente en sus ingresos durante el período de análisis, tal como se muestra en el siguiente gráfico.³⁶

Gráfico 4.3
Evolución de los Ingresos por Ventas
(Expresado en Bolivianos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

El 2010 los ingresos de “COMUNÍCATE” se incrementan en Bs. 31.23 millones (12.39%) respecto de 2009 que tuvo ingresos de Bs. 251.91 millones, esto debido a la expansión de sus servicios tanto en telefonía, como en internet y televisión por cable. Para 2011 alcanza la cifra de Bs. 305.85 millones, 22.7 millones más que en 2010 con un incremento total del 8.02%.

³⁶ Ver Anexo II acerca de Estado de Resultados y análisis evolutivo

a.1) Servicios básicos.- Los ingresos reportados por servicios básicos, que son netamente de telefonía, se mantienen estables en las últimas tres gestiones de análisis, alcanzan su cifra más alta en la gestión 2007 con Bs. 191.1.- millones (vale mencionar que no se desglosaron los ingresos por interconexión y otros). Presenta en la gestión 2010 la cifra de 169.02 millones de Bs. que representan el 59.69% del total de los ingresos, en 2008 este monto se incrementa a Bs. 171.71 millones, creciendo en un 1.59% y abarcando el 56.14% del total de los ingresos percibidos en todo el año. En la Telefonica, hoy en día el servicio de telefonía es el que le reporta mayores ingresos y utilidades, debido a que si bien cuenta con otros dos servicios de valor agregado, (TV cable e internet), son relativamente nuevos, y no tienen la misma demanda y cobertura que tiene el servicio de telefonía.

a.2) Internet.- Este servicio tuvo sus mayores ingresos en 2009 con un monto de Bs. 8.29 millones que representaron el 3.32% del total de ingresos percibidos, para 2011 el ingreso fue de 7.74 millones de bolivianos haciendo un total en porcentaje del 2.53% del ingreso general.

b) Costos

Los costos que son asociados a los servicios brindados por la empresa mostraron un comportamiento ascendente durante todas las gestiones del período analizado, al 31 de diciembre de 2009 ascienden a Bs 262.89 millones, lo cual representa el 104.38% de los ingresos, para la gestión 2010 estos costos se incrementan en 59.36 millones de bolivianos (22.65%). Para la gestión 2011 alcanzan el monto de Bs. 372.57 millones, 21.82% más que los ingresos percibidos.

Entre los más representativos están los costos de servicio local de telecomunicaciones, costos de servicio de teléfonos públicos, y costos de distribución de señales.

c) Margen Directo de Explotación de Los Servicios

Los resultados después de cubrir los gastos que tienen que ver con la actividad de la empresa resultan negativos, mostrando en las gestiones 2009, 2010 y 2011 déficits de Bs. 10.98, 39.10 y 66.73 millones respectivamente.

d) Ingresos y Gastos Ajenos a la Explotación

Estos tienen que ver con actividades no relacionadas con la principal actividad de la Telefonica, pueden ser gastos extraordinarios, amortizaciones, ingresos financieros, inversiones, otros ingresos, etc. Por esta razón estos montos varían entre gestiones.

- En la gestión 2009 los ingresos ajenos a la explotación ascienden a Bs. 16.48 millones, que representan el 6.54% del total de los ingresos, mientras que los costos ajenos ascienden a Bs. 3.98 millones.
- Para diciembre de 2010 tanto los ingresos como los costos se incrementaron notablemente, siendo los primeros de Bs. 134.25 millones (47.41% del total de los ingresos), mientras que los gastos ascendieron a Bs. 90.34 millones.
- Por último en 2011 los ingresos ajenos bajaron en un 62.48% respecto de 2007 llegando monto de 50.37 millones de bolivianos (16.47% del ingreso total), por otro lado los egresos fueron de Bs. 19.51 millones, reduciéndose en un 78.40% respecto de 2007.

e) Superávit del Ejercicio

En la gestión 2009 el superávit de la Telefonica alcanza a Bs. 1.51 millones (0.60% del total de los ingresos). Para 2010 la ganancia se incrementa en 3.29 millones de bolivianos (incremento del 217%) alcanzando el 1.69% de los ingresos totales. Por último en 2011 existe una caída del 847.36% en la ganancia de la empresa, obteniendo un déficit de Bs. 35.87 millones (11.73% de los ingresos), esto se ve reflejado en la elevación de los costos por los diferentes servicios que se incrementaron en Bs. 50.33 millones (15.62%) entre las gestiones 2010 y 2011.

4.1.3 INDICADORES FINANCIEROS DE “COMUNÍCATE”

4.1.3.1 Razones de Liquidez

1.- **Razón de Circulante.-** Este ratio indica la capacidad que posee una Empresa para cumplir con sus obligaciones en el corto plazo (hasta 1 año). Su fórmula es:

$$\text{Razón de Circulante} = \frac{\text{Activos Circulantes}}{\text{Pasivos Circulantes}}$$

Los índices resultantes para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$\text{- 2007} = \frac{411.766.969}{69.900.726} = 5.89$$

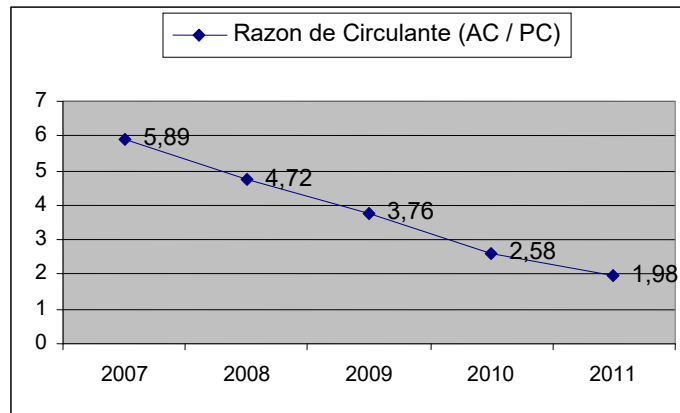
$$\text{- 2008} = \frac{415.173.082}{87.913.444} = 4.72$$

$$\text{- 2009} = \frac{388.101.857}{103.144.924} = 3.76$$

$$\text{- 2010} = \frac{353.225.824}{136.783.515} = 2.58$$

$$- 2011 = \frac{326.786.831}{164.776.954} = 1.98$$

Gráfico 4.4
Razón de Circulante



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Análisis Dinámico.- Como muestran los indicadores, la capacidad de cubrir obligaciones a corto plazo ha ido disminuyendo, puesto que en 2007 por cada boliviano de deuda, cuenta con 5.89 Bs. para cubrirlo, mientras que en 2011 por cada boliviano de deuda en el corto plazo, tan solo cuenta con 1.98 Bs. para cubrirlo.

La razón de Circulante sigue siendo aceptable, pero sufrió una gran disminución

2.- Prueba Ácida.- Proporciona datos de liquidez, sin tomar en cuenta el inventario, debido a que tarda más tiempo en hacerse efectivo. Su fórmula es:

$$\text{Prueba Ácida} = \frac{\text{Activos Circulantes} - \text{Inventario}}{\text{Pasivos Circulantes}}$$

Los índices para “COMUNÍCATE” en el período estudiado son:

$$- 2007 = \frac{411.766.969 - 12.361.545}{69.900.726} = 5.71$$

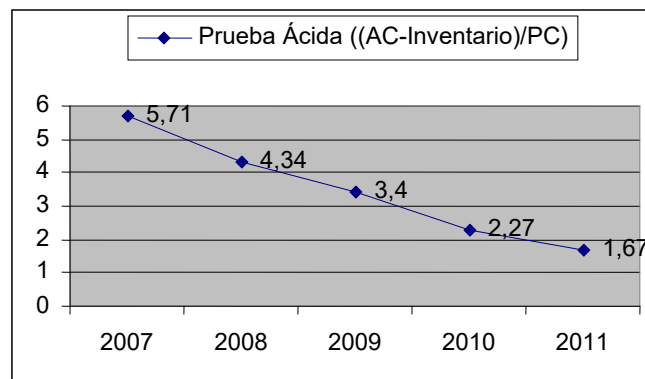
$$- 2008 = \frac{415.173.082 - 33.333.534}{87.913.444} = 4.34$$

$$- 2009 = \frac{388.101.857 - 36.711.221}{103.144.914} = 3.40$$

$$- 2010 = \frac{353.225.824 - 42.528.290}{136.783.515} = 2.27$$

$$- 2011 = \frac{326.786.831 - 50.708.425}{164.776.954} = 1.67$$

Gráfico 4.5
Prueba Ácida



Fuente: Elaboración propia en base a datos de JEFF.

Análisis Dinámico.- Al igual que el anterior indicador la capacidad de cubrir obligaciones en el corto plazo, sin tomar en cuenta los inventarios, también ha disminuido, mostrando un comportamiento similar al de la Razón de circulante. Lo cual muestra que el inventario en la empresa no es representativo ni tiene una participación importante.

3.- Ratio Prueba Defensiva.- Este ratio permite medir la capacidad de pago de una empresa en el corto plazo, tomando en cuenta únicamente el efectivo que esta posee, teniendo como fórmula:

$$\text{Ratio Prueba Defensiva} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Los índices para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$\text{- 2007} = \frac{49.535.629}{69.900.726} = 0.71$$

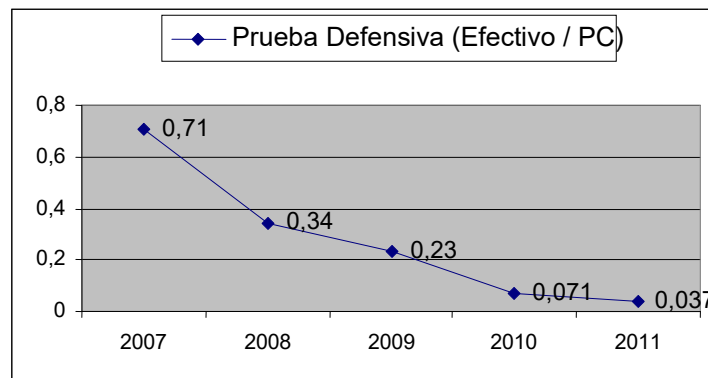
$$\text{- 2008} = \frac{29.894.798}{87.913.444} = 0.34$$

$$\text{- 2009} = \frac{23.368.504}{103.144.914} = 0.23$$

$$\text{- 2010} = \frac{9.774.708}{136.783.515} = 0.071$$

$$\text{- 2011} = \frac{6.166.013}{164.776.954} = 0.037$$

Gráfico 4.6
Prueba Defensiva



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Análisis Dinámico.- Como se puede ver, en el transcurso de las gestiones la cantidad del efectivo en la Telefónica ha ido disminuyendo considerablemente, en el período 2007 – 2009 se pueden ver mayores cantidades de efectivo, lo que generaba que la Telefonica mantenga saldos en inversiones temporarias, lo cual no ocurre en las gestiones 2010 y 2011 puesto que el efectivo es mucho menor. Por otro lado el pasivo circulante se ha ido incrementando, razón por la cual este indicador va en descenso.

4.1.3.2 RAZONES DE ACTIVIDAD

1.- Período Promedio de Cobranza.- Este ratio pretende mostrar el período de tiempo en que se cobran o se hacen efectivas las cuentas por cobrar. Su fórmula es de la siguiente manera:

$$\text{Período Promedio De Cobranza} = \frac{\text{Cuentas por Cobrar}}{\text{Ventas Promedio por día}}$$

Los índices para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$\begin{aligned} - 2007 &= \frac{47.974.436}{538.365,56} = 89 \text{ días} \\ - 2008 &= \frac{73.478.747}{620.390} = 118 \text{ días} \\ - 2009 &= \frac{108.912.475}{699.741} = 156 \text{ días} \\ - 2010 &= \frac{88.824.234}{786.516,55} = 113 \text{ días} \\ - 2011 &= \frac{73.019.164}{849.577,31} = 86 \text{ días} \end{aligned}$$

Análisis Dinámico.- Como muestran las cifras en el transcurso de este período, las cuentas por cobrar son muy variables entre gestión y gestión. En este tipo de empresa se considera normal este aspecto, debido a la irregularidad (por lo general retrasos) en el pago de los servicios por parte de los clientes (socios) de la Telefónica.

Por otro lado se refleja el comportamiento económico social del entorno de la Telefonica en cada gestión, este aspecto está muy relacionado también a la estabilidad económica en cada gestión a nivel nacional.

2.- Período Promedio de Pago.- Este indicador muestra el período de tiempo en el que una empresa hace efectivas sus cuentas por pagar, ósea en cuanto tiempo le paga a sus proveedores. Teniendo como fórmula:

$$\text{Período Promedio De Pago} = \frac{\text{Cuentas por Pagar}}{\text{Compras Promedio por día}}$$

Los índices para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$\text{- 2007} = \frac{19.737.855}{603.285,32} = 33 \text{ días}$$

$$\text{- 2008} = \frac{13.874.198}{668.134} = 21 \text{ días}$$

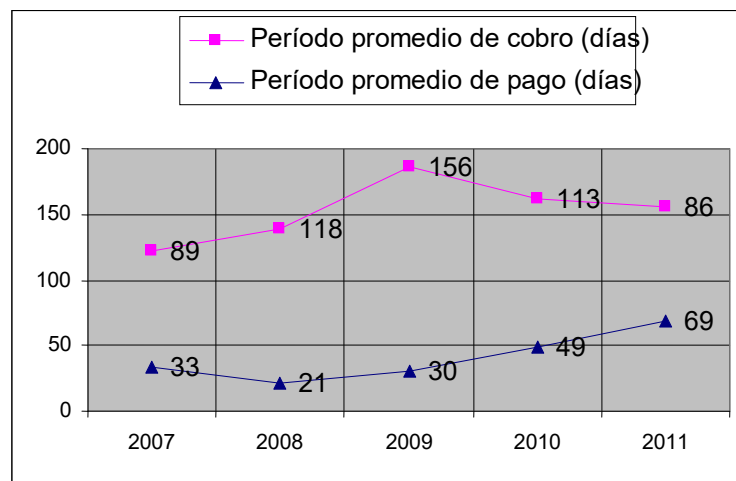
$$\text{- 2009} = \frac{22.141.295}{730.260} = 30 \text{ días}$$

$$\text{- 2010} = \frac{43.577.297}{895.133,02} = 49 \text{ días}$$

$$\text{- 2011} = \frac{71.646.319}{1.034.927,4} = 69 \text{ días}$$

Análisis Dinámico.- En el transcurso de las gestiones, tanto las cuentas por pagar como las compras promedio por día fueron en aumento, aunque aumentaron en mayor cantidad las cuentas por pagar, lo cual generó un incremento en el período de pago, más que todo a los proveedores de servicios.

Gráfico 4.7
Período Promedio de cobro VS Período promedio de pago



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

3.- Rotación de los Activos.- Indica la eficiencia con que la empresa utiliza y dispone de sus activos para generar ventas y utilidades en el corto plazo, su fórmula es:

$$\text{Rotación de los Activos} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Totales}}$$

Los índices resultantes para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$\text{- 2007} = \frac{193.811.602}{1.253.693.742} = 0.15$$

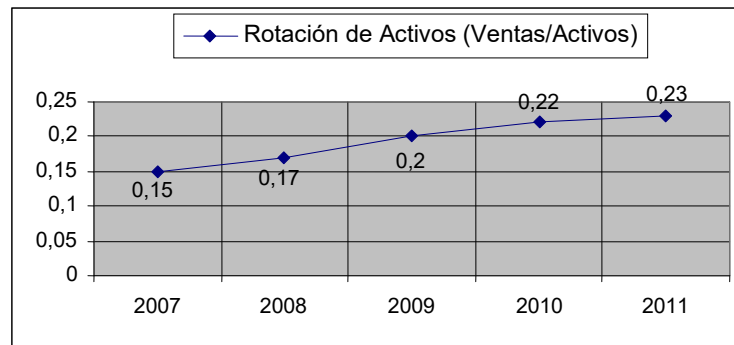
$$\text{- 2008} = \frac{223.340.447}{1.293.177.083} = 0.17$$

$$- 2009 = \frac{251.907.095}{1.277.090.991} = 0.20$$

$$- 2010 = \frac{283.145.959}{1.274.315.061} = 0.22$$

$$- 2011 = \frac{305.847.832}{1.317.860.522} = 0.23$$

Gráfico 4.8
Rotación de Activos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Análisis Dinámico.- Este ratio indica el porcentaje de ventas que se han generado por cada unidad monetaria de activo invertido. La rotación de los activos en todas las gestiones es baja, lo cual muestra que no se están utilizando los activos a toda su capacidad y se deberían incrementar las ventas o disponer de algunos de los activos.

4.1.3.3 Razones de Apalancamiento

1.- Razón de Deuda.- La razón de deuda, es un indicador financiero que muestra la proporción de los activos totales que han sido financiados con deuda. Su formula se muestra a continuación:

$$\text{Razón de Deuda} = \frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Activos Totales}}$$

Los índices resultantes para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$- 2007 = \frac{161.019.131}{1.253.693.742} = 0.13 = 13\%$$

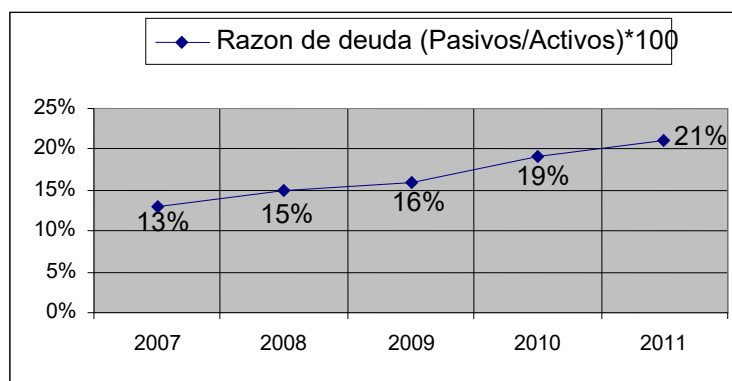
$$- 2008 = \frac{195.223.825}{1.293.177.083} = 0.15 = 15\%$$

$$- 2009 = \frac{201.506.272}{1.277.090.991} = 0.16 = 16\%$$

$$- 2010 = \frac{245.331.741}{1.274.315.061} = 0.19 = 19\%$$

$$- 2011 = \frac{280.543.671}{1.317.860.522} = 0.21 = 21\%$$

Gráfico 4.9
Razón de Deuda



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Análisis Dinámico.- Como presentan estos indicadores, la Telefónica a financiado sus activos con un bajo nivel de endeudamiento, durante el período 2007 – 2011, aunque tanto pasivos como activos han ido en aumento.

4.1.3.4 Razones de Rentabilidad

1.- **Margen de Utilidad Bruta.-** Muestra el margen de utilidad por cada unidad monetaria que queda después de haber cubierto todos los costos productivos. Sin haber pagado todavía gastos como ser impuestos, o intereses por conceptos de préstamos. La fórmula es la siguiente:

$$\text{Margen de Utilidad Bruta} = \frac{\text{Utilidad antes de intereses e impuestos}}{\text{Ventas}}$$

Los índices para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$\text{- 2007} = \frac{(23.371.113)}{193.811.602} = (0.12) = -12\%$$

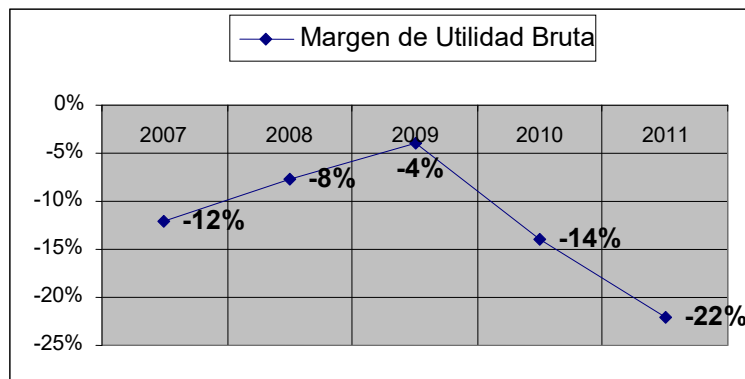
$$\text{- 2008} = \frac{(17.187.637)}{223.340.447} = (0.077) = -7.7\%$$

$$\text{- 2009} = \frac{(10.986.567)}{251.907.095} = (0.043) = -4\%$$

$$\text{- 2010} = \frac{(39.101.930)}{283.145.959} = (0.14) = -14\%$$

$$\text{- 2011} = \frac{(66.726.029)}{305.847.832} = (0.22) = -22\%$$

Gráfico 4.10
Utilidad Bruta



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Análisis Dinámico.- Estos indicadores muestran que la Telefónica a tenido rentabilidades nulas antes del pago de impuestos e intereses durante las gestiones analizadas, debido a que las utilidades antes de intereses e impuestos tienen saldos negativos, por tanto la empresa no presenta utilidades.

