

UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRES
FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIAS POLITICAS
CARRERA DERECHO
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES Y SEMINARIOS



TESIS DE GRADO

**“EL USO DEL FIDEICOMISO COMO MEDIO PARA LA
TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS”**

(Tesis para optar el grado de licenciatura en Derecho)

Postulante : ATHENA ZAMBRANA ARANDA

**Tutor : Dr. ANDRES VICENTE BALDIVIA
CALDERON DE LA BARCA**

DEDICATORIA Y AGRADECIMIENTOS

Dedico la presente tesis a los seres que más amo en este mundo por ser el motivo de mis alegrías y esfuerzos para superarme cada día más, mi linda familia.

A mis queridos Papas, Jorge y Dunya

Por ser la fuente de motivación e inspiración en mi corazón y el sostén y apoyo en mis esfuerzos de superación personal y profesional dándome así la fortaleza para seguir caminando y lograr alcanzar esta meta anhelada, que hoy gracias a Dios, conjuntamente con ellos he logrado.

A mis amados hermanos Franco y Mikaela

Por creer y confiar siempre en mí, apoyándose en todas las decisiones que he tomado en la vida.

A quienes incito a mantener una visión de éxito en sus vidas mediante el estudio continuo y la dedicación constante.

Sin estos cuatro pilares tan valiosos y fundamentales en mi vida no hubiese podido concluir esta etapa tan importante, y solo deseo me acompañen en cada paso y cada logro que vaya enfrentar en la aventura de la vida

Asimismo son numerosas las personas a las que debo agradecer por ayudarme en el logro de mi carrera, es demasiado poco, el decir gracias, pero en el fondo de mí ser eternamente les estaré agradecida y siempre presta a tenderles una mano cuando así lo requieran. Sin embargo, resaltare solo algunas de estas personas sin las cuales no hubiese hecho realidad este sueño tan anhelado como es la culminación de mi carrera universitaria:

Ante todo, a Dios Todo Poderoso

Por darme la fuerza en momentos de angustias, aciertos, reveses, alegrías y tristezas que caracterizaron el transitar por este camino que hoy veo realizado .

Una vez mas debo agradecer a mi querida familia mis papis y hermanos

Por su constante protección y amor que sin importarles nuestras diferencias, ni mis fallas me han apoyado de corazon.

A mi tutor el Dr. Andres Baldivia

Por la orientación y ayuda en cada una de las etapas de la elaboración de este trabajo.

A mi gran amiga Valeria De la Torre

Por el apoyo, la lealtad, y la ayuda incondicional que siempre me ha brindado.

A TODOS ELLOS MUCHAS GRACIAS POR TODO!

RESUMEN ABSTRACT

El propósito del presente trabajo de investigación es analizar la efectividad de la utilización de la figura jurídica del fideicomiso, como instrumento alternativo de titularización de activos para el acceso al financiamiento del sector empresarial privado nacional, entendiéndose por efectividad el hecho de que la introducción del fideicomiso en estos procesos permita, la seguridad jurídica del inversionista y del empresario emisor de títulos valores. Con este objetivo, después de la recopilación documental, a través del análisis jurídico gramatical y la dogmática se realiza la identificación, interpretación y sistematización del significado jurídico de la figura del fideicomiso y del proceso de titularización de activos en el ordenamiento jurídico nacional.

El análisis en la legislación comparada, la observación sistemática, y la aplicación de la lógica jurídica permitieron demostrar que la problemática en la regulación actual de los procesos de titularización nacional es precisamente que existe un sesgo de protección a los inversionistas dejando de lado la seguridad jurídica del empresario originador y que la figura jurídica del fideicomiso genérico regulado por el código de comercio boliviano, con algunas especificaciones sobre su finalidad y operatividad se constituye en un instrumento alternativo para realizar los procesos de titularización, y que a

diferencia del actual instrumento jurídico de cesión irrevocable de activos a la Sociedad Titularizadora, otorga la seguridad jurídica a los inversionistas y a las empresas originadoras, es decir, permitiría el acceso efectivo al financiamiento del sector empresarial boliviano, principalmente cuando se trata de titularización de bienes tangibles. Esto es así porque con la actual regulación la empresa originadora mediante un contrato de cesión especial irrevocable, no conocido en el ámbito judicial, cede un activo tangible de su propiedad, por un plazo, en el que si acude a tutela judicial puede ser confundido como un contrato de cesión, de carácter civil, poniendo en riesgo sus derechos propietarios; mientras que como fideicomitente, el empresario originador estaría bajo la tutela de la figura jurídica típica del "fideicomiso", en el derecho comercial.