Según el departamento de Contabilidad de la Telefónica, en cuanto a utilidades después de cubrir los costos productivos, la respuesta fue que “COMUNÍCATE” no es una entidad con fines de lucro, sino más bien una empresa que busca brindar un servicio a la sociedad paceña, siendo este su principal objetivo, aunque no descartaba que los costos productivos son evidentemente elevados.

2.- Margen de Utilidad Neta.- Este ratio muestra el porcentaje que queda de cada unidad monetaria después de haber deducido todos los costos y gastos, incluyendo intereses e impuestos. Su fórmula es:

$$\text{Margen de Utilidad Neta} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$$

Los índices resultantes para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$- 2007 = \frac{5.286.866}{193.811.602} = 0.027 = 2.7\%$$

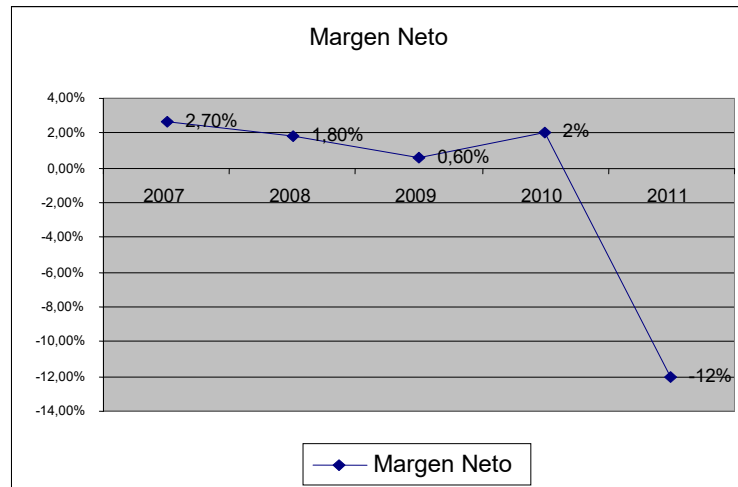
$$- 2008 = \frac{4.004.306}{223.340.447} = 0.018 = 1.8\%$$

$$- 2009 = \frac{1.512.629}{251.907.095} = 0.006 = 0.6\%$$

$$- 2010 = \frac{4.799.361}{283.145.959} = 0.02 = 2\%$$

$$- 2011 = \frac{(35.868.566)}{305.847.832} = (0.12) = -12\%$$

Gráfico 4.11
Margen Neto



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Análisis Dinámico.- En los resultados se puede ver que las ventas van en ascenso, mientras que las utilidades netas disminuyen drásticamente entre las gestiones 2010 y 2011, dando como resultado un porcentaje negativo de utilidades en la última gestión analizada. Mientras que en los demás años, si bien no existe demasiada variación en la utilidad, se consideran estas relativamente bajas.

3.- Rendimiento sobre Activos (ROA).- Nos muestra la efectividad que muestra una empresa en cuanto a la generación de utilidades con los activos que posee. A continuación su fórmula:

$$\text{Rendimiento sobre Activos (ROA)} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos Totales}}$$

Los índices para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$\text{- 2007} = \frac{5.286.866}{1.253.693.742} = 0.0042 = 0.42\%$$

$$\text{- 2008} = \frac{4.004.036}{1.293.177.083} = 0.0036 = 0.31\%$$

$$\text{- 2009} = \frac{1.512.629}{1.277.090.991} = 0.0012 = 0.12\%$$

$$\text{- 2010} = \frac{4.799.361}{1.274.315.061} = 0.0037 = 0.37\%$$

$$\text{- 2011} = \frac{(35.868.566)}{1.317.860.522} = (0.027) = -2.7\%$$

Análisis Dinámico.- En general las utilidades que la Telefónica reporta a partir de sus Activos presenta porcentajes bajos en cuanto a rendimiento, debido a que no presenta utilidades netas representativas, quedando como rendimiento negativo en la última gestión de análisis, ya que hay un déficit en la utilidad neta.

4.- Rendimiento sobre Capital (ROE).- El ROE es un indicador que representa el rendimiento o las utilidades obtenidas sobre el capital contable de los accionistas de la Empresa o el Patrimonio. Los determinantes de la fórmula son:

$$\text{Rendimiento sobre Capital (ROE)} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrim}}$$

Los índices resultantes para “COMUNÍCATE” en el período analizado son:

$$- 2007 = \frac{5.286.866}{1.092.674.611} = 0.0048 = 0.48\%$$

$$- 2008 = \frac{4.004.036}{1.097.953.255} = 0.0036 = 0.36\%$$

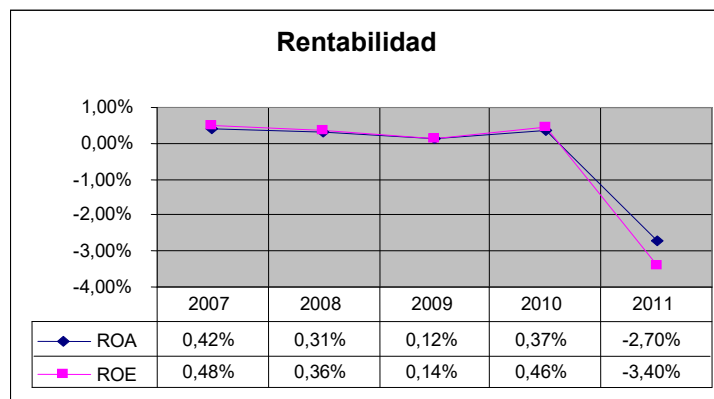
$$- 2009 = \frac{1.512.629}{1.075.584.723} = 0.0014 = 0.14\%$$

$$- 2010 = \frac{4.799.361}{1.028.983.320} = 0.0046 = 0.46\%$$

$$- 2011 = \frac{(35.868.566)}{1.037.316.851} = (0.034) = -3.4\%$$

Análisis Dinámico.- Las utilidades generadas a partir del patrimonio, son igualmente poco representativas, ya que si bien el patrimonio sufrió disminuciones en las gestiones 2008 y 2009, volvió a recuperarse en 2010 y en 2011, sin embargo sigue siendo la utilidad neta la que marca el descenso en las utilidades sobre patrimonio, dando también como saldo, un resultado negativo para la gestión 2011.

Gráfico 4.12
Roa VS Roe



Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Durante las gestiones analizadas estos dos indicadores (ROA, ROE) presentan comportamientos similares, con un ascenso entre las gestiones 2009 y 2010 debido a que las utilidades se incrementaron, posteriormente en la gestión 2011 tienen una caída de aproximadamente 3 puntos porcentuales, esto debido a que las utilidades fueron negativas.

Tabla 4.1
Indicadores Financieros

Indicadores Financieros					
Gestión	2007	2008	2009	2010	2011
	31-dic-07	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11
Liquidez y Solvencia					
Razón de Circulante (AC / PC)	5,89	4,72	3,76	2,58	1,98
Prueba Ácida ((AC-Inventario)/PC)	5,71	4,34	3,4	2,27	1,67
Prueba Defensiva (Efectivo / PC)	0,71	0,34	0,23	0,071	0,037
Rentabilidad					
Margen Operativo (Ut. Operativa./ Ventas)	-12%	-8%	-4%	-14%	-22%
Margen Neto (Ut. Neta. / Ventas)	2,7%	1,8%	0,6%	2,0%	-12,0%
ROA (Ut. Neta / Activos)	0,42%	0,31%	0,12%	0,37%	-2,70%
ROE (Ut. Neta / Patrimonio)	0,48%	0,36%	0,14%	0,46%	-3,40%
Actividad					
Rotación de Activos (Ventas/Activos)	0,15	0,17	0,2	0,22	0,23
Periodo promedio de cobro (días)	89	118	156	113	86
Periodo promedio de pago (días)	33	21	30	49	69
Financiamiento					
Razón de deuda (Pasivos/Activos)*100	13%	15%	16%	19%	21%
Proporción Deuda Corto Plazo	43,41%	45,03%	51,19%	55,75%	58,73%
Proporción Deuda Largo Plazo	56,59%	54,97%	48,81%	44,25%	41,27%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

4.2 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA ACTUAL DE “COMUNÍCATE”

Este punto pretende mostrar la situación financiera de la Telefónica a partir del punto de vista del área financiera y de planificación de la misma, para poder apreciar desde un criterio más amplio, cual es la situación por la cual está atravesando “COMUNÍCATE”, hablando financieramente.

Respecto de la deuda con entidades financieras, agregó que estos préstamos fueron hechos con el objetivo de ampliar los servicios de la Telefónica, y que efectivamente en el corto plazo, se han acumulado montos significativos de deuda, que representan costos financieros elevados para la empresa.

Respecto de la deuda de corto plazo de la Telefónica, indicó que los montos adeudados a los proveedores de servicios actualmente se encuentran congelados, en parte por la situación administrativa actual por la que atraviesa la Telefónica, la cual es delicada. Estos montos adeudados no generan ningún tipo de interés, pero “COMUNÍCATE” está condicionado a cancelar al día los montos mensuales (a proveedores) por distribución de señales y otros, de no ser así, el tipo de multa que imponen los proveedores es el corte directo de señal, que afecta de forma directa a “COMUNÍCATE”, ya que al interrumpir las señales en sus servicios (es el caso de TV Cable), pierde imagen ante sus clientes, que preferirán adquirir los servicios de empresas competidoras; y hoy en día, la imagen es un factor determinante para el éxito o fracaso de una empresa.

Cuadro 4.1
Relación efecto causa

Efecto	Causa
<ul style="list-style-type: none"> • Costos Operativos elevados 	Debido a ampliaciones de servicios (telefonía, tv cable, internet)
<ul style="list-style-type: none"> • Gastos financieros altos 	Como consecuencia de acumular deuda de corto plazo y de largo plazo, generando gastos financieros cada vez más altos

Fuente: Elaboración propia.

Como puede apreciarse en el cuadro superior

El siguiente punto de importancia citado fue que los montos por costos operativos fueron en aumento para la Telefónica, como consecuencia de ampliaciones para el mejoramiento y distribución de sus servicios, a partir de la inclusión de internet y tv cable en la cartera de productos ofrecidos.

Por consiguiente, “COMUNÍCATE” incurrió en deudas con entidades financieras como fuentes de financiamiento para los proyectos de ampliación de servicios, estas deudas se fueron acumulando a partir de la gestión 2007, implicando para la Telefónica gastos financieros elevados.

4.2

Relación efecto causa

Efecto	Causa
<ul style="list-style-type: none">Situación financiera de “COMUNÍCATE” delicada, con serios problemas	Debido a malas inversiones, sobrepuestos,
<ul style="list-style-type: none">Deuda de corto plazo con proveedores	Retrasos en pagos, mal manejo administrativo.
<ul style="list-style-type: none">Pagos al día por prestación de servicios, de lo contrario corte inmediato de señales	Multa por proveedores

Fuente: Elaboración propia

Desde el punto de vista del área de planificación, y resaltando los puntos más importantes en el cuadro superior, está la situación financiera delicada, con serios problemas, a partir de, malas inversiones y sobrepuestos entre las principales razones para las cuales “COMUNÍCATE” se haya visto con déficits y deudas.

Dentro de las deudas con proveedores, se resalta el retraso en los pagos, malos manejos de administración,

Declaró también que actualmente estas deudas no generan intereses para “COMUNÍCATE”, sino mas bien el tipo de multa que imponen los proveedores es el corte inmediato de señal en caso de que exista algún retraso en el pago mensual por este servicio.

4.3 FUNCIONAMIENTO DE LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN EN LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES

La Bolsa Boliviana de Valores cumple con la función principal de facilitar las negociaciones de los valores que se hallan registrados en ella, a su vez provee un servicio a sus miembros y al público en general. Estas facilidades pueden incluir desde un recinto físico, hasta esquemas tecnológicos sofisticados.

Si bien provee todas estas facilidades de negociación existen requisitos que se deben cumplir para poder llevar a cabo un proceso de Titularización.

4.3.1 REQUISITOS PARA LA INSCRIPCIÓN DE UN PROGRAMA DE EMISIÓN E INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE TITULARIZACIÓN

Para poder inscribir los títulos valores resultantes del proceso así como la emisión, y para que puedan ser comerciables en el mercado de valores se deben cumplir con los siguientes reglamentos.

- a) Enviar una carta de inicio de trámite de inscripción hecha por el Representante Legal, Gerente General de la Agencia de Bolsa contratada por el Emisor (“COMUNÍCATE”) para el efecto.

- b) Realizar una carta dirigida al Comité de Inscripciones, suscrita por el representante legal, Gerente General del Emisor o cuando el Emisor sea un Patrimonio Autónomo, su sociedad administradora (NAFIBO), conteniendo lo siguiente:

i. Solicitud de inscripción para Negociación y Cotización de Instrumentos Financieros

ii. Declaración respecto a la veracidad de la información presentada a la BBV. Dicha mención tendrá carácter de declaración jurada.

iii. Declaración de sometimiento al presente Reglamento, a las Disposiciones Normativas del Directorio y a las Circulares, autorizando a la BBV la publicación de la información proporcionada por el Emisor.

En caso de un Programa de Emisiones dicha declaración corresponderá tanto al programa como a las emisiones específicas dentro de este. (carácter de declaración jurada.)³⁷

iv. Declaración mediante la cual se informe los Testimonios de Poder otorgados a los administradores del Patrimonio Autónomo, enviados a la BBV que se encuentran vigentes. Dicha mención tendrá carácter de declaración jurada.

c) Copia sellada por la SPVS de la escritura pública de constitución, sus estatutos y modificaciones si las hubiera, del Emisor o, cuando el Emisor sea un Patrimonio Autónomo, de la sociedad administradora, debidamente inscritas en la entidad legalmente habilitada para efectuar el registro de los actos de comercio.

d) Original o copia sellada por la SPVS de los Testimonios de Poder otorgados a los representantes legales del Patrimonio Autónomo, debidamente inscritos en la entidad legalmente habilitada para efectuar el registro de los actos de comercio.

e) Si corresponde, copia simple del Número de Identificación Tributaria (NIT).

f) Si corresponde, formulario de inscripción entregado por la BBV debidamente llenado.

³⁷ <http://www.bbv.com.bo/comoparticipar.requisitos.asp> (10 de abril; 2013)

- g) Copia legalizada de la Resolución Administrativa de la SPVS:
- i. De registro del Emisor en el RMV , si corresponde.
 - ii. De autorización del registro del Programa de Emisiones o la oferta pública de los Instrumentos Financieros correspondientes.
- h) Si corresponde, original o copia legalizada de la Resolución de la SPVS autorizando el registro de la Sociedad de Titularización.
- i) Original o copia sellada por la SPVS del Testimonio del Contrato o Acto Unilateral de Cesión irrevocable de bienes o activos. Dicho contrato deberá contener la aprobación de la inscripción de los instrumentos de titularización en la BBV y declaración de la Sociedad Titularizadora.
- j) Si no estuviera en el Testimonio del Contrato Irrevocable o Acto Unilateral, original o copia legalizada por la autoridad que lo emitió o copia sellada por la SPVS del instrumento legal mediante el cual el órgano competente del Originador autorice la cesión irrevocable de los activos al Patrimonio Autónomo de Titularización.
- k) Copia de los documentos que acrediten los mecanismos de cobertura externos, si los hubiere.
- l) Copia de los contratos de colocación y de agente pagador, cuando este último sea un tercero, suscritos por la Sociedad de Titularización por cuenta del Patrimonio Autónomo.
- m) Prospecto de emisión de acuerdo a lo establecido por la SPVS, cinco ejemplares en medio magnético y dos ejemplares en medio físico.

n) En caso de Valores físicos, espécimen del Instrumento Financiero a inscribirse, que deberá reunir los requisitos exigidos por la normativa vigente.

4.3.2 REQUISITOS PARA LA INSCRIPCIÓN DE CADA EMISIÓN DENTRO DE UN PROGRAMA DE EMISIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.

a) Carta de inicio de trámite de inscripción dirigida al Gerente General de la BBV suscrita por el Representante Legal, Gerente General o principal ejecutivo de la Agencia de Bolsa contratada para el efecto.

b) Carta de solicitud de inscripción para Negociación y Cotización de cada emisión dentro de un Programa de Emisión, dirigida al Gerente General de la BBV, suscrita por el Representante Legal, Gerente General o principal ejecutivo de la Sociedad de Titularización, en la que conste la declaración que realiza respecto de la veracidad de la información presentada a la BBV. Dicha mención tendrá carácter de declaración jurada.

c) Prospecto Complementario de Emisión de acuerdo a lo establecido por la SPVS, cinco ejemplares en medio magnético y dos ejemplares en medio físico.

d) Copia legalizada de la nota emitida por el Intendente de Valores autorizando la oferta pública de cada emisión dentro de un Programa de Emisiones de Instrumentos Financieros de Titularización y su registro en el RMV.

e) Original o copia legalizada por la autoridad que lo emitió o copia sellada por la SPVS del Contrato o Acto Unilateral de Cesión de bienes o activos Complementario, el cual deberá cumplir con las estipulaciones exigidas por el Reglamento de Normas Prudenciales de Titularización y normas conexas.

f) Si no estuviera en el Testimonio del Contrato Irrevocable o Acto Unilateral de Cesión de bienes o activos Complementaria, original o copia legalizada por la autoridad que lo emitió o copia sellada por la SPVS del instrumento legal mediante el cual el órgano competente del Originador autorice la cesión irrevocable de los activos al Patrimonio Autónomo de Titularización.

g) En caso de Valores representados mediante anotación en cuenta, carta de la Entidad de Depósito de Valores en la que comunique la autorización del registro mediante Anotación en Cuenta de los Instrumentos Financieros de Titularización a ser emitidos.

h) Si fuese una Agencia de Bolsa distinta a la asignada en el Programa de Emisiones, copia de los contratos de colocación y de agente pagador, cuando este último sea un tercero, suscritos por la Sociedad de Titularización por cuenta del Patrimonio Autónomo.

i) Último informe de calificación de la emisión realizada por una Entidad Calificadora de Riesgo, si lo hubiere.

j) En caso de Valores físicos, espécimen del Instrumento Financiero a inscribirse, que deberá reunir los requisitos exigidos por la normativa vigente.

k) Cualquier otra documentación o información que para este efecto requiera la BBV que se consideren relevantes para fines de la inscripción o que sea exigida por disposiciones legales en vigencia.

Nota. Requisitos contemplados en el Reglamento Interno de Registro y Operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores S.A. aprobado por la Superintendencia de Pensiones,

Valores y Seguros mediante RA SPVS/IV/No.924 de 8 de noviembre de 2007. Primera Modificación aprobada mediante RA SPVS/IV/No.467 de 28 de mayo de 2008.³⁸

4.4 ADMINISTRACIÓN Y FUNCIONES DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN

En este punto se incluirán dos de las variables más resaltantes del proyecto, la importancia de financiar empresas a partir de su situación actual, tal es el caso de la Telefónica “COMUNÍCATE”, y por otro lado el proceso de la Titularización como una alternativa para solucionar las necesidades de financiamiento.

4.4.1 FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS

Tanto para los ejecutivos de entidades participantes del proceso de Titularización como para ejecutivos de “COMUNÍCATE”, generar fuentes de financiamiento para una empresa es vital para el buen desenvolvimiento de sus actividades y el rubro del negocio. Si bien ambas partes coincidieron, de las entrevistas realizadas, pudo también notarse que los ejecutivos de entidades participantes del proceso tendrían más tendencia a invertir estos recursos obtenidos por financiamiento que los ejecutivos de la Telefónica, esto puede deberse a la situación financiera por la cual atraviesa la misma, y por otro lado la experiencia que tienen los ejecutivos de entidades especializadas en inversiones.

Dentro de las opciones para financiar empresas que conocían, mencionaron la principal fuente de financiamiento que es a través del Sector Bancario, que si bien es una de las principales fuentes para obtener recursos, hoy en día ya no es la mejor alternativa debido a los altos costos financieros y la cantidad de requisitos que se deben presentar

³⁸ <http://www.bbv.com.bo/comoparticipar.requisitos.asp> (10 de abril; 2013)

para demostrar la solvencia, puesto que para, las Instituciones Financieras han estado incrementando demasiado los costos tanto de corto como de largo plazo.

El poder obtener recursos a través del Mercado de Valores, como una opción de financiamiento menos costosa, más segura y más transparente. Dentro de este punto, el Mercado de es una opción más barata, aunque con la percepción de una gran cantidad de requisitos, puesto que todavía les resulta relativamente nueva.

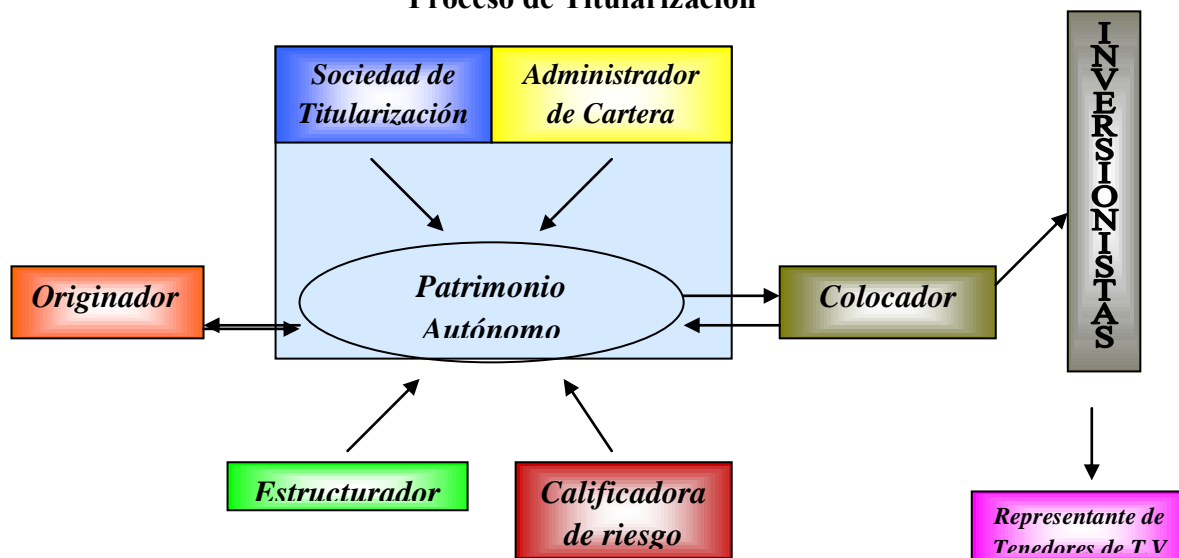
4.4.2 PROCESO DE TITULARIZACIÓN

En el tema de la Titularización, que es una importante herramienta financiera del Mercado de Valores, todos los ejecutivos de entidades participantes del proceso coincidieron en la importancia de tener una herramienta como la Titularización como alternativa de financiamiento

También se resaltaron las características de la Titularización como aspectos de vital importancia dentro de este proceso de financiamiento, puesto que son determinantes para que este sea exitoso y logre su objetivo que es financiar a la Telefonica.

De los datos brindados por los ejecutivos de entidades participantes del proceso, se pudo sintetizar y resumir básicamente el Proceso de Titularización.

Gráfico 4.13
Proceso de Titularización



Fuente: Elaboración propia

4.4.3 CESIÓN DE LOS ACTIVOS

El proceso de Titularización se da a partir de la necesidad de financiamiento de parte del Originador (agente deficitario), mismo que da inicio a este proceso a través de la cesión de sus activos (generadores de flujos de ingresos actuales o futuros) a un patrimonio autónomo. Esta cesión de bienes o activos de titularización comprende la transferencia absoluta del dominio sobre los mismos a una tercera entidad que es la sociedad de titularización.

4.4.4 ESTRUCTURACIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO

Una vez que estos activos dejan de ser parte del originador, pasan a conformar el patrimonio autónomo, con cargo al cual se emitirán los Valores de Titularización, este patrimonio será administrado por una entidad llamada sociedad de titularización.

Es en esta instancia donde el estructurador agrupa los bienes o activos que posean características comunes, el administrador de cartera se encarga de conservar y resguardar estos bienes, la calificadora asigna una calificación de riesgo a los títulos valores, y la sociedad Titularizadora que administra todo este proceso. Todo esto con la finalidad transformar los activos cedidos al patrimonio autónomo en valores negociables en el mercado de valores.

4.4.5 EMISIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES

Una vez realizado todo este proceso de valoración de los activos del patrimonio autónomo, se lanza la emisión de los títulos valores con respaldo del patrimonio autónomo y con todas las características que posean estos.

Esta emisión puede estar dirigida al público en general o puede ser de colocación privada. Los títulos valores resultantes pueden ser de participación, de contenido crediticio o mixtos.

4.4.6 COLOCACIÓN DE LOS VALORES

Después de hecha la emisión el siguiente paso es la colocación de los títulos a inversionistas, esto se realiza a través de un intermediario que es el agente de bolsa (colocador) quien se encarga de transar la totalidad o parcialidad de la emisión. (existe un acuerdo entre la sociedad de titularización y el colocador, este contrato se denomina “*underwriter*” y es un mecanismo a través del cual el agente se compromete en la venta de los valores “*best effort*”).

El colocador transa los valores con los inversionistas, quienes nombran al representante de tenedores de valores, que es a quien escogen los inversionistas para la negociación de los títulos y el resguardo de sus inversiones.

Posteriormente y tras haber realizado la colocación de la emisión, el colocador realiza la entrega de los fondos resultado de la negociación al patrimonio autónomo, quien a su vez entrega estos fondos al propio originador, quien los utilizará para sus fines propuestos.

Como se observa, los entrevistados coincidieron en que todos los participantes son muy importantes ya que son interdependientes entre sí para que el proceso sea exitoso, por otro lado cada uno de ellos fortalece la Titularización.

También se mencionaron los mecanismos de cobertura desde el punto de vista del Originador, puesto que para este, influirá en la decisión de las personas naturales o jurídicas que deseen invertir, y desde el punto de vista del Inversionista, se asegurará el pago de los intereses y el capital a partir de estos mecanismos.

4.5 DETERMINAR EL ASPECTO LEGAL PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Existen normas y procedimientos que regulan los procesos de titularización, la inscripción de los patrimonios autónomos, así como sus emisiones:

1. **Ley N° 1834, Ley del Mercado de Valores**, en fecha 31 de marzo de 1998, en el TITULO VIII establece las normas generales de la Titularización; los participantes, los activos o bienes que pueden titularizarse, los valores a emitirse y su tratamiento tributario. Dispone además que las receptoras de los bienes a titularizar son las Sociedades de Titularización, las cuales deberán

constituirse como sociedades anónimas de objeto exclusivo. Asimismo determina que los valores que se emitan como efecto de un proceso de titularización, podrán ser de contenido crediticio, de participación o mixto.

Según la ley N° 1834 el proceso de Titularización se define de la siguiente manera:

“La titularización consiste en constituir patrimonios autónomos bajo la administración de sociedades de titularización con activos y bienes, presentes o futuros, destinados a garantizar y pagar Valores emitidos en favor de inversionistas, independientes del patrimonio del cedente, denominado a estos efectos "Empresa Originadora".

Estos patrimonios autónomos no forman parte de la garantía general de los acreedores de las empresas originadoras ni de la sociedad de titularización y sólo responden y garantizan las obligaciones derivadas de la emisión de Valores para la cual se ha efectuado el proceso de titularización.

Los Valores emitidos como consecuencia del proceso de titularización serán considerados para efectos legales y de todo tipo de operación, como Valores, con todos los derechos y obligaciones de los mismos, pudiendo ser colocados y negociados sin restricción alguna. “³⁹

2. **Decreto Supremo N° 25514**, del 17 de septiembre de 1999, establece las normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y su proceso de titularización, estableciendo en lo que respecta a la emisión de títulos, la clase de valores a emitirse, los mecanismos

³⁹ “Ley de Mercado de Valores, N° 1834” Ley del 18 de marzo de 1998.

de cobertura, el plazo mínimo de redención, los efectos de la cesión y el carácter de irrevocabilidad.

3. **La Resolución Administrativa N° 52**, del 14 de febrero de 2000, indica las Normas de prudencia de las emisiones titularizadas estableciendo que los bienes o activos a ser titularizados podrán ser Valores de deuda pública, Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, Carteras de créditos, Documentos de crédito, Flujos de caja, Contratos de venta de bienes y servicios, Contratos de arrendamiento financiero, Contratos de factoraje, Activos y Proyectos inmobiliarios y otros. También establece los requisitos para la inscripción del patrimonio autónomo y de los valores en el Registro del Mercado de Valores y Autorización de su Oferta Pública.
4. **La Resolución Administrativa N° 187**, del 3 de mayo de 2001 (Reglamento del Registro del Mercado de Valores), establece los mínimos requisitos que se debe cumplir para inscribir en el Registro del Mercado de Valores a las Sociedades de Titularización, los Patrimonios Autónomos y las emisiones de Valores.
5. **La Resolución Administrativa N° 187**, del 19 de diciembre de 2001 (Manual de Prospectos de Oferta Pública), establece los requisitos complementarios a los señalados en la Resolución Administrativa N° 52 del Reglamento de Normas Prudenciales de Titularización, para la elaboración de prospectos de emisión de valores.
6. **La Resolución Administrativa SB N° 026**, del 5 de marzo de 2002, emitida por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (hoy en día
7. Autoridad del Sistema Financiero) que norma la participación de Entidades de Intermediación Financiera en procesos de Titularización.

CAPÍTULO V

PROPUESTA

5.1 INTRODUCCIÓN

La Empresa Telefónica “COMUNÍCATE” ha estado teniendo serios problemas financieros a causa de malos manejos administrativos, lo cual acarreó que en los estados financieros de la gestión 2011 se presenten pérdidas de Bs 35.8 millones, además de costos elevados de producción para la prestación de sus servicios, mismos que venían presentándose desde gestiones pasadas, estos costos se fueron incrementando a partir de las inclusiones, mejoramiento y expansión de los nuevos servicios como internet y TV cable, ya que para la presupuestación de estas inversiones “COMUNÍCATE” incurrió en deudas con sus proveedores, así como con entidades financieras tanto en el corto plazo como en el largo plazo, no obteniendo las ganancias esperadas de estas inversiones.

Como consecuencia la Telefónica fue acarreando deudas a corto y largo plazo, para 2011 sus obligaciones con entidades financieras ascendían a Bs. 48.196.165.- a corto plazo y Bs. 38.344.794.- a largo plazo.

Mediante la propuesta de un proceso de Titularización se pretende beneficiar a “COMUNÍCATE” refinanciando las obligaciones financieras de corto plazo en deuda de largo plazo, mejorando la calidad de sus pasivos. Se escogió esta modalidad de financiamiento para la Telefónica porque esta se realiza a través de los activos de una empresa, a diferencia de otras herramientas financieras del mercado de valores (Ej. acciones, bonos, pagarés, etc.) que se realizan en base al incremento del patrimonio o del pasivo. La Telefónica se ve imposibilitada de financiarse a través del patrimonio (emisión de acciones), puesto que para este tipo de proceso debe estar constituida como Sociedad Anónima. Por otro lado las elevadas deudas que tiene “COMUNÍCATE”, tanto

en el corto como en el largo plazo, con proveedores y entidades financieras, niegan sus posibilidades de financiarse a través de un incremento de sus pasivos (emisión de bonos, pagarés, etc.). Es por estas razones que es viable financiarla a través de sus activos, esta es una de las ventajas más importantes de la Titularización.

Entre otros beneficios de este proceso están:

- Lograr incursionar a “COMUNÍCATE” en el mercado de valores, teniendo de esta forma más opciones de financiamiento.
- A través de la Titularización, se transparenta a la empresa, haciéndola más confiable para futuras negociaciones.
- Ofrecer Títulos Valores con mayor rentabilidad e intereses que los ofrecidos por el sistema bancario.

5.2 OBJETIVO DE LA PROPUESTA

5.2.1 OBJETIVO PRINCIPAL

- “Proponer la estructuración de un proceso de Titularización para “COMUNÍCATE” como una alternativa de financiamiento menos costosa que el endeudamiento a través de instituciones financieras.”

5.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analizar la deuda financiera de “COMUNÍCATE” de corto plazo y largo plazo.
- Plantear el Proceso de Titularización
- Realizar una comparación con una alternativa de financiamiento a través de una Institución Bancaria

5.3 ANÁLISIS DE LA DEUDA FINANCIERA DE “COMUNÍCATE”

Como consecuencia de los puntos anteriormente citados, “COMUNÍCATE” fue acumulando deudas con entidades financieras a corto y largo plazo de la siguiente manera según Estados Financieros.⁴⁰

Cuadro 5.1
Evolución de la Deuda Financiera de “COMUNÍCATE”

Detalle	2007	2008	2009	2010	2011
Obligaciones Financieras a corto plazo		13.453.464	10.037.501	39.395.650	48.196.165
Obligaciones financieras a largo plazo	30.617.676	43.680.889	33.135.540	39.908.846	38.344.794

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Las deudas con entidades financieras en las que incurrió “COMUNÍCATE”, se originaron mayormente con el propósito de ampliar y mejorar sus servicios: telefonía, tv cable e internet.

Como presenta el cuadro superior, la deuda financiera de corto plazo presenta un comportamiento descendente entre las gestiones 2008 y 2009, disminuyendo en Bs. 3.4 millones (25%) alcanzando la cifra de Bs.10.037.501.- que representó el 4.98% del total pasivo.

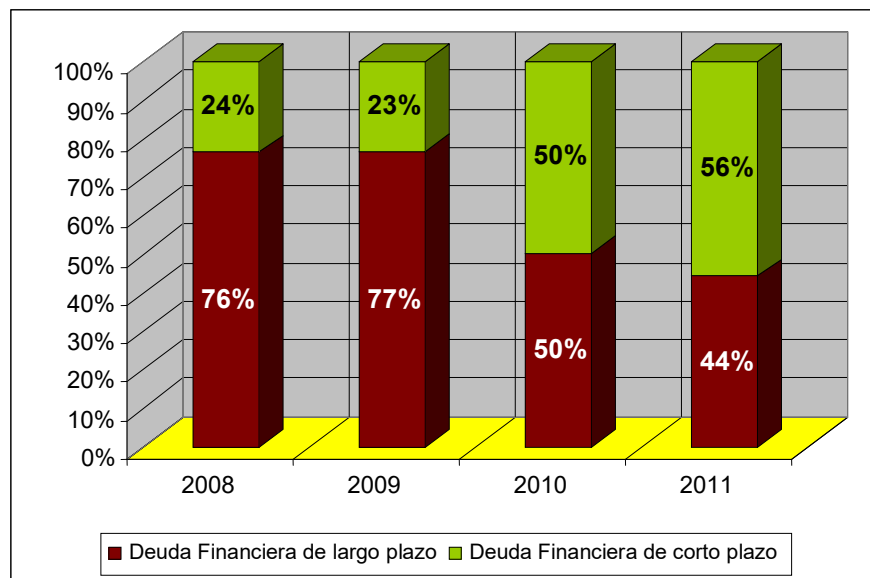
Es en 2010 y 2011 donde esta deuda se incrementa, alcanzando en 2010 la cifra de Bs. 39.395.650.- incrementándose en un 292% (Bs. 29.35 millones) respecto de 2009, representando para “COMUNÍCATE” el 16.06% del total de sus pasivos. En la gestión

⁴⁰ Ver Anexo I acerca de Balance General y análisis evolutivo

2011 la deuda alcanza Bs. 48.196.165.-, aumentando un 22,34% (8,8 millones de Bs.) respecto de 2010, y representando el 17.18% del total pasivo.

En el largo plazo, para 2005 la deuda es de Bs. 43.68 millones, incrementándose en 13.06 millones de Bs. respecto de 2007. En 2009, la deuda disminuye a Bs. 33.13 millones (24% menos), representando el 16.4% del total de la deuda. En 2010 y 2011 la deuda asciende a Bs. 39.9 y 38.3 millones respectivamente, representando el 16.06% y 13.67% del pasivo total de “COMUNÍCATE”.

Gráfico 5.1
Estructura de la deuda financiera de “Comunicate”



Fuente: Elaboración propia en base a Información obtenida de los Estados Financieros

Como se puede apreciar en el gráfico, el porcentaje de la deuda financiera de corto plazo va en aumento respecto de la de largo plazo, tanto así que para la gestión 2011 la mayor parte de la deuda financiera (56%) es de corto plazo, lo cual no es un buen indicador e implica un costo financiero elevado para “COMUNÍCATE”.

La deuda financiera total a 2011 asciende a Bs. 86.540.959.- (Ochenta y seis millones quinientos cuarenta mil novecientos cincuenta y nueve 00/100 bolivianos)

La tasa de interés que paga “COMUNÍCATE” por estas deudas es del 7% anual. Las tasas de interés de préstamos a corto y largo plazo para montos mayores (por encima de \$us. 20.000 o su equivalente en Bs.) no varían en el sistema bancario. Las tasas de interés varían según el monto de préstamo, garantías hipotecarias. (Datos brindados en el Banco de Crédito de Bolivia)

Cuadro 5.2
Tasas de Interés anuales

Préstamo	Garantía Hipotecaria	Tasa de Interés efectiva
Montos hasta \$us 20,000	NO	18%
Por encima de \$us. 20,000	SI	7.06%

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos en el B.C.P.

Actualmente las obligaciones financieras de “COMUNÍCATE”, generan intereses del 7% a los Bancos.

5.4 PLANTEAMIENTO DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

El presente proyecto pretende plantear el financiamiento de “COMUNÍCATE” a través de la conversión de los flujos futuros de la empresa en Títulos Valores de contenido crediticio, negociables dentro del mercado bursátil que se lleva a cabo básicamente en la Bolsa de Valores.

Los flujos futuros que se pretenden titularizar son los flujos de ingreso por tarifas básicas, solamente del servicio de telefonía, estas tarifas son aplicadas a líneas telefónicas de socios de “COMUNÍCATE”

5.4.1 IDENTIFICACIÓN DE LOS PARTICIPANTES EN EL PROCESO

1. **Originador.-** Es la empresa que da inicio a este proceso, la cual necesita financiarse, en este proyecto la empresa Telefónica “COMUNÍCATE”.
2. **Sociedad de Titularización.-** Es la encargada de administrar todo el proceso, logrando tener representación legal y absoluta del patrimonio autónomo, para este proyecto la empresa elegida es Nacional Financiera Boliviana S.A.M (NAFIBO).

Se escogió a NAFIBO S.A.M. como Sociedad Titularizadora, puesto que la única competencia que tiene en el mercado nacional es BISA Sociedad de Titularización, la cual tiene poca experiencia dentro de estos procesos, según datos obtenidos, abarca solamente el 5% del total de titularizaciones realizadas en el país, teniendo NAFIBO el 95% del mercado en este tipo de procesos. Es por esta razón y a causa de la gran experiencia de NAFIBO que fue tomada en cuenta como Sociedad de Titularización para el presente proyecto.

3. **Patrimonio Autónomo.-** Es aquél que está constituido por la cartera de los flujos futuros de “COMUNÍCATE”, que son cedidos a la Sociedad Titularizadora, y que son el respaldo de la emisión de los títulos valores.
4. **El Estructurador.-** Es quien agrupa los activos, bienes, flujos futuros, etc., con características similares, generalmente son parte de la Sociedad de Titularización, para este proyecto el estructurador será “NAFIBO”.
5. **Administrador de Cartera.-** Se encarga de custodiar y garantizar el mantenimiento y el buen estado de los activos cedidos, generalmente es la

Sociedad de Titularización la que cumple esta función, para este proyecto será “NAFIBO.”

- 6. Calificadora de Riesgo.-** Es la empresa encargada de analizar los activos o flujos cedidos en base a su riesgo crediticio, para posteriormente dar una calificación a los títulos valores, para este proyecto será “PACIFIC CREDIT RATING S.A.”

Se escogió esta empresa, puesto que después de haber realizado el trabajo de campo, se pudo conocer que de las Calificadoras de Riesgo que actualmente operan en Bolivia son:

- Moody’s
- Pacific Credit Rating S.A.
- Fitch Ratings LTD.⁴¹

También se logró obtener datos de que la única entidad calificadora que actualmente asigna calificaciones a títulos valores resultantes de un proceso de Titularización es Pacific Credit Rating S.A. Si bien anteriormente lo hacía también Fitch Ratings LTD., su última calificación sobre valores de Titularización fue el año 2009 para la emisión que lanzó NAFIBO de la empresa Hidroeléctrica Boliviana S.A., por otro lado la calificadora Moody’s nunca participó en asignaciones de calificación a valores de Titularización anteriormente, lo que da a lugar que la entidad calificadora asignada para el proyecto sea Pacific Credit Rating S.A. ya que es la única actualmente facultada y capacitada para realizar este tipo de operaciones en el país.