INDICE GENERAL

Pág.

PORTADA.....	I
DEDICATORIA Y AGRADECIMIENTOS.....	II
RESUMEN ABSTRACT.....	IV
INDICE GENERAL	VI

PARTE I

DISEÑO DE LA INVESTIGACION

EL USO DE FIDEICOMISO COMO MEDIO PARA LA TITULARIZACION DE ACTIVOS

IDENTIFICACION DEL PROBLEMA.....	3
PROBLEMATIZACION.....	6
DELIMITACION DEL TEMA DE TESIS	8
<i>Delimitación Temática.....</i>	8
<i>Delimitación Temporal.....</i>	8
<i>Delimitación Espacial.....</i>	8
FUNDAMENTACIÓN E IMPORTANCIA.....	9
OBJETIVOS DEL TEMA DE LA TESIS.....	10
<i>Objetivo General.....</i>	10
<i>Objetivos Específicos.....</i>	10
HIPÓTESIS DE TRABAJO.....	11
<i>Variable Independiente.....</i>	11
<i>Variable Dependientes.....</i>	11

<i>Variable de Enlace o nexo</i>	12
<i>Unidades de Análisis</i>	12
<i>Nexo Lógico</i>	12
MÉTODOS Y TÉCNICAS DE INVESTIGACIÓN	12
<i>Métodos Generales</i>	12
<i>Métodos Específicos</i>	13
TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE INVESTIGACIÓN	13

PARTE II

DESARROLLO DEL DISEÑO DE LA PRUEBA

INTRODUCCION	16
---------------------------	-----------

CAPITULO I

MARCO HISTORICO	19
1.1. CARACTERISTICAS DEL ACCESO AL FINANCIAMIENTO EN AMERICA LATINA	20
1.2. CAUSAS DE RESTRICCIÓN AL ACCESO AL FINANCIAMIENTO	22
1.3. EL PAPEL DE LAS LEYES EN EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO	25
1.4. LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA Y SU PAPEL EN EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO	28

PARTE III

MARCO TEORICO CONCEPTUAL

CAPITULO II

LA TITULARIZACION DE ACTIVOS	32
2.1. ANTECEDENTES Y GENERALIDADES	32
2.2. DEFINICIÓN Y NATURALEZA	35
2.3. OBJETIVOS Y ELEMENTOS DEL PROCESO	41
2.3.1 <i>LOS OBJETIVOS</i>	41
2.3.2 <i>LOS ELEMENTOS DEL PROCESO</i>	43

2.3.2.1. Elementos subjetivos	43
2.3.2.2. Elementos Objetivos	46
2. 4. EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	48
2.4.1. CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	52
2.4.2. CREACIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO O DE PROPÓSITO EXCLUSIVO.	52
2.4.3. LA EMISIÓN DE VALORES CONTRA EL PATRIMONIO AUTÓNOMO.....	53
2.5. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL PROCESO	56
2.5.1. VENTAJAS Y OPORTUNIDADES.	56
2.5.2. DESVENTAJAS.	59
2.6. LOS RIESGOS DEL PROCESO.....	59
2.7. MARCO CONCEPTUAL.....	62

**PARTE IV
MARCO JURIDICO**

CAPITULO III	
EL FIDEICOMISO Y SU REGULACION EN BOLIVIA.....	
	69
3.1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL FIDEICOMISO	69
3.2. CONCEPTO DE FIDEICOMISO.....	74
3.3. NATURALEZA JURIDICA	77
3.4. RELACION DEL FIDEICOMISO Y OTRAS FIGURAS JURIDICAS.....	83
3.5. OBJETIVOS Y ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO.	85
3.5.1 OBJETIVOS.....	85
3.5.2. ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO	85
3.5.2.1 Elementos personales.....	85
3.5.2.2 Elementos Reales.	86
3.5.2.3 Elementos Formales.	87
3.6. FORMAS DE CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO.	87