⁴¹ <http://www.bbv.com.bo/participantes.calificadoras.asp>,

7. **Colocador.-** Es la empresa autorizada para la negociación y colocación total o parcial de los títulos valores en la Bolsa de Valores, y está vinculada a la Sociedad de Titularización bajo el contrato de underwriter, para este proceso será “Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa”

Después de haber realizado el trabajo de campo que consistió en averiguar procedimientos y costos en todas las Agencias de Bolsa que actualmente funcionan en el país, se escogió como agente colocador a “Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa” bajo las siguientes comparaciones:

Cuadro 5.3
Costos de Inscripción y Colocación Agencias de Bolsa

Agencia de Bolsa	Elaboración e Inscripción del prospecto (\$us)	Comisión sobre monto colocado (\$us)	
BISA S.A. Agencia de Bolsa	22.000	0,60%	76.376
BNB Valores S.A.	6.000	0,40%	50.919
CAISA Agencia de Bolsa S.A.	17.822	0,10%	12.730
Credibolsa S.A.	No aplica	No aplica	
Mercantil Santa Cruz S.A. Agencia de Bolsa	No aplica	No aplica	
Panamerican Securities S.A. Agencia de Bolsa	15.000	0,45%	57.280
Valores Unión S.A.	20.000	0,07%	8.911
SUDAVAL Agencia de Bolsa S.A.	5.000	0,30%	38.190

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en Agencias de Bolsa

Como puede apreciarse en el cuadro 5.3, los costos por elaboración e inscripción del prospecto tanto como la comisión por la colocación de los títulos valores que cobran las Agencias de Bolsa tienen grandes variaciones, pero considerando que ambos montos son cancelados en un mismo pago antes de iniciar el proceso, se debe tomar en cuenta la suma de la comisión por colocación más la elaboración e inscripción del prospecto, teniendo como resultado que el menor de los costos es el de Valores Unión S.A. haciendo un total de \$us. 28.911.- es por eso que este es el Colocador seleccionado para el proyecto.

Nota.- El Emisor (“COMUNÍCATE”) es consciente de estos datos puesto que para tomar la decisión de qué Agencia de Bolsa escoger, la Sociedad de Titularización se encarga de hacer las cotizaciones con dichas Agencias para posteriormente enviarlas de vuelta al Originador, para que este pueda tomar su decisión.

Sin embargo estos datos pueden variar cuando se da el caso de que el Originador sea cliente o tenga buenas relaciones con algún Banco que posea Agencia de Bolsa, en este caso es el Originador quien toma la decisión ya sea en base a confianza en su entidad financiera o en base a costos para escoger que Agencia de Bolsa hará la colocación de los Títulos Valores.⁴²

- 8. Inversionista.-** Son todas las personas naturales o jurídicas que desean invertir, y a las cuales está dirigida la oferta de los títulos valores. Por ejemplo personas, empresas, SAFI’s de Bancos, AFP’s.⁴³

- 9. Representante de los tenedores de Valores de Titularización.-** Es quien se encarga de representar a los dueños de los títulos valores, cuidando y custodiando sus inversiones. Para este proyecto, después de realizar el trabajo de campo en base a costos, se determinó que el Representante de Tenedores de Valores es CAISA Agencia de Bolsa S.A., en base al siguiente cuadro:

⁴² Datos proporcionados mediante Estructurador de Titularización de NAFIBO S.A.M

⁴³ Datos proporcionados en SUDAVAL Agencia de Bolsa.

Cuadro 5.4

Costos Representante Común de Tenedores de Valores

Agencia de Bolsa	Representante común (mensual \$us)
BISA S.A. Agencia de Bolsa	No aplica
BNB Valores S.A.	No aplica
CAISA Agencia de Bolsa S.A.	300
Credibolsa S.A.	No aplica
Mercantil Santa Cruz S.A. Agencia de Bolsa	No aplica
Panamerican Securities S.A. Agencia de Bolsa	450
Valores Unión S.A.	350
SUDAVAL Agencia de Bolsa S.A.	350

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos en Agencias de Bolsa

5.4.2 DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN

El proceso de Titularización se dará a partir de la cesión irrevocable de los flujos futuros de ingresos por concepto del cobro de tarifas básicas a líneas telefónicas de socios de “COMUNÍCATE”, que pasarán a constituir el Patrimonio Autónomo, esta cartera tiene origen en las actividades y el normal desenvolvimiento de la Telefónica.

El Patrimonio autónomo tendrá como propósitos, emitir, garantizar y pagar los valores de titularización, y será administrado y representado legalmente por NAFIBO. Los activos cedidos pasan a la sociedad de Titularización a través de un acuerdo llamado “Contrato de Cesión Irrevocable”, dicho contrato es el instrumento legal mediante el cual el Originador cede de manera irrevocable a favor del patrimonio autónomo la propiedad absoluta, y los derechos al cobro de los flujos futuros (los derechos de cobro de los flujos son acordados entre el Originador y la Sociedad de Titularización)

El cobro de los flujos futuros estará a cargo de “COMUNÍCATE”, que se compromete mediante contrato a destinar las primeras recaudaciones, provenientes de

sus ingresos diarios actuales y futuros en dinero por servicios de telecomunicaciones, así como por cualquier otra actividad relacionada a su giro comercial, al pago de las obligaciones acordadas con el Patrimonio Autónomo.

Una vez constituido el Patrimonio Autónomo, la Sociedad de Titularización realizará una emisión de valores de contenido crediticio que serán colocados mediante oferta pública.

5.4.3 ORIGEN DE LA CARTERA TITULARIZADA

La cartera de activos a ser titularizados son los flujos futuros de ingresos mensuales por concepto del cobro de tarifas básicas de líneas telefónicas de los socios de la Telefonica.

Según reportes de facturación mensual por concepto de consumo.

Cuadro 5.5
Tarifas básicas de “COMUNÍCATE”
(por mes)

Tipo de Línea	Tarifa básica (Bs)	# De Líneas Conectadas	Total ingreso (Bs)
Línea Básica Residencial 1	8.-	3.859	30.872.-
Línea Básica Residencial 2	12.-	1.259	15.108.-
Línea Básica Residencial 3	14.-	175	2.450.-
Línea Básica Residencial 4	16.-	172.569	2.761.104.-
Línea Básica No Residencial	59.-	18.900	1.115.100.-
Totales		196.762	3.924.634.-

Fuente: Elaboración propia en base a datos

Estas tarifas son canceladas obligatoriamente de forma mensual, sin que influya en ellas el tráfico de llamadas, por lo que “COMUNÍCATE” percibe estos ingresos por tarifas básicas de forma segura.

Cuadro 5.6
Ingresos del Proceso de Titularización

Detalle	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6
Recaudación de Cartera Mensual	3.924.634.-	3.924.634.-	3.924.634.-	3.924.634.-	3.924.634.-	3.924.634.-
Meses por Año	12	12	12	12	12	12
Recaudación de Cartera Anual	47.095.608.-	47.095.608.-	47.095.608.-	47.095.608.-	47.095.608.-	47.095.608.-

Fuente: Elaboración propia en base

Como se muestra en el cuadro 5.6 los ingresos anuales de los flujos de ingresos por concepto cobro de tarifas básicas de líneas telefónicas de socios de “COMUNÍCATE”, mismos que serán cedidos al Patrimonio Autónomo alcanzan la cifra anual de Bs. 47.095.608.-

5.4.4 EL PATRIMONIO AUTÓNOMO

5.4.4.1 Denominación

El Patrimonio Autónomo para este proceso se denominará “COMUNÍCATE” – NAFIBO

5.4.4.2 Características

El Patrimonio Autónomo se crea a partir de la firma del contrato de Cesión Irrevocable acordado entre los representantes de “COMUNÍCATE” y de NAFIBO.

El patrimonio autónomo será el emisor de los Valores de Titularización de contenido crediticio que serán ofrecidos mediante oferta pública a los Inversionistas, los activos que forman parte del mismo son el respaldo de la emisión.

El valor monetario del patrimonio desde la emisión de los valores hasta la liquidación total del mismo será de Bs. 107.481.721.- (Ciento siete millones cuatrocientos ochenta y un mil setecientos veintiún 00/100 bolivianos) (incluyendo costos de administración) este monto es el equivalente al valor presente de Bs. 90.000.000.- (Noventa millones 00/100 de bolivianos) que corresponde al total de la emisión de los Títulos Valores.

5.4.5 LA EMISIÓN

Monto (Bs):	90.000.000
Denominación de los Valores:	“COMUNÍCATE” - NAFIBO
# De Títulos valores:	10.000
Valor nominal de cada título valor (Bs):	9.000
Plazo (años):	6
Fecha de Emisión:	5 de Enero de 2012
Forma de Pago de capital e intereses:	Mensual
Interés:	5.1% anual

Los Títulos Valores resultantes de la Emisión tendrán un interés anual del 5.10%, haciéndolos más atractivos para aquellos que desean invertir, puesto que los intereses anuales más altos ofrecidos por el sector financiero son de 1.61% en DPF's (Depósitos a Plazo Fijo) según un reporte oficial pactado al mes de mayo de 2010 del Banco Central de Bolivia.⁴⁴

⁴⁴ Ver anexo III, acerca del reporte de las Tasas pasivas del sector financiero emitido por el BCB.

De esta manera y como todos los datos de la emisión son netamente de carácter público, (publicados en medios de comunicación masivos) cualquier persona, natural o jurídica que desee puede invertir en estos Títulos Valores que son negociables en la Bolsa de Valores, ofreciendo de esta manera una nueva alternativa de inversión más atractiva para el mercado.

5.4.6 ORIGEN DE LOS RECURSOS RECAUDADOS

El monto recaudado por la colocación de los Valores de Titularización será destinado de la siguiente manera: Bs. 2.100.000.- (Dos millones cien mil 00/100 bolivianos) se utilizarán para conformar el Fondo de Liquidez, el saldo de la recaudación, a medida que se vayan recibiendo los montos efectivamente colocados, serán utilizados para pagar de manera prioritaria los pasivos que “COMUNÍCATE” tiene con las Entidades Financieras.

El monto recaudado por la colocación de los Valores será depositado por el Colocador (Valores Unión S.A.) en cuentas receptoras del Patrimonio Autónomo “COMUNÍCATE” – NAFIBO Por su parte la Sociedad Titularizadora (NAFIBO) procederá a realizar los pagos mencionados por un monto equivalente de hasta Bs. 86.540.959.- (Ochenta y seis millones quinientos cuarenta mil novecientos cincuenta y nueve 00/100 bolivianos) por cuenta y nombre del Originador, después de haber deducido el Fondo de Liquidez de Bs. 2.100.000.- (Dos millones cien mil 00/100 bolivianos). En caso de que el saldo de la deuda a la fecha de pago sea menor a Bs. 86.540.959.- (Ochenta y seis millones quinientos cuarenta mil novecientos cincuenta y nueve 00/100 bolivianos) la Sociedad de Titularización procederá a entregar la diferencia al Originador (“COMUNÍCATE”) a fin de que la utilice para su actividad regular. En el contrato se establece que es obligación del Originador el pago de los intereses devengados hasta la fecha de pago de las deudas, pues la Sociedad de Titularización pagará únicamente el saldo a capital.

Una vez realizado el pago de los pasivos en la forma establecida en el párrafo precedente, y descontado el Fondo de Liquidez, el 80% (Ochenta por ciento) del saldo de la colocación es entregado al Originador para que este disponga del mismo para el cumplimiento de su objeto social, y el 20% (veinte por ciento) permanece en el Patrimonio Autónomo, como medida adicional de cobertura de riesgos, esta medida está establecida en contrato.

5.4.7 COBERTURA DE RIESGOS

Se ha determinado que el riesgo del patrimonio autónomo “COMUNÍCATE”-NAFIBO está relacionado directamente a los ingresos mensuales del Originador, es por ello que el coeficiente de riesgo se ha establecido en función al monto máximo de flujo mensual cedido en el período de la Titularización y el monto a ser constituido en el fondo de Liquidez, estos alcanzan las cifras de Bs. 1.540.000.- y 2.100.000.- respectivamente, lo que significa que el fondo de Liquidez tiene un coeficiente de cobertura de $1.36 > 1.00$ en conformidad a lo exigido.

Por otro lado, los ingresos mensuales promedio de “COMUNÍCATE” ascienden a Bs. 20.967.000.-, esto significa que estos ingresos cubren 13,61 veces el monto máximo mensual requerido por la Titularización, lo cual implica que los ingresos mensuales de “COMUNÍCATE” tendrían que caer el equivalente al 92.6% para que la cesión de flujos se vea afectada.

5.4.8 FLUJO DE AMORTIZACIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO

Los Flujos Futuros del Patrimonio Autónomo “COMUNÍCATE” – NAFIBO han sido proyectados a partir del mes de enero de 2011 y están constituidos por los derechos sobre los flujos futuros que en su totalidad, durante el período de vida de la Emisión de los valores de Titularización, ascienden a Bs. 107.481.721.- (Ciento siete millones

cuatrocientos ochenta y un mil setecientos veintiuno 00/100 bolivianos), equivalentes al valor presente de los flujos cedidos por Bs. 90.000.000 (Noventa millones 00/100 bolivianos) y cuyo detalle de montos y vencimientos se establece en el siguiente cuadro:

Cuadro 5.7

Flujo de Amortización del Patrimonio Autónomo

Fecha	#	SALDO 1	INTERÉS	AMORTIZA- CIÓN	GASTOS P.A.	CESIÓN MENSUAL	SALDO 2
5-ene-12	1	90.000.000	382.500	1.005.000	47.414	1.434.914	88.995.000
5-feb-12	2	88.995.000	378.229	1.005.000	47.414	1.430.643	87.990.000
5-mar-12	3	87.990.000	373.958	1.005.000	47.414	1.426.372	86.985.000
5-abr-12	4	86.985.000	369.686	1.055.000	47.414	1.472.100	85.930.000
5-may-12	5	85.930.000	365.203	1.055.000	47.414	1.467.617	84.875.000
5-jun-12	6	84.875.000	360.719	1.055.000	47.414	1.463.133	83.820.000
5-jul-12	7	83.820.000	356.235	1.080.000	47.414	1.483.649	82.740.000
5-ago-12	8	82.740.000	351.645	1.080.000	47.414	1.479.059	81.660.000
5-sep-12	9	81.660.000	347.055	1.080.000	47.414	1.474.469	80.580.000
5-oct-12	10	80.580.000	342.465	1.080.000	47.414	1.469.879	79.500.000
5-nov-12	11	79.500.000	337.875	1.080.000	47.414	1.465.289	78.420.000
5-dic-12	12	78.420.000	333.285	1.080.000	47.414	1.460.699	77.340.000
5-ene-13	13	77.340.000	328.695	1.150.000	44.975	1.523.670	76.190.000
5-feb-13	14	76.190.000	323.808	1.150.000	44.975	1.518.783	75.040.000
5-mar-13	15	75.040.000	318.920	1.150.000	44.975	1.513.895	73.890.000
5-abr-13	16	73.890.000	314.033	1.150.000	44.975	1.509.008	72.740.000
5-may-13	17	72.740.000	309.145	1.150.000	44.975	1.504.120	71.590.000
5-jun-13	18	71.590.000	304.258	1.150.000	44.975	1.499.233	70.440.000
5-jul-13	19	70.440.000	299.370	1.150.000	44.975	1.494.345	69.290.000
5-ago-13	20	69.290.000	294.483	1.150.000	44.975	1.489.458	68.140.000
5-sep-13	21	68.140.000	289.595	1.150.000	44.975	1.484.570	66.990.000
5-oct-13	22	66.990.000	284.708	1.150.000	44.975	1.479.683	65.840.000
5-nov-13	23	65.840.000	279.820	1.150.000	44.975	1.474.795	64.690.000
5-dic-13	24	64.690.000	274.933	1.150.000	44.975	1.469.908	63.540.000
5-ene-14	25	63.540.000	270.045	1.200.000	37.398	1.507.443	62.340.000
5-feb-14	26	62.340.000	264.945	1.200.000	37.398	1.502.343	61.140.000
5-mar-14	27	61.140.000	259.845	1.200.000	37.398	1.497.243	59.940.000
5-abr-14	28	59.940.000	254.745	1.250.000	37.398	1.542.143	58.690.000
5-may-14	29	58.690.000	249.433	1.250.000	37.398	1.536.831	57.440.000
5-jun-14	30	57.440.000	244.120	1.250.000	37.398	1.531.518	56.190.000
5-jul-14	31	56.190.000	238.808	1.250.000	37.398	1.526.206	54.940.000
5-ago-14	32	54.940.000	233.495	1.250.000	37.398	1.520.893	53.690.000
5-sep-14	33	53.690.000	228.183	1.250.000	37.398	1.515.581	52.440.000
5-oct-14	34	52.440.000	222.870	1.250.000	37.398	1.510.268	51.190.000

5-nov-14	35	51.190.000	217.558	1.250.000	37.398	1.504.956	49.940.000
5-dic-14	36	49.940.000	212.245	1.250.000	37.398	1.499.643	48.690.000
5-ene-15	37	48.690.000	206.933	1.270.000	36.106	1.513.039	47.420.000
5-feb-15	38	47.420.000	201.535	1.270.000	36.106	1.507.641	46.150.000
5-mar-15	39	46.150.000	196.138	1.270.000	36.106	1.502.244	44.880.000
5-abr-15	40	44.880.000	190.740	1.270.000	36.106	1.496.846	43.610.000
5-may-15	41	43.610.000	185.343	1.270.000	36.106	1.491.449	42.340.000
5-jun-15	42	42.340.000	179.945	1.270.000	36.106	1.486.051	41.070.000
5-jul-15	43	41.070.000	174.548	1.295.000	36.106	1.505.654	39.775.000
5-ago-15	44	39.775.000	169.044	1.295.000	36.106	1.500.150	38.480.000
5-sep-15	45	38.480.000	163.540	1.295.000	36.106	1.494.646	37.185.000
5-oct-15	46	37.185.000	158.036	1.295.000	36.106	1.489.142	35.890.000
5-nov-15	47	35.890.000	152.533	1.295.000	36.106	1.483.639	34.595.000
5-dic-15	48	34.595.000	147.029	1.295.000	36.106	1.478.135	33.300.000
5-ene-16	49	33.300.000	141.525	1.350.000	35.030	1.526.555	31.950.000
5-feb-16	50	31.950.000	135.788	1.350.000	35.030	1.520.818	30.600.000
5-mar-16	51	30.600.000	130.050	1.350.000	35.030	1.515.080	29.250.000
5-abr-16	52	29.250.000	124.313	1.350.000	35.030	1.509.343	27.900.000
5-may-16	53	27.900.000	118.575	1.350.000	35.030	1.503.605	26.550.000
5-jun-16	54	26.550.000	112.838	1.350.000	35.030	1.497.868	25.200.000
5-jul-16	55	25.200.000	107.100	1.350.000	35.030	1.492.130	23.850.000
5-ago-16	56	23.850.000	101.363	1.350.000	35.030	1.486.393	22.500.000
5-sep-16	57	22.500.000	95.625	1.350.000	35.030	1.480.655	21.150.000
5-oct-16	58	21.150.000	89.888	1.350.000	35.030	1.474.918	19.800.000
5-nov-16	59	19.800.000	84.150	1.350.000	35.030	1.469.180	18.450.000
5-dic-16	60	18.450.000	78.413	1.350.000	35.030	1.463.443	17.100.000
5-ene-17	61	17.100.000	72.675	1.400.000	27.711	1.500.386	15.700.000
5-feb-17	62	15.700.000	66.725	1.400.000	27.711	1.494.436	14.300.000
5-mar-17	63	14.300.000	60.775	1.400.000	27.711	1.488.486	12.900.000
5-abr-17	64	12.900.000	54.825	1.400.000	27.711	1.482.536	11.500.000
5-may-17	65	11.500.000	48.875	1.400.000	27.711	1.476.586	10.100.000
5-jun-17	66	10.100.000	42.925	1.400.000	27.711	1.470.636	8.700.000
5-jul-17	67	8.700.000	36.975	1.450.000	27.711	1.514.686	7.250.000
5-ago-17	68	7.250.000	30.813	1.450.000	27.711	1.508.524	5.800.000
5-sep-17	69	5.800.000	24.650	1.450.000	27.711	1.502.361	4.350.000
5-oct-17	70	4.350.000	18.488	1.450.000	27.711	1.496.199	2.900.000
5-nov-17	71	2.900.000	12.325	1.450.000	27.711	1.490.036	1.450.000
5-dic-17	72	1.450.000	6.163	1.450.000	27.716	1.483.879	0
			INTERESES	CAPITAL	GASTOS P.A.	TOTAL	
Totales			14.738.108	90.000.000	2.743.613	107.481.721	

Fuente: Elaboración Propia

Como se puede ver en el cuadro del flujo de amortización del patrimonio autónomo (5.7), la duración de la Emisión culminará en diciembre de 2017, generando intereses totales de Bs. 14.738.108.- (Catorce millones setecientos treinta y ocho mil ciento ochenta y ocho 00/100 bolivianos), que están destinados específicamente a los inversionistas y dueños de los valores de Titularización.

La Amortización del capital de la emisión fue determinada de manera que los montos de las cesiones mensuales para el Originador (“COMUNÍCATE”) no sufran cambios bruscos y sean lo más homogéneos posibles, debido a que algunos costos del patrimonio autónomo varían con el transcurso del tiempo. Este tipo de amortización de capital también se empleó en base a otros procesos de Titularización llevados a cabo, y fue aprobado por un estructurador de NAFIBO Sociedad de Titularización.

Los gastos del Patrimonio Autónomo ascienden a Bs. 2.743.613.- (Dos millones setecientos cuarenta y tres mil seiscientos trece 00/100 bolivianos), este monto está distribuido entre las entidades encargadas de administrar el patrimonio hasta su liquidación total, los montos de los pagos se detallan en el punto 5.4.8.

El monto total cedido asciende a Bs. 107.481.721.- (Ciento siete millones cuatrocientos ochenta y un mil setecientos veintiuno 00/100 bolivianos), y representa la suma total de las columnas de Amortización de capital, intereses y los gastos del Patrimonio Autónomo, donde el monto máximo de la cesión mensual alcanza la cifra de Bs. 1,54 millones, el mínimo Bs. 1,426 millones, y el promedio es de Bs. 1,49 millones.

Para este proceso y mediante especificaciones de contrato, “COMUNÍCATE” se comprometerá que todos los montos de efectivo recaudados que provengan de los ingresos diarios actuales y futuros en dinero por servicios de telecomunicaciones, así como por cualquier otra actividad relacionada a su giro comercial, serán destinados a los fondos de las cuentas de recaudación del Patrimonio Autónomo “COMUNÍCATE” –

NAFIBO hasta haber alcanzado los montos cedidos al mismo (cesión mensual) según el prospecto.

5.4.9 COSTOS TOTALES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Los cuadros que se muestran a continuación detallan los costos anuales que requiere cada una de las entidades involucradas para el correcto funcionamiento del Patrimonio Autónomo desde el comienzo de la Emisión hasta su finalización.

Según el trabajo de campo realizado para determinar los costos de cada entidad involucrada en el proceso, se pudo conocer que estos varían en montos, plazos de pago, etc. Puesto que algunas entidades tienen costos fijos anuales, mientras que otras tienen costos variables mensuales.

Cuadro 5.8

Presupuestos de Costos del Patrimonio Autónomo (expresado en \$us.)

Detalle	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Total
ASFI	20.359	18.760	6.740	4.976	3.121	1.167	55.123
BBV	4.605	1.987	968	500	500	0	8.560
Rep. Tenedores	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	3.600	21.600
Calificación	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	0	50.000
Otros Gastos	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	60.000
Auditoría Externa	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	15.000
Adm. del P.A.	30.652	30.652	30.652	30.652	30.652	30.652	183.912
Total	81.716	77.499	64.460	62.228	60.373	47.919	394.195

Fuente: Elaboración propia

a) Gastos Fijos

- **Representante de tenedores de Valores.-** El monto a pagar oscila entre los 200 y 350 dólares mensuales, para el proyecto se determinó la cifra de \$us 300.-⁴⁵ por mes, haciendo un total de \$us. 3600.- cada año, la función del representante de valores está programada hasta concluir la duración del Patrimonio Autónomo.

El costo total del Representante de Tenedores de Valores asciende a \$us. 21.600.-

- **Calificación.-** El costo de la calificación de riesgo es de \$us. 10.000.- que se cancelan de forma anual y por adelantado, esto quiere decir que el pago anual se lo realiza para la siguiente gestión, es por eso que el último pago para el mantenimiento de la calificación se lo realizará en el quinto año.

El monto total al que asciende la calificación de los títulos valores es de \$us. 50.000.-

- **Otros Gastos.-** Estos gastos están destinados a cubrir cualquier tipo de eventualidad que se presente durante el proceso de Titularización, y pueden ser o no ser utilizados durante el proceso, el monto anual fue determinado en base al monto de emisión y plazo por el estructurador de NAFIBO.

Estos costos son previstos durante todos los años que dure la emisión haciendo un total de \$us. 60.000.- para el proceso.

- **Auditoría Externa.-** Según datos proporcionados en NAFIBO, y corroborando estos en la *Price Water House Coopers*, entidad especializada en hacer auditorías a este tipo de procesos, se determinó el costo anual de \$us. 2.500.- el cual es cancelado todos los años, haciendo un total de \$us. 15.000.- para el pro

⁴⁵ Información brindada por Analista de estudios y riesgos, CAISA Agencia de Bolsa

b) Gastos Variables

Estos gastos generalmente se calculan en base a comisiones, sobre saldos del monto de emisión, agregando fórmulas determinadas por cada institución, entre ellas están:

- **ASFI.**- Estos datos fueron proporcionados por NAFIBO describiendo las siguientes características.

- \$us. 1.000.- todos los años.
- 0.08% del total de la emisión durante los dos primeros años.
- 0.08% sobre saldo de capital a diciembre de la gestión, se cobra todos los años.
- Costo inicial \$us. 12.160

Por consiguiente la fórmula para los dos primeros años sería:

$$\text{Costo ASFI} = \text{\$us. 1.000} + 0.08\% \text{ EMISIÓN} + 0.08\% \text{ SALDO CAP (dic)}$$

A partir del tercer año la fórmula sería:

$$\text{Costo ASFI} = \text{\$us. 1.000} + 0.08\% \text{ SALDO CAP (dic)}$$

Ej. Para el año 1 el cálculo fue de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} - \text{Costo ASFI} &= 1.000 + (0.0008 * 12.931.034) + (0.0008 * 11.267.241.4) \\ &= 1000 + 10.344.83 + 9.013.79 \\ &= 20.359 \end{aligned}$$

Para el 3er año el cálculo del costo fue:

$$\begin{aligned} - \text{Costo ASFI} &= 1.000 + (0.0008 * 7.175.287.36) \\ &= 6.740 \end{aligned}$$

Nota.- Los montos de los saldos de capital deben ser convertidos de bolivianos a dólares, para sus respectivos cálculos.

- **BBV.**- Los costos de la Bolsa de Valores fueron determinados según su tarifario oficial⁴⁶ y se calcularon de la siguiente manera:

- Para la inscripción.-

De \$us 1	a \$us 3.000.000	0.15%
\$us 3.000.001	a \$us 5.000.000	0.10%
\$us 5.000.001	en adelante	0.08%

- Para el primer año.

De \$us 1	a \$us 3.000.000	0.06%	
\$us 3.000.001	a \$us 5.000.000	0.04%	Se cobra sobre saldos vigentes
\$us 5.000.001	en adelante	0.032%	

- Para el segundo año.-

De \$us 1	a \$us 3.000.000	0.03%	
\$us 3.000.001	a \$us 5.000.000	0.02%	Se cobra sobre saldos vigentes
\$us 5.000.001	en adelante	0.016%	

- Para el tercer año en adelante.-

Menos de \$us 5.000.000		mínimo de \$us 500.-
De \$us 1	a \$us 5.000.000	0.015%
\$us 5.000.001	en adelante	0.010%

Ej. Los costos se calcularon de la siguiente manera:

⁴⁶ Ver anexo IV, Tarifario Oficial de la BBV publicado en internet.
<http://www.bbv.com.bo/archivos/TarifarioBBV.pdf>, (22 de octubre 2010)

Este monto para el primer año asciende a \$us **4.605** que cubrirá el mantenimiento de valore durante el segundo año

- Para el segundo año.-

De \$us 1	a \$us 3.000.000	0.03%	3.000.000	= 900
\$us 3.000.001	a \$us 5.000.000	0.02%	2.000.000	= 400
\$us 5.000.001	a \$us 9.294.540	0.016%	4.294.540	= 687

Para el 2do año el total es de **1.987.-** dólares.

- Para el tercer año.-

De \$us 1	a \$us 5.000.000	0.015%	5.000.000	= 750
\$us 5.000.001	a \$us 7.175.287	0.010%	2.175.287	= 218

En total son \$us.**968.-**

- Para el cuarto año en adelante.- Saldo \$us 4.970.546

Menos de \$us 5.000.000 mínimo de \$us 500.-

El cuarto y quinto año solo se cancela \$us. **500.-**

- **Administración del Patrimonio Autónomo (NAFIBO).**- Estos costos también se determinaron en base a cálculos y fórmulas del tarifario oficial de NAFIBO ⁴⁷ y fueron corroborados por un estructurador de la misma empresa. La fórmula utilizada para “COMUNÍCATE” es:

$$\text{Comisión (\%)} = \{1.057 * (1 / (\text{Activo Titularizado})^{0.344})\} * 100$$

⁴⁷ Ver anexo V, Tarifario Oficial de NAFIBO, publicado en Internet.

<http://www.nafibost.com.bo/archivos/TarifarioOficial29042009.pdf>, (22 de mayo; 2013)

El resultado de esta fórmula es el porcentaje de comisión que se cobrará sobre los saldos mensuales del total activo titularizado

Ej. El porcentaje calculado para la comisión de NAFIBO fue:

$$\text{Comisión (\%)} = \{1.057 * (1 / (12.931.035)^{0.344})\} * 100 = \mathbf{0.36 \%}$$

Este porcentaje más un margen de riesgo impuesto por NAFIBO hicieron un total del **0.40%** de comisión cobrable sobre el saldo mensual del total del activo titularizado. Esta comisión se la cobraría mensualmente descontando los montos de las cesiones mensuales, por lo que el pago mensual iría disminuyendo. Para obtener los costos lineales de las comisiones por administración del patrimonio autónomo y de acuerdo a la estructuración realizada en NAFIBO, se suma el total de las comisiones mensuales (resultado del 0.40% del saldo total) y se divide entre el número de cuotas a ser canceladas, de esta forma se logra linealizar los pagos para brindar mayor comodidad al originador.

Cuadro 5.9

Presupuestos de Costos del Patrimonio Autónomo (expresado en Bs.)

Detalle	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Total
ASFI	141.699	130.570	46.910	34.633	21.722	8.122	383.656
BBV	32.051	13.830	6.737	3.480	3.480	0	59.578
Rep.							
Tenedores	25.056	25.056	25.056	25.056	25.056	25.056	150.336
Calificación	69.600	69.600	69.600	69.600	69.600	0	348.000
Otros Gastos	69.600	69.600	69.600	69.600	69.600	69.600	417.600
Auditoría							
Externa	17.400	17.400	17.400	17.400	17.400	17.400	104.400
Adm. del P.A.	213.338	213.338	213.338	213.338	213.338	213.338	1.280.028
Total	568.743	539.393	448.642	433.107	420.196	333.516	2.743.597

Fuente: Elaboración propia (TC 6.96)

Todas estas entidades realizan sus operaciones en dólares, razón por la cual para el presente proyecto, al ser la Emisión en bolivianos, para las proyecciones de flujos de amortización, se transformaron a moneda nacional.

Detalle	\$us	Bs
Estudio de Factibilidad	8.000	55.680
ASFI	12.845	89.401
BBV	12.684	88.281
Calificación	15.000	104.400
Otros Gastos	1.500	10.440
Auditoría Externa	0	0
Por Estructuración	27.840	193.766
Agencia de Bolsa	28.911	201.221
Total	106.780	743.189

Cuadro 5.1 Presupuesto para dar Inicio al Proceso de Titularización

Fuente: Información proporcionada Analista de estudios y Riesgos CAISA (TC: 6.96)

En el cuadro 5.10 se muestran los gastos iniciales, mismos que dan inicio al proceso, estos gastos son los únicos que corren por cuenta del Originador. Se pueden dividir en dos etapas, puesto que primero se realiza el Estudio de Factibilidad, y una vez que se determina que el proceso es viable según este estudio, se procede con los demás gastos para dar inicio a la Titularización.

Cuadro 5.11
Presupuesto de Costos del Proceso de Titularización (expresado en Bs. T.C. 6.96)

Detalle	Inicio	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Totales
Patrimonio Autónomo								
ASFI	89.401	141.699	130.570	46.910	34.633	21.722	8.122	473.057
BBV	88.281	32.051	13.830	6.737	3.480	3.480	0	147.859
Rep. Tenedores		25.056	25.056	25.056	25.056	25.056	25.056	150.336
Calificación	104.400	69.600	69.600	69.600	69.600	69.600	0	452.400
Otros Gastos	10.440	69.600	69.600	69.600	69.600	69.600	69.600	428.040
Auditoría Externa		17.400	17.400	17.400	17.400	17.400	17.400	104.400
Adm. del P.A.	193.766	213.338	213.338	213.338	213.338	213.338	213.338	1.473.794
Agencia de Bolsa	201.221							201.221
Estudio de Factibilidad	55.680							55.680
Gastos del P.A.	743.189	568.743	539.393	448.642	433.107	420.196	333.516	3.486.787
Emisión								
Capital		12.660.000	13.800.000	14.850.000	15.390.000	16.200.000	17.100.000	90.000.000
Intereses		4.298.854	3.621.765	2.896.290	2.125.361	1.319.625	476.213	14.738.108
Gastos de emisión		16.958.854	17.421.765	17.746.290	17.515.361	17.519.625	17.576.213	104.738.108
Gastos Totales	743.189	17.527.597	17.961.158	18.194.932	17.948.468	17.939.821	17.909.729	108.224.895

Fuente: Elaboración propia

Los costos totales del proceso de Titularización se resumen en este cuadro, incluyendo los gastos iniciales, haciendo un total de Bs. 108.224.895.- (Ciento ocho millones doscientos veinticuatro mil ochocientos noventa y cinco 00/100 bolivianos).

Es necesario recalcar que los únicos costos que paga el Originador son los iniciales, puesto que de todos los demás gastos están a cargo el Patrimonio Autónomo, a partir de

los flujos cedidos (Cesión mensual) por “COMUNÍCATE”, y que están detallados en el cuadro del flujo de amortización del Patrimonio Autónomo

5.5 COMPARACIÓN CON UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE UNA INSTITUCIÓN BANCARIA

5.5.1 CRÉDITO BANCARIO

Refinanciando la deuda de corto plazo, en deuda de largo plazo y acuotándola a la deuda ya existente, el financiamiento total a través de la Banca tradicional sería de:

Monto:	Bs. 90.000.000		
Plazo:	6 años		
Tasa de interés:	7.06%	Pagos:	Mensuales

Cuadro 5.12
Flujo de Caja Préstamo Bancario

meses	cuota	intereses	amortización	amortizado	pendiente
0					90.000.000,00
1	1.531.741,68	520.365,86	1011375,83	1.011.375,83	88.988.624,17
2	1.531.741,68	514.518,24	1017223,44	2.028.599,27	87.971.400,73
3	1.531.741,68	508.636,81	1023104,87	3.051.704,14	86.948.295,86
4	1.531.741,68	502.721,38	1029020,30	4.080.724,44	85.919.275,56
5	1.531.741,68	496.771,75	1034969,93	5.115.694,37	84.884.305,63
6	1.531.741,68	490.787,72	1040953,97	6.156.648,34	83.843.351,66
7	1.531.741,68	484.769,08	1046972,60	7.203.620,94	82.796.379,06
8	1.531.741,68	478.715,65	1053026,03	8.256.646,97	81.743.353,03
9	1.531.741,68	472.627,22	1059114,46	9.315.761,43	80.684.238,57
10	1.531.741,68	466.503,59	1065238,09	10.380.999,52	79.619.000,48
11	1.531.741,68	460.344,55	1071397,13	11.452.396,66	78.547.603,34
12	1.531.741,68	454.149,90	1077591,78	12.529.988,44	77.470.011,56
13	1.531.741,68	447.919,43	1083822,25	13.613.810,69	76.386.189,31
14	1.531.741,68	441.652,94	1090088,74	14.703.899,43	75.296.100,57
15	1.531.741,68	435.350,22	1096391,46	15.800.290,89	74.199.709,11
16	1.531.741,68	429.011,06	1102730,63	16.903.021,52	73.096.978,48
17	1.531.741,68	422.635,24	1109106,44	18.012.127,96	71.987.872,04

18	1.531.741,68	416.222,56	1115519,12	19.127.647,08	70.872.352,92
19	1.531.741,68	409.772,81	1121968,88	20.249.615,96	69.750.384,04
20	1.531.741,68	403.285,76	1128455,92	21.378.071,88	68.621.928,12
21	1.531.741,68	396.761,20	1134980,48	22.513.052,36	67.486.947,64
22	1.531.741,68	390.198,93	1141542,76	23.654.595,11	66.345.404,89
23	1.531.741,68	383.598,71	1148142,98	24.802.738,09	65.197.261,91
24	1.531.741,68	376.960,32	1154781,36	25.957.519,45	64.042.480,55
25	1.531.741,68	370.283,56	1161458,12	27.118.977,58	62.881.022,42
26	1.531.741,68	363.568,19	1168173,49	28.287.151,07	61.712.848,93
27	1.531.741,68	356.813,99	1174927,69	29.462.078,76	60.537.921,24
28	1.531.741,68	350.020,75	1181720,94	30.643.799,69	59.356.200,31
29	1.531.741,68	343.188,22	1188553,46	31.832.353,15	58.167.646,85
30	1.531.741,68	336.316,19	1195425,49	33.027.778,64	56.972.221,36
31	1.531.741,68	329.404,43	1202337,25	34.230.115,90	55.769.884,10
32	1.531.741,68	322.452,71	1209288,98	35.439.404,87	54.560.595,13
33	1.531.741,68	315.460,79	1216280,90	36.655.685,77	53.344.314,23
34	1.531.741,68	308.428,44	1223313,24	37.878.999,01	52.121.000,99
35	1.531.741,68	301.355,44	1230386,25	39.109.385,26	50.890.614,74
36	1.531.741,68	294.241,54	1237500,15	40.346.885,40	49.653.114,60
37	1.531.741,68	287.086,51	1244655,18	41.591.540,58	48.408.459,42
38	1.531.741,68	279.890,11	1251851,58	42.843.392,16	47.156.607,84
39	1.531.741,68	272.652,10	1259089,59	44.102.481,74	45.897.518,26
40	1.531.741,68	265.372,24	1266369,45	45.368.851,19	44.631.148,81
41	1.531.741,68	258.050,29	1273691,39	46.642.542,58	43.357.457,42
42	1.531.741,68	250.686,01	1281055,68	47.923.598,26	42.076.401,74
43	1.531.741,68	243.279,14	1288462,54	49.212.060,80	40.787.939,20
44	1.531.741,68	235.829,45	1295912,23	50.507.973,03	39.492.026,97
45	1.531.741,68	228.336,69	1303404,99	51.811.378,02	38.188.621,98
46	1.531.741,68	220.800,61	1310941,07	53.122.319,09	36.877.680,91
47	1.531.741,68	213.220,96	1318520,73	54.440.839,82	35.559.160,18
48	1.531.741,68	205.597,48	1326144,21	55.766.984,02	34.233.015,98
49	1.531.741,68	197.929,92	1333811,76	57.100.795,79	32.899.204,21
50	1.531.741,68	190.218,03	1341523,65	58.442.319,44	31.557.680,56
51	1.531.741,68	182.461,55	1349280,13	59.791.599,58	30.208.400,42
52	1.531.741,68	174.660,22	1357081,46	61.148.681,04	28.851.318,96
53	1.531.741,68	166.813,79	1364927,89	62.513.608,93	27.486.391,07
54	1.531.741,68	158.921,99	1372819,69	63.886.428,61	26.113.571,39
55	1.531.741,68	150.984,57	1380757,12	65.267.185,73	24.732.814,27
56	1.531.741,68	143.001,25	1388740,44	66.655.926,17	23.344.073,83
57	1.531.741,68	134.971,77	1396769,92	68.052.696,09	21.947.303,91
58	1.531.741,68	126.895,86	1404845,82	69.457.541,91	20.542.458,09
59	1.531.741,68	118.773,26	1412968,42	70.870.510,33	19.129.489,67
60	1.531.741,68	110.603,70	1421137,98	72.291.648,30	17.708.351,70
61	1.531.741,68	102.386,91	1429354,78	73.721.003,08	16.278.996,92
62	1.531.741,68	94.122,60	1437619,08	75.158.622,16	14.841.377,84

63	1.531.741,68	85.810,51	1445931,17	76.604.553,33	13.395.446,67
64	1.531.741,68	77.450,37	1454291,32	78.058.844,65	11.941.155,35
65	1.531.741,68	69.041,88	1462699,80	79.521.544,45	10.478.455,55
66	1.531.741,68	60.584,78	1471156,90	80.992.701,35	9.007.298,65
67	1.531.741,68	52.078,79	1479662,90	82.472.364,24	7.527.635,76
68	1.531.741,68	43.523,61	1488218,08	83.960.582,32	6.039.417,68
69	1.531.741,68	34.918,96	1496822,72	85.457.405,04	4.542.594,96
70	1.531.741,68	26.264,57	1505477,11	86.962.882,15	3.037.117,85
71	1.531.741,68	17.560,14	1514181,54	88.477.063,70	1.522.936,30
72	1.531.741,68	8.805,38	1522936,30	90.000.000,00	0,00
Totales	PAGO TOTAL 110.285.401,18	INTERESES 20.285.401,18	CAPITAL 90.000.000		

Fuente: Elaboración propia en base a datos BCP

El pago total de un préstamo bancario de estas características (monto, plazo, intereses) es de Bs.110.285.401, 18.- (Ciento diez millones doscientos ochenta y cinco mil cuatrocientos uno 18/100 bolivianos) generando intereses de Bs. 20.285.401,18.- (Veinte millones doscientos ochenta y cinco mil cuatrocientos uno 18/100 bolivianos)

Para la presente investigación se eligió el Banco de Crédito de Bolivia S.A. (BCP) por tener una de las tasas de interés más bajas para préstamos comerciales y teniendo en cuenta que el Banco Ganadero, Banco BISA y Banco Union por el monto y plazo de la operación propone una tasa estimada de 7.50%, 7.55% y 7.40% respectivamente según reporte de tasas activas a enero de 2012 emitido por el Banco Central de Bolivia (BCB).