3.7. CARÁCTERÍSTICAS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO EN LA DOCTRINA.....	88
3.8. CARACTERÍSTICAS Y ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO SEGÚN EL CODIGO DE COMERCIO BOLIVIANO	90
3.9. CLASIFICACION DEL FIDEICOMISO SEGÚN LA DOCTRINA	97

CAPITULO IV

LA REGULACIÓN DE LA TITULARIZACION DE ACTIVOS EN BOLIVIA 100	
4.1. LEY DEL MERCADO DE VALORES.....	101
4.2. RESOLUCIÓN ADMINISTRATIVA SPVS-IV-NO.052. DEL 14 DE FEBRERO DE 2.000.....	105
4.3. DECRETO SUPREMO 25514 DEL 17 DE SEPTIEMBRE DE 1.999.	106
4.4. REGLAMENTO DE NORMAS PRUDENCIALES DE TITULARIZACIÓN.....	108
4.5. REGLAMENTO DE DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS ESPECÍFICAS SOBRE TITULARIZACIÓN.	109
4.6. LEY DE REACTIVACIÓN ECONÓMICA, LEY NO. 2064 DEL 3 DE ABRIL DE 2.000	110
4.7. RESOLUCIÓN SPVS IV NO. 212 DEL 29 DE MAYO DE 2.000.....	110
4.8. NORMAS TRIBUTARIAS.....	11
4.9. DETERMINACION DE LA REGULACION DE LAS PARTES DEL PROCESO, VALORES A EMITIRSE.....	112
4.9.1. Partes que Intervienen en el Proceso.....	112
4.9.2. Valores que pueden emitirse.....	114

PARTE V

MARCO PRÁCTICO

CAPITULO V

5.1. DESARROLLO DE LA TITULARIZACION EN EL DERECHO COMPARADO	116
5.1.1. MARCO GENERAL EN PAÍSES LATINOAMERICANOS.....	116

5.1.2. ANÁLISIS DE LA LEGISLACIÓN DE ECUADOR.....	118
5.1.3. ANÁLISIS DE LA LEGISLACIÓN DE ARGENTINA.....	126
5.1.4. ANÁLISIS DE LA LEGISLACIÓN DE COLOMBIA.....	131
5.1.5. ANALISIS COMPARATIVO.....	140
5.2. ADMINISTRACION DE RIESGOS.....	144
5.2.1. LA CALIFICACION CREDITICIA, RIESGO O RATING: CONCEPTO Y APLICACIÓN.....	144
5.2.2. PROCESO DE CALIFICACION.....	147
5.3. CONSECUENCIAS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS	150
5.4. LA CALIFICACION DE LAS EMISIONES DERIVADAS DE LA TITULIZACION	151
5.5. RIESGOS.....	152
5.5.1. Riesgo de Descalce	153
5.5.2. Riesgo de Prepago.....	153
5.5.3. Riesgo del Crédito (impago).....	154
5.5.4. Riesgos Estructurales o de Terceros.....	154
5.6. LA MEJORA CREDITICIA.....	155
5.6.1. JUSTIFICACIÓN DE LA MEJORA CREDITICIA.....	155
5.6.2. MEJORA CREDITICIA EXTERNA.....	159

CAPITULO VI

ANALISIS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS ACTUAL Y SU EFECTIVIDAD PARA EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO	161
6.1. CARACTERÍSTICAS DE LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA.....	162
6.1.1. PERSONAS QUE INTERVIENEN EN LOS.....	164
6.1.2. PATRIMONIO AUTÓNOMO.....	168
6.1.3. MECANISMOS DE COBERTURA.....	169
6.1.3.1 Mecanismos internos	169
6.1.3.2 Mecanismos externos	171
6.2. CARACTERISTICAS DEL PROCESO DE TITULARIZACION EN BOLIVIA	172