5.5.2 COMPARACIÓN DE LAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

5.5.2.1 Relación Costo Beneficio

Cuadro 5.13
Comparación de Costos
(Expresado en Bs.)

Financiamiento por:	Titularización	Préstamo Bancario
Monto Bs.	90.000.000	90.000.000
Plazo Años	6	6
Tasa de Interés	5,10%	7,06%
Pago de Intereses	14.738.108	20.285.401
Costos del P.A.	3.486.787	
Pago Total	108.224.895	110.285.401

Fuente: Elaboración propia

- Con la creación del proceso de Titularización se obtendría un ahorro total de **Bs. 2.060.506-** (Dos millones sesenta mil quinientos seis 00/100 bolivianos) demostrando de esta forma que el costo sería menor al endeudamiento a través sistema bancario.

- En el cuadro se demuestra que los intereses a pagar por “COMUNÍCATE” son menores con el proceso de Titularizar sus flujos futuros, mostrando casi un 2% menos que el sector bancario, ahorrando solo en intereses más de Bs. 4 millones, a los cuales se agregan los costos del Patrimonio Autónomo que representan porcentajes muy bajos, en este caso tan solo el 3% del total de los gastos del proceso.

- La Titularización permite a “COMUNÍCATE” **refinanciar** su deuda de corto plazo en deuda de largo plazo a intereses bajos, permitiéndole de esta forma atender otras necesidades de corto plazo, abaratando sus costos financieros.

- Mediante el Proceso de Titularización no solo se reducen los costos financieros para “COMUNÍCATE”, mejorando la calidad de sus pasivos, sino que a través de este proceso, como se realiza el pago total de la deuda financiera, ya que el proceso de Titularización no está respaldado con garantías hipotecarias, mejorando así el patrimonio de la empresa, esta es una de las grandes ventajas de este proceso, cuando se trata de mejorar pasivos.

El Originador solo está obligado a cancelar los montos hasta completar las cifras de las cesiones mensuales del flujo de amortización del patrimonio autónomo, posteriormente, los sobrantes de los flujos cedidos serán utilizados para las actividades normales de la Telefónica.

CAPÍTULO VI

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1 CONCLUSIONES FINALES

Una vez realizado el presente proyecto de grado, se puede concluir que:

- Realizado el análisis a los Estados Financieros de la empresa Telefónica “COMUNÍCATE”, y después de haber planteado los costos totales del proceso de Titularización, se determinó que “COMUNÍCATE” es lo suficientemente capaz de solventar un proceso de esta magnitud.

En base a la administración financiera se pudo conocer la realidad real de la telefónica, y en base a un análisis profundo, certero y efectivo proponer la refinanciación de la deuda bancaria a través del proceso de Titularización.

A través del análisis a los estados financieros del Originador se pudo conocer su realidad financiera, para en base a esta, poder tomar decisiones oportunas de financiamiento con el objetivo de mejorar su situación general actual.

- Si bien la Empresa Telefónica se encuentra en una situación financiera delicada, y después de haber hecho el análisis a la deuda financiera de la misma, se determinó que cumple con los requisitos para mejorar sus condiciones a través de la Titularización.
- Con el proyecto se pudo conocer también que tanto funcionamiento de un proceso de Titularización, como los requisitos de inscripción (de los títulos valores) que se solicitan, se encuentran debidamente autorizados y normados

dentro de la Bolsa Boliviana de Valores, la cual se encuentra autorizada por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) para su funcionamiento.

- Por otro lado para incursionar en negociaciones dentro de la Bolsa de Valores es necesario asesorarse al respecto, puesto que son las Agencias de Bolsa las entidades autorizadas para poder hacer negociaciones dentro de un Mercado Bursátil.
- El proceso de Titularización, así como los requisitos legales para su implementación, se encuentran plenamente normados en Bolivia, primeramente bajo el Decreto Supremo # 25514 así como la Ley de Mercado de Valores.
- La legislación vigente contempla la figura de la Titularización, incluyendo las condiciones para la autorización de las Sociedades de Titularización, que se constituirán como sociedades anónimas de objeto exclusivo.
- Se pudo también averiguar y conocer cuáles son los requisitos legales para poder implementar un proceso de Titularización, no solo para “COMUNÍCATE” sino para cualquier tipo de empresa
- La Titularización es una herramienta financiera de gran beneficio para empresas con necesidades de financiamiento, porque les permite obtener liquidez a costos más bajos que los propuestos por la Banca en Bolivia.

- Mediante este proceso se pueden lograr ahorros significativos en cuanto a costos financieros, en consecuencia mejorar la calidad de los Pasivos en general. Por otro lado también se puede mejorar la calidad de los Activos, en cuanto a su rotación, transformando aquellos que de escasa liquidez, en valores altamente comerciables en un mercado bursátil.
- El proceso de Titularización es una herramienta útil y eficaz para aquellas empresas que deseen obtener liquidez, tanto para dar inicio a nuevos proyectos, como para mejorar su situación financiera actual.
- El imparable crecimiento global, inmerge a cada país en una disyuntiva a la cual no puede negarse: o se dinamiza a la par de la modernización, asimilando y adoptando los nuevos instrumentos financieros y jurídicos que amplíen el horizonte de la inversión; o, se queda anclado a las viejas estructuras que por defectuosas, truncan su desarrollo.
- La participación de las empresas en el Mercado de Valores les permite transparentar su situación, volviéndolas más confiables, competitivas, mejorando así la imagen de estas, aspecto que es determinante en cualquier mercado competitivo.
- Este proceso es aplicable para todo tipo de empresas con necesidades de financiamiento que posean activos o bienes que generen flujos de ingresos seguros, sin importar el rubro al que se dedique la empresa.
- Se pueden utilizar los activos y flujos futuros de una empresa para poder generar alternativas de financiamiento a través del Mercado de Valores.

6.2 RECOMENDACIONES

Una vez realizado el presente proyecto, se pueden realizar las siguientes recomendaciones:

- A la Empresa Telefónica “COMUNÍCATE” que incursione en el mercado de valores como una nueva alternativa no solo de financiamiento, sino también como una nueva alternativa de inversión.
- Dirigida a cualquier empresa no haya incursionado en el campo del Mercado de Valores a empezar a utilizarla con segura confianza, previa capacitación e inducción hacia el mismo, puesto que encontrará nuevas e innovadoras alternativas de financiamiento e inversión.

Se recomienda profundizar el estudio de alternativas de financiamiento menos costosas.

- La enseñanza conjunta de Administración Financiera, Finanzas y la Educación Bursátil, amplía la cultura financiera de cualquier estudiante proporcionándole herramientas y medios óptimos para una adecuada toma de decisiones a niveles gerenciales de cualquier empresa en el país.

BIBLIOGRAFÍA

- BERNSTEIN, Leopold, *Fundamentos de Análisis Financiero*, España, Mc Graw Hill, 1997, 4ta Ed.

CALANI, Martin, *Temas de Administración Financiera*, 1999 Ed. Aguirre

- CAMARGO MARÍN, *El Mercado de Valores*, La Paz, Producciones Gráficas Thunupa. 1998.

- GITMAN, Lawrence, *Principios de Administración Financiera*, México, Pearson Educación, 2000, 2da Ed.

- HERNANDEZ SAMPIERI, Roberto, *Metodología de la Investigación*, México, Mc. Graw Hill. 2006, 4ta Ed.

- LAWRENCE, Schall; CHARLES, Wally, *Administración Financiera*, México, Mc Graw Hill, 1994.

- LEY DE MERCADO DE VALORES, N° 1834. Ley del 31 de Marzo de 1998.

- MONTERO, Marcelo. “*Mercado de Valores; Bolsas de Valores y el Caso Boliviano*”. La Paz, Bolivia. 1995.

- PROYECTO DE EDUCACIÓN BURSÁTIL, *Manual del Mercado de Valores, creado por: Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS), Agencia de Cooperación Internacional para el Desarrollo (Asdi), Cámara de Comercio y Servicios de Santa Cruz (CAINCO), Asociación Boliviana de Agentes de Bolsa (ABAB), Bolsa*

Boliviana de Valores (BBV).

- RODRIGUEZ, Francisco, *Introducción a la Metodología de las Investigaciones Sociales*, La Habana, Editora Política, 1995

- ROSS, Stephen, *Finanzas Corporativas*. México, Mc Graw Hill, 2000, 5ta Ed.

- VAN HORNE, James C; WACHOWICKZ JR, Jhon M. “*Fundamentos de Administración Financiera*” Octava Edición. Ed. Prentice Hall. México. 1994.

- VARIOS. “*Sistema Financiero y Economía real*”. Papeles de Economía nº 65, 1995

FUENTES DE INTERNET

http://es.wikipedia.org/wiki/M%C3%A9todo_emp%C3%ADrico-anal%C3%ADtico

Jaime Dunn De Avila jdunn1968@gmail.com – LA TITULARIZACIÓN COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO ANÓNIMO

<http://www.bbv.com.bo/participantes.agencias.asp> (4 de marzo 2013).

ANÓNIMO

<http://www.bbv.com.bo/participantes.calificadoras.asp> (14 de marzo 2013).

ANÓNIMO

<http://www.bbv.com.bo/participantes.sociedades.asp> (14 de marzo 2013).

ANÓNIMO

<http://www.bbv.com.bo/comoparticipar.requisitos.asp> (16 de marzo 2013).

ANÓNIMO

<http://www.bbv.com.bo/archivos/TarifarioBBV.pdf> (25 de octubre 2010).

ANÓNIMO

<http://www.boliviaentusmanos.com/noticias/bolivia/articulo15901.php>

ANÓNIMO

<http://www.fitchratings.com.bo/> (abril 2013).

ANÓNIMO

<http://www.gerencie.com.html> (20 de marzo 2013).

ANÓNIMO

<http://www.mitecnologico.com/Main/DefinicionAdministracionFinanciera> (6 de febrero 2013).

ANÓNIMO

<http://www.monografias.com/trabajos28/activos-inmobiliarios.shtml> (4 de marzo 2010).

ANÓNIMO

<http://www.nafibost.com.bo/archivos/TarifarioOficial29042009.pdf> (15 de marzo 2010).

ANÓNIMO

<http://www.ratingspqr.com/> (abril 2013).

ANEXOS

ÍNDICE DE ANEXOS

“ANEXO I”

TABLA 1 BALANCE GENERAL

TABLA 2 ANÁLISIS PORCENTUAL BALANCE GENERAL

**TABLA 3 ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL BALANCE GENERAL DIC. 2007 VS
DIC. 2008**

**TABLA 4 ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL BALANCE GENERAL DIC. 2008 VS
DIC. 2009**

**TABLA 5 ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL BALANCE GENERAL DIC. 2009 VS
DIC. 2010**

**TABLA 6 Análisis EVOLUTIVO DEL BALANCE GENERAL DIC. 2010 VS DIC.
2011**

“ANEXO II”

TABLA 1 ESTADOS DE RESULTADOS

TABLA 2 ANÁLISIS PORCENTUAL DEL ESTADO DE RESULTADOS

**TABLA 3 ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL ESTADO DE RESULTADOS DIC. 2007
VS DIC. 2008**

**TABLA 4 ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL ESTADO DE RESULTADOS DIC. 2008
VS DIC. 2009**

**TABLA 5 ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL ESTADO DE RESULTADOS DIC. 2009
VS DIC. 2010**

**TABLA 6 ANÁLISIS EVOLUTIVO DEL ESTADO DE RESULTADOS DIC. 2010
VS DIC. 2011**

“ANEXO III”

INFORME DE TASAS ACTIVAS Y PASIVAS BCB.

“ANEXO IV”

TARIFARIO OFICIAL BOLSA BOLIVIANA DE VALORES S.A.

“ANEXO V”

TARIFARIO OFICIAL NAFIBO S.A.M

“ANEXO I”
BALANCE GENERAL Y ANÁLISIS
EVOLUTIVO

Tabla 1
Balance General (Expresado en Bolivianos)

BALANCE GENERAL	2007	2008	2009	2010	2011
ACTIVO					
Disponible	49.535.629	29.894.798	23.368.504	9.774.708	6.166.013
Inversiones temporarias libres	9.745.898	4.235.516	327.007		
C x C Comerciales	47.974.436	73.478.747	108.912.475	88.824.234	73.019.164
Otras C x C	228.890.405	217.745.931	206.773.495	193.724.265	165.360.175
Inventarios	12.361.545	33.333.534	36.711.221	42.528.290	50.708.425
Gastos pagados por adelantado	3.405.099	56.484.556	12.009.155	18.374.327	31.533.054
Otros activos corrientes	59.853.957				
Total Activo Circulante	411.766.969	415.173.082	388.101.857	353.225.824	326.786.831
Inversiones permanentes	634.579				
Activos fijos (netos)	1.407.130.663	1.460.377.208	1.472.454.195	1.672.683.905	1.921.424.180
Depreciación Acumulada	-604.825.783	-661.964.574	-733.212.519	-879.030.390	1.100.422.065
Obras en curso	38.987.314				
Inversiones no relacionadas con el giro		79.591.367	147.293.471	125.316.087	143.039.190
Bienes Intangibles			2.453.987	2.119.635	
Participación en sociedades					27.032.386
Total Activo No Circulante	841.926.773	878.004.001	888.989.134	921.089.237	991.073.691
ACTIVO TOTAL	1.253.693.742	1.293.177.083	1.277.090.991	1.274.315.061	1.317.860.522
PASIVO					
Obligaciones Financieras a corto plazo		13.453.464	10.037.501	39.395.650	48.196.165
Cuentas por pagar comerciales	19.737.855	13.874.198	22.141.295	43.577.297	71.646.319
Obligaciones Fiscales y Sociales	17.427.029	17.208.872	16.550.873	11.437.475	13.686.687
Provisiones y previsiones a corto plazo	5.327.490	5.135.225	5.280.287	5.974.724	6.529.158
Otras cuentas por pagar	27.408.352	38.241.688	49.134.958	36.398.369	24.718.625
Total Pasivo Corriente	69.900.726	87.913.447	103.144.914	136.783.515	164.776.954
Obligaciones financieras a largo plazo	30.617.676	43.680.889	33.135.540	39.908.846	38.344.794
Provisiones y previsiones a largo plazo	55.715.424	63.629.492	65.225.814	68.639.380	77.421.923
Otras obligaciones del pasivo no corriente	4.785.305				
Total Pasivo de Largo Plazo	91.118.405	107.310.381	98.361.354	108.548.226	115.766.717
TOTAL PASIVO	161.019.131	195.223.828	201.506.268	245.331.741	280.543.671
Fondo social cooperativo	1.655.961.876	1.658.634.219	1.647.563.379	1.566.932.083	1.439.083.740
Ajuste global del patrimonio	4.423.044	4.439.094	4.398.968	4.110.062	3.788.545
Reservas	2.045.247	2.045.247	2.045.247	2.045.247	1.885.254
Déficit acumulado	-575.042.422	-571.169.341	-579.935.500	-548.903.433	-711.609.610
Superávit del ejercicio	5.286.866	4.004.036	1.512.629	4.799.361	-35.868.566
Ajuste de capital y reservas patrimoniales					340.037.488
Patrimonio	1.092.674.611	1.097.953.255	1.075.584.723	1.028.983.320	1.037.316.851

TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.253.693.742	1.293.177.083	1.277.090.991	1.274.315.061	1.317.860.522
----------------------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEF

Tabla 2
Análisis Porcentual Balance General

BALANCE GENERAL	2007	2008	2009	2010	2011
ACTIVO					
Disponible	3,95%	2,31%	1,83%	0,77%	0,47%
Inversiones temporarias libres	0,78%	0,33%	0,03%		
C x C Comerciales	3,83%	5,68%	8,53%	6,97%	5,54%
Otras C x C	18,26%	16,84%	16,19%	15,20%	12,55%
Inventarios	0,99%	2,58%	2,87%	3,34%	3,85%
Gastos pagados por adelantado	0,27%	4,37%	0,94%	1,44%	2,39%
Otros activos corrientes	4,77%				
Total Activo Circulante	32,84%	32,10%	30,39%	27,72%	24,80%
Inversiones permanentes	0,05%				
Activos fijos (netos)	112,24%	112,93%	115,30%	131,26%	145,80%
Depreciación Acumulada	-48,24%	-51,19%	-57,41%	-68,98%	-83,50%
Obras en curso	3,11%				
Inversiones no relacionadas con el giro		6,15%	11,53%	9,83%	10,85%
Bienes Intangibles			0,19%	0,17%	
Participación en sociedades					2,05%
Total Activo No Circulante	67,16%	67,90%	69,61%	72,28%	75,20%
ACTIVO TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PASIVO					
Obligaciones Financieras a corto plazo		6,89%	4,98%	16,06%	17,18%
Cuentas por pagar comerciales	12,26%	7,11%	10,99%	17,76%	25,54%
Obligaciones Fiscales y Sociales	10,82%	8,81%	8,21%	4,66%	4,88%
Provisiones y previsiones a corto plazo	3,31%	2,63%	2,62%	2,44%	2,33%
Otras cuentas por pagar	17,02%	19,59%	24,38%	14,84%	8,81%
Total Pasivo Corriente	43,41%	45,03%	51,19%	55,75%	58,73%
Obligaciones financieras a largo plazo	19,01%	22,37%	16,44%	16,27%	13,67%
Provisiones y previsiones a largo plazo	34,60%	32,59%	32,37%	27,98%	27,60%
Otras obligaciones del pasivo no corriente	2,97%				
Total Pasivo de Largo Plazo	56,59%	54,97%	48,81%	44,25%	41,27%
TOTAL PASIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Fondo social cooperativo	151,55%	151,07%	153,18%	152,28%	138,73%
Ajuste global del patrimonio	0,40%	0,40%	0,41%	0,40%	0,37%
Reservas	0,19%	0,19%	0,19%	0,20%	0,18%
Déficit acumulado	-52,63%	-52,02%	-53,92%	-53,34%	-68,60%
Superávit del ejercicio	0,48%	0,36%	0,14%	0,47%	-3,46%
Ajuste de capital y reservas patrimoniales					32,78%
Patrimonio	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	200,00%	200,00%	200,00%	200,00%	200,00%
----------------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Tabla 3

Análisis evolutivo del Balance General dic. 2007 VS dic. 2008

BALANCE GENERAL	2007	2008	Variación	
			Absoluta	Porcentual
ACTIVO				
Disponible	49.535.629	29.894.798	-19.641.831	-0.40%
Inversiones temporarias libres	9.745.898	4.235.516	-5.510.382	-0.57%
C x C Comerciales	47.974.436	73.478.747	25.504.311	0.53%
Otras C x C	228.890.405	217.745.931	-11.144.474	-0.05%
Inventarios	12.361.545	33.333.534	20.971.989	1.70%
Gastos pagados por adelantado	3.405.099	56.484.556	53.079.457	15.59%
Otros activos corrientes	59.853.957		-59.853.957	-100.00%
Total Activo Circulante	411.766.969	415.173.082	3.406.113	0.008%
Inversiones permanentes	634.579		-634.579	-100%
Activos fijos (netos)	1.407.130.663	1.460.377.208	53.246.545	0.04%
Depreciación Acumulada	-604.825.783	-661.964.574	57.138.791	0.09%
Obras en curso	38.987.314		-38.987.314	-100.00%
-Inversiones no relacionadas con el giro		79.591.367	79.591.367	100.00%
Bienes Intangibles				
Participación en sociedades				
Total Activo No Circulante	841.926.773	878.004.001	36.077.228	0.04%
ACTIVO TOTAL	1.253.693.742	1.293.177.083	39.483.341	0.03%
PASIVO				
Obligaciones Financieras a corto plazo		13.453.464	13.453.464	100.00%
Cuentas por pagar comerciales	19.737.855	13.874.198	-5.863.657	-0.30%
Obligaciones Fiscales y Sociales	17.427.029	17.208.872	-218.157	-0.01%
Provisiones y previsiones a corto plazo	5.327.490	5.135.225	-192.265	-0.04%
Otras cuentas por pagar	27.408.352	38.241.688	10.833.336	0.39%
Total Pasivo Corriente	69.900.726	87.913.447	18.012.721	0.26%
Obligaciones financieras a largo plazo	30.617.676	43.680.889	13.063.213	0.43%
Provisiones y previsiones a largo plazo	55.715.424	63.629.492	7.914.068	0.14%
Otras obligaciones del pasivo no corriente	4.785.305		-4.785.305	-100.00%
Total Pasivo de Largo Plazo	91.118.405	107.310.381	16.191.976	0.18%
TOTAL PASIVO	161.019.131	195.223.828	34.204.697	0.21%
Fondo social cooperativo	1.655.961.876	1.658.634.219	2.672.343	0.001%
Ajuste global del patrimonio	4.423.044	4.439.094	16.050	0.003%
Reservas	2.045.247	2.045.247		
Déficit acumulado	-575.042.422	-571.169.341	-3.873.081	-0.007%
Superávit del ejercicio	5.286.866	4.004.036	-1.282.830	-0.24%
Ajuste de capital y reservas patrimoniales				
Patrimonio	1.092.674.611	1.097.953.255	5.278.644	0.005%

TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.253.693.742	1.293.177.083	39.483.341	0.03%
----------------------------------	----------------------	----------------------	-------------------	--------------

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Tabla 4

Análisis evolutivo del Balance General dic. 2008 VS dic. 2009

BALANCE GENERAL	2008	2009	Variación	
			Absoluta	Porcentual
ACTIVO				
Disponible	29.894.798	23.368.504	-6.526.294	-0.22%
Inversiones temporarias libres	4.235.516	327.007	-3.908.509	-0.92%
C x C Comerciales	73.478.747	108.912.475	35.433.728	0.48%
Otras C x C	217.745.931	206.773.495	-10.972.436	-0.05%
Inventarios	33.333.534	36.711.221	3.377.687	0.10%
Gastos pagados por adelantado	56.484.556	12.009.155	-44.475.401	-0.79%
Otros activos corrientes				
Total Activo Circulante	415.173.082	388.101.857	-27.071.225	-0.06%
Inversiones permanentes	1.460.377.20			
Activos fijos (netos)	8	1.472.454.195	12.076.987	0.008%
Depreciación Acumulada	-661.964.574	-733.212.519	71.247.945	0.11%
Obras en curso				
-Inversiones no relacionadas con el giro	79.591.367	147.293.471	67.702.104	0.85%
Bienes Intangibles		2.453.987	2.453.987	100%
Participación en sociedades				
Total Activo No Circulante	878.004.001	888.989.134	10.985.133	0.01%
	1.293.177.08			
ACTIVO TOTAL	3	1.277.090.991	-16.086.092	-0.01%
PASIVO				
Obligaciones Financieras a corto plazo	13.453.464	10.037.501	-3.415.963	-0.25%
Cuentas por pagar comerciales	13.874.198	22.141.295	8.267.097	0.59%
Obligaciones Fiscales y Sociales	17.208.872	16.550.873	-657.999	-0.04%
Provisiones y previsiones a corto plazo	5.135.225	5.280.287	145.062	0.03%
Otras cuentas por pagar	38.241.688	49.134.958	10.893.270	0.28%
Total Pasivo Corriente	87.913.447	103.144.914	15.231.467	0.17%
Obligaciones financieras a largo plazo	43.680.889	33.135.540	-10.545.349	-0.24%
Provisiones y previsiones a largo plazo	63.629.492	65.225.814	1.596.322	0.02%
Otras obligaciones del pasivo no corriente				
Total Pasivo de Largo Plazo	107.310.381	98.361.354	-8.949.027	-0.08%
TOTAL PASIVO	195.223.828	201.506.268	6.282.440	0.03%
Fondo social cooperativo	1.658.634.21	9 1.647.563.379	-11.070.840	-0.006%

Ajuste global del patrimonio	4.439.094	4.398.968	-40.126	-0.009%
Reservas	2.045.247	2.045.247		
Déficit acumulado	-571.169.341	-579.935.500	8.766.159	0.01%
Superávit del ejercicio	4.004.036	1.512.629	-2.491.407	-0.62%
Ajuste de capital y reservas patrimoniales	1.097.953.25			
Patrimonio	5	1.075.584.723	-22.368.532	-0.02%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.293.177.08			
	3	1.277.090.991	-16.086.092	-0.01%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Tabla 5
Análisis evolutivo del Balance General dic. 2009 VS dic. 2010

BALANCE GENERAL	2009	2010	Variación	
			Absoluta	Porcentual
ACTIVO				
Disponible	23.368.504	9.774.708	-13.593.796	-0.58%
Inversiones temporarias libres	327.007		-327.007	-100%
C x C Comerciales	108.912.475	88.824.234	-20.088.241	-0.18%
Otras C x C	206.773.495	193.724.265	-13.049.230	-0.06%
Inventarios	36.711.221	42.528.290	5.817.069	0.16%
Gastos pagados por adelantado	12.009.155	18.374.327	6.365.172	0.53%
Otros activos corrientes				
Total Activo Circulante	388.101.857	353.225.824	-34.876.033	-0.09%
Inversiones permanentes				
Activos fijos (netos)	1.472.454.195	1.672.683.905	200.229.710	0.13%
Depreciación Acumulada	-733.212.519	-879.030.390	145.817.871	0.20%
Obras en curso				
Inversiones no relacionadas con el giro	147.293.471	125.316.087	-21.977.384	-0.15%
Bienes Intangibles	2.453.987	2.119.635	-334.352	-0.14%
Participación en sociedades				
Total Activo No Circulante	888.989.134	921.089.237	32.100.103	0.04%
ACTIVO TOTAL	1.277.090.991	1.274.315.061	-2.775.930	-0.002%
PASIVO				
Obligaciones Financieras a corto plazo	10.037.501	39.395.650	29.358.149	2.92%
Cuentas por pagar comerciales	22.141.295	43.577.297	21.436.002	0.97%
Obligaciones Fiscales y Sociales	16.550.873	11.437.475	-5.113.398	-0.31%
Provisiones y previsiones a corto plazo	5.280.287	5.974.724	694.437	0.13%
Otras cuentas por pagar	49.134.958	36.398.369	-12.736.589	-0.26%
Total Pasivo Corriente	103.144.914	136.783.515	33.638.601	0.33%
Obligaciones financieras a largo plazo	33.135.540	39.908.846	6.773.306	0.20%
Provisiones y previsiones a largo plazo	65.225.814	68.639.380	3.413.566	0.05%
Otras obligaciones del pasivo no corriente				
Total Pasivo de Largo Plazo	98.361.354	108.548.226	10.186.872	0.10%
TOTAL PASIVO	201.506.268	245.331.741	43.825.473	0.22%
Fondo social cooperativo	1.647.563.379	1.566.932.083	-80.631.296	-0.05%
Ajuste global del patrimonio	4.398.968	4.110.062	-288.906	-0.06%
Reservas	2.045.247	2.045.247		
Déficit acumulado	-579.935.500	-548.903.433	-31.032.067	-0.05%
Superávit del ejercicio	1.512.629	4.799.361	3.286.732	2.17%
Ajuste de capital y reservas patrimoniales				
Patrimonio	1.075.584.723	1.028.983.320	-46.601.403	-0.04%

TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.277.090.991	1.274.315.061	-2.755.930	-0.002%
----------------------------------	----------------------	----------------------	-------------------	----------------

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Tabla 6
Análisis evolutivo del Balance General dic. 2010 VS dic. 2011

BALANCE GENERAL	2010	2011	Variación	
			Absoluta	Porcentual
ACTIVO				
Disponible	9.774.708	6.166.013	-3.608.695	-36,92%
Inversiones temporarias libres				
C x C Comerciales	88.824.234	73.019.164	-15.805.070	-17,79%
Otras C x C	193.724.265	165.360.175	-28.364.090	-14,64%
Inventarios	42.528.290	50.708.425	8.180.135	19,23%
Gastos pagados por adelantado	18.374.327	31.533.054	13.158.727	71,61%
Otros activos corrientes				
Total Activo Circulante	353.225.824	326.786.831	-26.438.993	-7,49%
Inversiones permanentes				
Activos fijos (netos)	1.672.683.905	1.921.424.180	248.740.275	14,87%
Depreciación Acumulada	-879.030.390	-1.100.422.065	-221.391.675	25,19%
Obras en curso				
Inversiones no relacionadas con el giro	125.316.087	143.039.190	17.723.103	14,14%
Bienes Intangibles	2.119.635		-2.119.635	-100,00%
Participación en sociedades		27.032.386	27.032.386	100,00%
Total Activo No Circulante	921.089.237	991.073.691	69.984.454	7,60%
ACTIVO TOTAL	1.274.315.061	1.317.860.522	43.545.461	3,42%
PASIVO				
Obligaciones Financieras a corto plazo	39.395.650	48.196.165	8.800.515	22,34%
Cuentas por pagar comerciales	43.577.297	71.646.319	28.069.022	64,41%
Obligaciones Fiscales y Sociales	11.437.475	13.686.687	2.249.212	19,67%
Provisiones y provisiones a corto plazo	5.974.724	6.529.158	554.434	9,28%
Otras cuentas por pagar	36.398.369	24.718.625	-11.679.744	-32,09%
Total Pasivo Corriente	136.783.515	164.776.954	27.993.439	20,47%
Obligaciones financieras a largo plazo	39.908.846	38.344.794	-1.564.052	-3,92%
Provisiones y provisiones a largo plazo	68.639.380	77.421.923	8.782.543	12,80%
Otras obligaciones del pasivo no corriente				
Total Pasivo de Largo Plazo	108.548.226	115.766.717	7.218.491	6,65%
TOTAL PASIVO	245.331.741	280.543.671	35.211.930	14,35%
Fondo social cooperativo	1.566.932.083	1.439.083.740	-127.848.343	-8,16%
Ajuste global del patrimonio	4.110.062	3.788.545	-321.517	-7,82%
Reservas	2.045.247	1.885.254	-159.993	-7,82%
Déficit acumulado	-548.903.433	-711.609.610	-162.706.177	29,64%
Superávit del ejercicio	4.799.361	-35.868.566	-40.667.927	-847,36%
Ajuste de capital y reservas patrimoniales		340.037.488	340.037.488	100,00%
Patrimonio	1.028.983.320	1.037.316.851	8.333.531	0,81%

TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.274.315.061	1.317.860.522	43.545.461	3,42%
----------------------------------	----------------------	----------------------	-------------------	--------------

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF

“ANEXO II”

ESTADO DE RESULTADOS Y

ANÁLISIS EVOLUTIVO

Tabla 1
Estados de Resultados (Expresados en Bolivianos)

ESTADO DE RESULTADOS	2007	2008	2009	2010	2011
INGRESOS					
Total servicios básicos	191.085.467	180.352.435	171.478.537	169.020.778	171.713.250
Servicios de larga distancia	13.648.794	35.069.195	21.189.837	25.220.138	30.544.714
Servicio local de telecomunicaciones	173.400.380	123.983.442	118.775.115	108.543.828	104.304.497
Servicio de teléfonos públicos	4.036.293	21.299.798	31.513.585	35.256.812	36.864.039
Total servicios con valor agregado (internet)	2.141.460	4.801.235	8.294.328	8.563.738	7.744.777
Total servicios no básicos (distribución de señales)	144.100	3.151.954	12.069.141	41.235.715	64.107.242
Otros servicios de explotación	440.575				
Ingresos por interconexión y otros		35.034.823	60.065.089	64.325.728	62.282.563
TOTAL INGRESOS	193.811.602	223.340.447	251.907.095	283.145.959	305.847.832
COSTOS					
Servicios de larga distancia	35.203.957	37.590.671	26.104.205	33.865.434	40.639.397
Servicio local de telecomunicaciones	174.866.207	127.539.083	137.490.621	135.085.924	148.727.164
Servicio de teléfonos públicos	5.945.947	19.780.220	36.223.053	47.581.429	51.422.974
Servicio de busca personas	71.297	246.662	210.443	113.939	145.411
Servicio de distribución de señales		8.634.916	20.652.340	60.689.820	81.181.001
Internet	1.095.307	10.250.936	12.327.626	15.266.041	13.750.056
Ingresos por interconexión y otros		36.485.596	29.885.374	29.645.302	36.707.858
Costo Total de Explotación	-217.182.715	-240.528.084	-262.893.662	-322.247.889	-372.573.861
Margen directo de explotación de los servicios (Utilidad Operativa)	-23.371.113	-17.187.637	-10.986.567	-39.101.930	-66.726.029
Ingresos ajenos a la Explotación	51.209.310	29.404.058	16.486.870	134.247.015	50.371.314
Gastos ajenos a la Explotación	-22.551.331	-8.212.385	-3.987.674	-90.345.724	-19.513.851
Superávit (Déficit) del ejercicio	5.286.866	4.004.036	1.512.629	4.799.361	-35.868.566

Tabla 2
Análisis Porcentual del Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS	2007	2008	2009	2010	2011
INGRESOS					
Total servicios básicos	98,59%	80,75%	68,07%	59,69%	56,14%
Servicios de larga distancia	7,04%	15,70%	8,41%	8,91%	9,99%
Servicio local de telecomunicaciones	89,47%	55,51%	47,15%	38,33%	34,10%
Servicio de teléfonos públicos	2,08%	9,54%	12,51%	12,45%	12,05%
Total servicios con valor agregado (internet)	1,10%	2,15%	3,29%	3,02%	2,53%
Total servicios no básicos (distribución de señales)	0,07%	1,41%	4,79%	14,56%	20,96%
Otros servicios de explotación	0,23%				
Ingresos por interconexión y otros		15,69%	23,84%	22,72%	20,36%
TOTAL INGRESOS	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
COSTOS					
Servicios de larga distancia	18,16%	16,83%	10,36%	11,96%	13,29%
Servicio local de telecomunicaciones	90,22%	57,11%	54,58%	47,71%	48,63%
Servicio de teléfonos públicos	3,07%	8,86%	14,38%	16,80%	16,81%
Servicio de busca personas	0,04%	0,11%	0,08%	0,04%	0,05%
Servicio de distribución de señales	0,00%	3,87%	8,20%	21,43%	26,54%
Internet	0,57%	4,59%	4,89%	5,39%	4,50%
Ingresos por interconexión y otros	0,00%	16,34%	11,86%	10,47%	12,00%
Costo Total de Explotación	-112,06%	-107,70%	-104,36%	-113,81%	-121,82%
Margen directo de explotación de los servicios (Utilidad Operativa)					
Ingresos ajenos a la Explotación	26,42%	13,17%	6,54%	47,41%	16,47%
Gastos ajenos a la Explotación	-11,64%	-3,68%	-1,58%	-31,91%	-6,38%
Superávit (Déficit) del ejercicio	2,73%	1,79%	0,60%	1,70%	-11,73%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Tabla 3
Análisis Evolutivo del Estado de Resultados dic. 2007 VS dic. 2008

ESTADO DE RESULTADOS	2007	2008	Variación	
			Absoluta	Porcentual
INGRESOS				
Total servicios básicos	191.085.467	180.352.435	-10.733.032	-0.06%
Servicios de larga distancia	13.648.794	35.069.195	21.420.401	1.57%
Servicio local de telecomunicaciones	173.400.380	123.983.442	-49.416.938	-0.28%
Servicio de teléfonos públicos	4.036.293	21.299.798	17.263.505	4.28%
Total servicios con valor agregado (internet)	2.141.460	4.801.235	2.659.775	1.24%
Total servicios no básicos (distribución de señales)	144.100	3.151.954	3.007.854	20.87%
Otros servicios de explotación	440.575		-440.575	-100.00%
Ingresos por interconexión y otros		35.034.823	35.034.823	100.00%
TOTAL INGRESOS	193.811.602	223.340.447	29.528.845	0.15%
COSTOS				
Servicios de larga distancia	35.203.957	37.590.671	2.386.714	0.07%
Servicio local de telecomunicaciones	174.866.207	127.539.083	-47.327.124	-0.27%
Servicio de teléfonos públicos	5.945.947	19.780.220	13.834.273	2.33%
Servicio de busca personas	71.297	246.662	175.365	2.46%
Servicio de distribución de señales		8.634.916	8.634.916	100%
Internet	1.095.307	10.250.936	9.155.629	8.36%
Ingresos por interconexión y otros		36.485.596	36.485.596	100%
Costo Total de Explotación	-217.182.715	-240.528.084	23.345.369	0.11%
Margen directo de explotación de los servicios (Utilidad Operativa)	-23.371.113	-17.187.637	-6.183.476	-0.26%
Ingresos ajenos a la Explotación	51.209.310	29.404.058	-21.805.252	-0.43%
Gastos ajenos a la Explotación	-22.551.331	-8.212.385	-14.338.946	0.63%
Superávit (Déficit) del ejercicio	5.286.866	4.004.036	-1.282.830	-0.24%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Tabla 4
Análisis Evolutivo del Estado de Resultados dic. 2008 VS dic. 2009

ESTADO DE RESULTADOS	2008	2009	Variación	
			Absoluta	Porcentual
INGRESOS				
Total servicios básicos	180.352.435	171.478.537	-8.873.898	-0.05%
Servicios de larga distancia	35.069.195	21.189.837	-13.879.358	-0.40%
Servicio local de telecomunicaciones	123.983.442	118.775.115	-5.208.327	-0.04%
Servicio de teléfonos públicos	21.299.798	31.513.585	10.213.787	0.48%
Total servicios con valor agregado (internet)	4.801.235	8.294.328	3.493.093	0.72%
Total servicios no básicos (distribución de señales)	3.151.954	12.069.141	8.917.187	2.83%
Otros servicios de explotación				
Ingresos por interconexión y otros	35.034.823	60.065.089	25.030.266	0.71%
TOTAL INGRESOS	223.340.447	251.907.095	28.566.648	0.13%
COSTOS				
Servicios de larga distancia	37.590.671	26.104.205	-11.486.466	-0.30%
Servicio local de telecomunicaciones	127.539.083	137.490.621	9.951.538	0.08%
Servicio de teléfonos públicos	19.780.220	36.223.053	16.442.833	0.83%
Servicio de busca personas	246.662	210.443	-36.219	-0.15%
Servicio de distribución de señales	8.634.916	20.652.340	12.017.424	1.39%
Internet	10.250.936	12.327.626	2.076.690	0.20%
Ingresos por interconexión y otros	36.485.596	29.885.374	-6.600.222	-0.18%
Costo Total de Explotación	-240.528.084	-262.893.662	-22.365.578	0.09%
Margen directo de explotación de los servicios (Utilidad Operativa)	-17.187.637	-10.986.567	6.201.070	0.36%
Ingresos ajenos a la Explotación	29.404.058	16.486.870	-12.917.188	0.44%
Gastos ajenos a la Explotación	-8.212.385	-3.987.674	-4.224.711	-0.51%
Superávit (Déficit) del ejercicio	4.004.036	1.512.629	2.491.407	-0.62%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Tabla 5
Análisis Evolutivo del Estado de Resultados dic. 2009 VS dic. 2010