6.3. CASOS DEL PROCESO DE TITULARIZACION EN BOLIVIA	175
6.3.1. CASO: TITULARIZACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES (CCC).....	175
6.3.2. CASO DE CARTERA DE CREDITOS HIPOTECARIOS (CCH)	177
6.3.3. CASO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES.....	178
6.3.4. CASO DE TITULARIZACIÓN DE VALORES INSCRITOS EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES.....	179
6.4. SITUACION DEL FINANCIAMIENTO MEDIANTE LA TITULARIZACION EN BOLIVIA.....	181
6.4.1. RESULTADOS DE LAS ENTREVISTAS REALIZADAS.....	189
6.4.1.1 CONCLUSIONES DEL TRABAJO DE CAMPO.....	194

CAPITULO VII

ANALISIS JURIDICO DEL USO DEL FIDEICOMISO COMO INSTRUMENTO ALTERNATIVO EN EL PROCESO DE TITULARIZACION DE ACTIVOS PARA LA EFECTIVIDAD EN EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO EN BOLIVIA	197
7.1. INTRODUCCION	198
7.2. EL FIDEICOMISO COMO INSTRUMENTO DE PROCESOS DE TITULARIZACION.....	199
7.2.1.MARCO LEGAL RECTOR	200
7.2.2.PROCESO DE TITULARIZACIÓN UTILIZANDO EL FIDEICOMISO DE TITULARIZACION	201
7.3. PARA QUE TIPOS DE TITULARIZACION ES MAS EFICAZ EL FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN	213
7.4. EL FIDEICOMISO DE TITULARIZACION VS SOCIEDADES DE TITULARIZACION.....	215
CONCLUSIONES	224
RECOMENDACIONES	230
GLOSARIO.....	232
BIBLIOGRAFIA XII	
ANEXO I.....	XVIII
ANEXO II	XXI

ANEXO III	XXVIII
ANEXO IV.....	XXXVI

PARTE I

DISEÑO DE LA INVESTIGACION

**“EL USO DE FIDEICOMISO COMO MEDIO PARA
LATITULARIZACION DE ACTIVOS”**

IDENTIFICACION DEL PROBLEMA.

La falta de acceso a recursos de financiamiento de corto, mediano y largo plazo para la actividad productiva en nuestro país se expresa, principalmente, porque son pocas las empresas que pueden acceder a fuentes de financiamiento encontrándose marginadas por el elevado riesgo de crédito, lo que les obliga a un autofinanciamiento; y, porque las que acceden a fuentes de financiamiento lo hacen en condiciones poco favorables, afectando a sus utilidades o retornos.

Ahora bien, considerando que el acceso al financiamiento es un elemento esencial en el proceso productivo de las empresas en general y de las empresas bolivianas en particular, es evidente que es necesario estudiar y analizar la posibilidad del mayor desarrollo del mercado de capitales en nuestro país, puesto que en economías con similares características a la nuestra se ha profundizado la realización de operaciones de titularización de activos como una fuente alternativa de financiamiento para las empresas en general; en tal sentido, es necesario, desarrollar un mercado de capitales boliviano para que constituya un verdadera alternativa de financiamiento empresarial a la cual también pueda acceder la pequeña y microempresa.

El problema de financiamiento se puede enfrentar con un marco legal promotor de las ofertas de financiamiento empresarial a través del mercado de valores a fin de que se fortalezca como alternativa al sistema financiero que es tan caro. Es necesario abaratar los costos de transacción en las operaciones de financiamiento, promover la constitución de garantías y facilitar la recuperación de créditos rápida y efectivamente, con un sistema de garantías sólido y eficiente

Se debe también considerar la demanda potencial por parte de los inversionistas institucionales como las AFPs que debe ser aprovechada. Los

aspectos negativos al respecto son la pequeña escala de las empresas bolivianas, la ausencia de prácticas de una gestión corporativa, la poca flexibilidad en los parámetros de inversión de las carteras de las AFPs y la iliquidez del mercado secundario entre otros.

El acceso al financiamiento es uno de los mayores obstáculos para el desarrollo de la actividad empresarial en nuestro país, el elevado costo del crédito en Bolivia hace que muy pocas empresas puedan obtener tasas competitivas en el sistema bancario y la situación es peor respecto al número de empresas que pueden acceder al financiamiento mediante el mercado de valores al que solo acceden empresas grandes. La mayor parte de las empresas que acceden a financiamiento deben pagar altas tasas de interés por lo que sus rentabilidades se ven altamente disminuidas.