ESTADO DE RESULTADOS	2009	2010	Variación	
			Absoluta	Porcentual
INGRESOS				
Total servicios básicos	171.478.537	169.020.778	-2.457.759	-0.01%
Servicios de larga distancia	21.189.837	25.220.138	4.030.301	0.19%
Servicio local de telecomunicaciones	118.775.115	108.543.828	-10.231.287	-0.09%
Servicio de teléfonos públicos	31.513.585	35.256.812	3.743.227	0.12%
Total servicios con valor agregado (internet)	8.294.328	8.563.738	269.410	0.03%
Total servicios no básicos (distribución de señales)	12.069.141	41.235.715	29.166.574	2.42%
Otros servicios de explotación				
Ingresos por interconexión y otros	60.065.089	64.325.728	4.260.639	0.07%
TOTAL INGRESOS	251.907.095	283.145.959	31.238.864	0.12%
COSTOS				
Servicios de larga distancia	26.104.205	33.865.434	7.761.229	0.30%
Servicio local de telecomunicaciones	137.490.621	135.085.924	-2.404.697	-0.02%
Servicio de teléfonos públicos	36.223.053	47.581.429	11.358.376	0.31%
Servicio de busca personas	210.443	113.939	-96.504	-0.46%
Servicio de distribución de señales	20.652.340	60.689.820	40.037.480	1.94%
Internet	12.327.626	15.266.041	2.938.415	0.24%
Ingresos por interconexión y otros	29.885.374	29.645.302	-240.072	-0.01%
Costo Total de Explotación	-262.893.662	-322.247.889	-59.354.227	0.22%
Margen directo de explotación de los servicios (Utilidad Operativa)	-10.986.567	-39.101.930	-28.115.363	2.56%
Ingresos ajenos a la Explotación	16.486.870	134.247.015	117.760.1465	7.14%
Gastos ajenos a la Explotación	-3.987.674	-90.345.724	86.358.050	21.66%
Superávit (Déficit) del ejercicio	1.512.629	4.799.361	3.286.732	2.17%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

Tabla 6
Análisis Evolutivo del Estado de Resultados dic. 2010 VS dic. 2011

ESTADO DE RESULTADOS	2010	2011	Variación	
			Absoluta	Porcentual
INGRESOS				
Total servicios básicos	169.020.778	171.713.250	2.692.472	1,59%
Servicios de larga distancia	25.220.138	30.544.714	5.324.576	21,11%
Servicio local de telecomunicaciones	108.543.828	104.304.497	-4.239.331	-3,91%
Servicio de teléfonos públicos	35.256.812	36.864.039	1.607.227	4,56%
Total servicios con valor agregado (internet)	8.563.738	7.744.777	-818.961	-9,56%
Total servicios no básicos (distribución de señales)	41.235.715	64.107.242	22.871.527	55,47%
Otros servicios de explotación				
Ingresos por interconexión y otros	64.325.728	62.282.563	-2.043.165	-3,18%
TOTAL INGRESOS	283.145.959	305.847.832	22.701.873	8,02%
COSTOS				
Servicios de larga distancia	33.865.434	40.639.397	6.773.963	20,00%
Servicio local de telecomunicaciones	135.085.924	148.727.164	13.641.240	10,10%
Servicio de teléfonos públicos	47.581.429	51.422.974	3.841.545	8,07%
Servicio de busca personas	113.939	145.411	31.472	27,62%
Servicio de distribución de señales	60.689.820	81.181.001	20.491.181	33,76%
Internet	15.266.041	13.750.056	-1.515.985	-9,93%
Ingresos por interconexión y otros	29.645.302	36.707.858	7.062.556	23,82%
Costo Total de Explotación	-322.247.889	-372.573.861	-50.325.972	15,62%
Margen directo de explotación de los servicios (Utilidad Operativa)	-39.101.930	-66.726.029	-27.624.099	70,65%
Ingresos ajenos a la Explotación	134.247.015	50.371.314	-83.875.701	-62,48%
Gastos ajenos a la Explotación	-90.345.724	-19.513.851	70.831.873	-78,40%
Superávit (Déficit) del ejercicio	4.799.361	-35.868.566	-40.667.927	-847,36%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de EEFF.

“ANEXO III”
INFORME DE TASAS ACTIVAS Y
PASIVAS BCB.



BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

INFORMACIÓN SOBRE EL INTERÉS QUE SE PAGA POR UN PRESTAMO

Tasas activas pactadas la semana finalizada el 06 de enero de 2012 (en porcentajes)

Entidades	MONEDA NACIONAL			MONEDA EXTRANJERA			UFV	MV DOL				
	Empresarial	Pyme	Micro-credito	Consumo	Hipot. de vivienda	Empresarial	Pyme	Micro-credito	Consumo	Hipot. de Vivienda	Prom.	Prom.
BANCO COMERCIALES												
NACIONAL DE BOLIVIA	6,82	8,41	10,29	10,30	6,71	5,24	9,32	9,95	7,87			
MERCANTIL SANTA CRUZ	5,40	6,38	8,59	11,45	7,38	4,70	7,19	10,60	8,12	8,14		
CREDITO DE BOLIVIA	6,26	8,87	15,54	17,88	7,66	7,69	7,27	16,28	21,41	9,16		
SIDA	6,05	7,51	17,56	12,15	7,80	6,41	10,02	10,22	7,38			
UNION	5,87	6,69	20,03	17,27	6,74			17,43				
ECONOMICO	6,61	8,95	16,76	13,28	8,41	6,66	6,68		6,51			
GANADERO	7,53	7,79	9,92	8,48	6,28	13,17	9,21					
NACION ARGENTINA							7,64					
DO BRASIL				4,00								
MUTUALES												
LA PRIMERA		5,80	6,69	8,07	5,24						8,73	
LA PAZ			9,37	6,40	5,86							
PROMOTORA				14,93	8,30					11,12		
PROGRESO				12,15								
LA PLATA						10,47						
POTOSI			19,00	19,06	9,90							
PAITI				21,37	13,80						17,23	
PANDO												
COOPERATIVAS												
JESUS MACHENO	16,09	17,50	19,67	14,07		9,70	15,23	14,41	11,97			
SAN MARTIN	15,72	14,67	19,50	14,70		12,75	11,65	25,41	14,15			
FATIMA	17,43	16,14	17,49	10,47		10,47	10,62	14,93	10,47			
LA MERCED								15,39	12,68			
SAN PEDRO			14,76					13,28	10,47			
LOYOLA		18,39	13,96				11,46	13,84				
CAT. TARIJA				12,68								
SAN ANTONIO		17,87	16,51			10,38	10,47	14,15	10,47			
ROX		16,50	17,93	11,67			11,74	12,13				
INCAHUASI		18,12					13,97	13,24				
QUILLACOLLO		19,07	19,29	12,13								
S. J. PUNATA		14,37	14,37				16,33	15,03				
TRINGAD		26,20	28,70	14,93			23,14					
COMARAPA		18,40	21,24	11,57								
SAN ROQUE		14,65	17,05	13,16			12,68	11,02				
SAN MATEO		19,50	21,05				27,69					
CHOROQUE		15,83	15,60	10,47			16,08	8,30	8,30			
M.F.GANZA		17,14	19,77				14,93					
MADE Y MAESTRA		17,99	17,85				17,95	17,81				
E.G. CHACO		22,44	39,83					13,80				
CAT. POTOSI		16,07	13,96	7,23								
ASUNICION		17,73	15,33	9,82								
S. J. BERNABE		14,03	14,54				11,02					
MAG. RURAL		18,19	17,04	13,82								
SAN JOAQUIN		20,75	13,61	11,57			16,08	17,72				
ENTIDADES ESPECIALIZADAS EN MICROFINANZAS												
BANCO SOLIDARIO	16,71	20,81	22,96	13,27		13,62	16,76	10,30	11,86			
BANCO LOS ANDES	12,97	18,08	20,41	14,01		10,29	14,11	9,22	11,60			
BANCO FIE	12,20	20,25	26,34	15,33		10,78	11,69	16,31	8,84			
FASOL FFP	10,04	23,31	37,65	26,08		9,60	24,90		8,75			
COMANDAD FFP	12,51	16,12	14,99	11,27		12,22	12,54	14,93	8,84			
EVO FUTURO FFP	17,86	23,67	24,92	15,13			16,54	31,89	18,39			
PROZEM FFP	15,61	21,14	18,73	9,76			14,36	12,41	7,14	18,10		
FORTALEZA FFP	16,17	20,64	24,00	17,90				24,97				

Tasas de Interés de Referencia (TRR) vigentes del 12/01/12 al 18/01/12

MN	M/DOL	UFV	ME
1,92	0,01	0,01	0,44

Utilizada para el ajuste de las tasas de interés de operaciones pactadas a tasa variable

“ANEXO IV”

**TARIFARIO OFICIAL BOLSA
BOLIVIANA DE VALORES S.A.**

Tarifario Oficial

Aprobado mediante Resolución Administrativa SP/CA/Nº424 de 31 de julio de 2008.
 Modificación aprobada mediante Resolución SP/CA/Nº82010 de 23 de octubre de 2010.

TABLA RESUMEN DE TARIFAS

CONCEPTO	TARIFA APLICABLE	OBSERVACIONES
TARIFAS POR ASCRIPCIÓN		
RENTA FIJA		
Certificados de depósito a plazo fijo		
Certificados de depósito a plazo fijo	(tarifa mensual) 0.0022%	Con Comento de Dematerialización
Certificados de depósito a plazo fijo	(tarifa mensual) 0.0117%	Sin Comento de Dematerialización
Programa de emisiones de instrumentos financieros de deuda		
Inscripción de programa de emisiones	0.0022%	(1) total a ser emitido bajo el Programa
Emisiones de instrumentos financieros de deuda		
Hasta	USD 355.000	Mínimo de USD500
USD 1	a USD 3.000.000	0.15%
USD 3.000.001	a USD 5.000.000	0.10% (1)
USD 5.000.001	en adelante	0.08% (1)
Margen de endeudamiento en mesa de negociación		
Considerando márgen de endeudamiento autorizado	USD200 + 0.02% a/Margen	Se cobra con carácter previo a su inscripción en el mecanismo
RENTA VARIABLE		
Inscripción de instrumentos financieros de renta variable		
Hasta	USD 4.000.000	Mínimo USD600
USD 1	a USD 30.000.000	0.02%
USD 30.000.001	en adelante	0.010% (1)
TARIFAS POR MANTENIMIENTO		
RENTA FIJA		
Mantenimiento de instrumentos financieros de deuda		
Mantenimiento de la primera anualidad		
Hasta	USD 355.000	Mínimo de USD500
USD 1	a USD 3.000.000	0.04%
USD 3.000.001	a USD 5.000.000	0.040% (1)
USD 5.000.001	en adelante	0.02% (1)
Mantenimiento de la segunda anualidad		
Hasta	USD 1.670.000	Mínimo de USD500
USD 1	a USD 3.000.000	0.02%
USD 3.000.001	a USD 5.000.000	0.020% (1)
USD 5.000.001	en adelante	0.016 % (1)
Mantenimiento de la tercera anualidad en adelante		
Hasta	USD 3.335.000	Mínimo de USD500
USD 1	a USD 5.000.000	0.015%
USD 5.000.001	en adelante	0.010% (1)
Mantenimiento de margen autorizado en mesa de negociación		
Considerando el margen autorizado y vigente	USD200 + 0.02% a/Margen	
RENTA VARIABLE		
Mantenimiento instrumentos financieros de renta variable		
Hasta	USD 4.000.000	Mínimo USD600
USD 1	a USD 30.000.000	0.020%
USD 30.000.001	en adelante	0.010% (1)

(1) Se cobra sobre el excedente del rango anterior.
 (2) Entrada en vigencia mediante Circular a ser emitida por la Gerencia General de la BBV

Tarifario Oficial

Aprobado mediante Resolución Administrativa SP/01/11/14 del 31 de julio de 2008.
 Modificación aprobada mediante Resolución SP/01/11/10 del 25 de octubre de 2010.

TABLA RESUMEN DE TARIFAS

CONCEPTO	TARIFA APLICABLE	OBSERVACIONES
TARIFAS POR OPERACIONES		
NOTA FPA		
Cargos y/o impuestos (2)	0,005%	Cobráble a dos puntos.
Operaciones con el BCB (3)	0,003%	Cobráble a uno punto.
Cargos y/o impuestos financieros emitidos por Entidades Financieras (2)	0,016%	Cobráble a dos puntos.
Calificación primaria de instrumentos financieros de renta fija en Bolsa (2)	0,0025%	Cobráble a dos puntos.
Operaciones en masa de negociación (2)	0,0075%	Cobráble a dos puntos.
NOTA IVAABLE		
Calificación primaria instrumentos financieros de renta variable en Bolsa (2)	0,0025%	Cobráble a dos puntos.
Operaciones con instrumentos financieros de renta variable (2)		
Rango		
US\$ 1 a US\$ 500.000	0,200%	
US\$ 500.001 a US\$ 2.000.000	0,100% (1)	cobráble anterior
US\$ 2.000.001 a US\$ 5.000.000	0,170% (1)	cobráble anterior
US\$ 5.000.001 a US\$ 10.000.000	0,160% (1)	cobráble anterior
US\$ 10.000.001 a US\$ 20.000.000	0,150% (1)	cobráble anterior
US\$ 20.000.001 a US\$ 40.000.000	0,100% (1)	cobráble anterior
US\$ 40.000.001 a en adelante	0,025% (1)	cobráble anterior
Subjetos de acciones no inscritas en Bolsa (2)		
Operaciones	0,20%	Cobráble a dos puntos.
OTROS SERVICIOS		
Cuenta fpa mensual para Agencias de Bolsa	Bs 1.500	Pago mensual vencido
Exámenes (tarifas aplicables a cada prueba)		
Examen para operador de bolsa o asesor de inversión - primera habilitación (4)	Bs 2.330	
Examen para operador de bolsa o asesor de inversión - segunda habilitación (5)	Bs 1.165	
Repetición examen operador de bolsa o asesor de inversión - primera habilitación (4)	Bs 2.330	
Repetición examen operador de bolsa o asesor de inversión - segunda habilitación (5)	Bs 1.165	
Examen de actualización	on costo	
Repetición examen de actualización	Bs 1.165	
Credenciales para operadores de bolsa	Bs 77	

- (1) Se cobra sobre el excedente anterior.
 (2) Paga el agente comprador y vendedor sobre precio o monto pactado y con liquidación mensual.
 (3) Paga el agente que realiza la operación sobre monto negociado y se liquida mensualmente.
 (4) Tarifa aplicable a persona natural que no se encuentra previamente habilitada como operador de bolsa ni como asesor de inversión.
 (5) Tarifa aplicable a persona natural que se encuentra previamente habilitada como operador de bolsa o asesor de inversión.

Tarifario Oficial

Aprobado mediante Resolución Administrativa SP/01/01/04 de 31 de julio de 2008.
 Modificación aprobada mediante Resolución ASP/01/04 de 25 de octubre de 2010.

ANEXO I - EJEMPLOS DE CÁLCULO DE COMISIONES

Ejemplo 1: Cálculo de comisiones por inscripción de instrumentos financieros de MF
 El monto suscrito asciende a US\$30.000.000

Rango US\$	Tarifa	Monto suscrito US\$	Comisión US\$
1 - 3.000.000	0,15%	3.000.000	4.500
3.000.001 - 5.000.000	0,10%	1.999.999	2.000
5.000.001 - adelante	0,05%	25.000.001	12.500
Totales		30.000.000	19.000

Ejemplo 2: Cálculo de comisiones por inscripción de instrumentos financieros de MF
 El monto de la inscripción asciende a US\$50.000.000

Rango US\$	Tarifa	Monto Emitido US\$	Comisión US\$
1 - 30.000.000	0,02%	30.000.000	6.000
30.000.001 - adelante	0,01%	20.000.000	2.000
Totales		50.000.000	8.000

Ejemplo 3: Cálculo de comisiones por autorización de la primera suscripción - MF
 El saldo vigente de la emisión asciende a US\$7.777.500

Rango US\$	Tarifa	Monto Vigente US\$	Comisión US\$
1 - 3.000.000	0,06%	3.000.000	1.800
3.000.001 - 5.000.000	0,04%	1.999.999	800
5.000.001 - adelante	0,02%	2.777.501	555
Totales		7.777.500	3.155

Ejemplo 4: Cálculo de comisiones por negociación de instrumentos financieros de variable
 Los valores de venta negociados en el medio ascienden a US\$3.005.000

Rango US\$	Tarifa	Monto Negociado US\$	Comisión US\$
1 - 500.000	0,20%	500.000	1.000
500.001 - 2.000.000	0,10%	1.499.999	1.500
2.000.001 - 5.000.000	0,175%	505.001	884
Totales		3.005.000	3.384

“ANEXO V”

TARIFARIO OFICIAL NAFIBO S.A.M.

TARIFARIO OFICIAL
NAFIBO SOCIEDAD DE TITULARIZACION S.A.

POR ESTRUCTURACIÓN Y DUE DILIGENCE (Pagados por el Originador)

Monto Emitido USD	Comisión del Monto Emitido USD	Due Diligence USD	Forma de Pago
a <4.000.000	13.000* Due Diligence + Comisión de Éxito	3.000	Cuatro (4) pagos
b Entre 4.000.000 y 17.000.000	a + Due Diligence + (11.600 por cada millón sobre 4 millones) + Comisión de Éxito	4.000	Cuatro (4) pagos
c Entre 17.000.000 y 30.000.000	b + Due Diligence + (11.200 por cada millón sobre 17 millones) + Comisión de Éxito	4.000	Cinco (5) pagos
d Entre 30.000.000 y 200.000.000	a + Due Diligence + 800 por cada millón sobre 30 millones + Comisión de Éxito	5.000	Cinco (5) pagos
e > 200.000.000	a + Comisión de Éxito	5.000	Cinco (5) pagos

Máximo de la Comisión por Estructuración para Empresas Internacionales se le adiciona un 5%.

La Comisión de Éxito en un monto porcentual Fija sobre el monto cobrado que se determinará por NAFIBO S.A.

POR ADMINISTRACIÓN DE PATRIMONIOS AUTONOMOS (Pagados por el Patrimonio Autónomo)

Tipo de Empresa	Rango del Activo Titularizado USD	Comisión en % del Activo Titularizado	Moneda	Forma de Pago
Empresa Nacional	< 1.000.000	El mayor entre 0,75% y US\$ 13.343	USD	De acuerdo a estructura
	Mayor o igual a 1.000.000	Comisión (%) = $1,05\% \cdot ((Activo\ Titularizado) / 10.000) + Spread\ de\ Rango + \beta$		
	Ejemplo con Activo Titularizado de USD 8.000.000 Comisión (%) = $1,05\% \cdot (8.000.000 / 10.000) + 0,45\% = 1,29\% = US\$ 33.600$			
Empresa Internacional	< 1.700.000	El mayor entre 1,04% y US\$ 12.000	USD	De acuerdo a estructura
	Mayor o igual a 1.700.000	Comisión (%) = $1,05\% \cdot ((Activo\ Titularizado) / 10.000) + 0,34\% + (1.000 / 100) \cdot Spread\ de\ Rango + \beta$		
	Ejemplo con Activo Titularizado de USD 8.000.000 Comisión (%) = $1,05\% \cdot (8.000.000 / 10.000) + 0,34\% + 0,0035 \cdot 100 = 1,73\% = US\$ 35.040$			
Entidades del Sector Público y PSE y P	< 5.300.000	El mayor entre 0,24% y US\$ 13.343	USD	De acuerdo a estructura
	Mayor o igual a 5.300.000	Comisión (%) = $(4 / 100) \cdot ((Activo\ Titularizado) / 100) + (2,5 / 1.000) \cdot 100 + Spread\ de\ Rango + \beta$		
	Ejemplo con Activo Titularizado de USD 8.000.000 Comisión (%) = $(4 / 100) \cdot (8.000.000 / 100) + 0,0025 \cdot 100 = 0,24\% = US\$ 19.360$			

El Spread de Rango calculado por NAFIBO S.A.

POR PAGO DE TASA DE INSPECCIÓN Y VIGILANCIA N.º 8 DE LA ASF (Pagado por Nafibo)

$\beta = 0,0017\%$ mensual sobre el valor total del activo de patrimonio autónomo administrado por la sociedad de titularización.

COMISIÓN DE COMPRADOR DE ÚLTIMA INSTANCIA

Comisión en % del Monto Colocado	Moneda	Forma de Pago
0,20% del monto colocado	USD	Pago único al momento de la colocación.

COMISIÓN POR ESTUDIO DE FACTIBILIDAD ACEPTABLE CIN POR CIENTO (20%) AL PROCESO DE ESTRUCTURACIÓN

Estudio	Comisión Mínima USD	Forma de Pago
Estudio de Factibilidad de Titularización	3.000	Doce (12) pagos

(*) La determinación de si una empresa es PSE se a realiza de acuerdo a la metodología de la Bolsa Boliviana de Valores S.A.