Entre los diversos factores que afectan el acceso al financiamiento, están la falta de competencia entre las fuentes alternativas de financiamiento porque existen restricciones regulatorias que no les permiten competir y que implican mayores costos y/o restricciones que deben ser subsanadas para que exista complementariedad entre los componentes del sistema financiero, es decir del mercado de valores y del sistema bancario, para disminuir sus costos y restricciones a fin de contribuir en la acumulación de capital y el crecimiento económico de nuestro país.

Actualmente, el sistema financiero boliviano se ha desarrollado enormemente desde 1990, gracias a la apertura y regulación de nuevas operaciones financieras a través tanto de la Ley de Bancos y Entidades Financieras y de la Ley del mercado de Valores. Específicamente, dentro del mercado de valores la normativa ha evolucionado y ha hecho más asequible su ingreso para el empresario boliviano, con los procesos de titularización de activos por los que los empresarios pueden acceder a recursos financieros en efectivo, a través de

la constitución de patrimonios autónomos que aseguran evidentemente las inversiones de los que van a colocar su dinero en valores que los empresarios como originadores colocan en dicho mercado. Sin embargo, y es allí donde surge la problemática de esta investigación, y es que los empresarios al constituir un “patrimonio autónomo” con los bienes que colocan en el mercado de valores, pierden totalmente el control de dichos bienes, hecho que hace deducir que los procesos de titularización de activos en nuestro país, no son realmente fuentes alternativas de financiamiento, sino solamente una transacción financiera de venta (indirecta) de los mismos. En este entendido, lo que se pretende en este trabajo es analizar la posibilidad de que la figura jurídica del fideicomiso sea utilizado en los procesos de titularización como instrumento de una verdadera alternativa de financiamiento, sin menguar la seguridad jurídica que se entiende se asegura con la actual regulación del Mercado de Valores.

Es indudable que en los mercados financieros y de valores que se encuentran en proceso de desarrollo, uno de los principales retos es generar una adecuada oferta de instrumentos que satisfagan las necesidades de los inversionistas, pero también es y debe serlo, con la misma importancia el de facilitar la financiación a los emisores de valores.

Puesto que uno de los grandes obstáculos que impiden llegar a un nivel de profundización adecuado del mercado de valores boliviano es la escasa oferta de títulos, la estructuración de procesos de titularización permite ampliar la gama de posibilidades de emisión de valores en el mercado. Adicionalmente, facilita el acceso a nuevos participantes en el mercado que encuentran beneficios al actuar como originadores de procesos, sin verse obligados a cumplir con las exigencias que tendrían como emisores de valores.

PROBLEMATIZACION.

Debido a que el acceso al financiamiento es un elemento esencial en el proceso productivo de las empresas bolivianas y a que la falta de acceso a recursos de corto, mediano y largo plazo para el financiamiento de la actividad productiva se expresa de dos maneras, una, que son pocas las empresas que pueden acceder a fuentes de financiamiento, encontrándose la mayoría marginada por el elevado nivel de riesgo de crédito, lo que las obliga a un auto financiamiento, y dos, porque las que acceden a fuentes de financiamiento lo hacen en condiciones poco favorables, afectando sus retornos, entonces cabe interrogarse ¿ Es posible desarrollar el Mercado de Capitales Boliviano con el objetivo de que se constituya en una verdadera alternativa de financiamiento empresarial, a la cual también pueda acceder la pequeña y mediana empresa?

Ahora bien, con el objetivo de disminuir el riesgo en el sistema financiero boliviano a la vez de facilitar el acceso al financiamiento de la empresa boliviana y ampliar el mercado de capitales recientemente se han expedido, en nuestro país normas para la estructuración de procesos de titularización de diversos activos, entre ellos la cartera hipotecaria, si bien existe un modelo regulatorio en Bolivia, que por cierto corresponde al colombiano, por el éxito de esa figura en ese país y que ha sido adaptado con una serie de ajustes que permitieran su adaptación de conformidad con las condiciones particulares del mercado boliviano, ¿Este es suficiente para lograr los objetivos anteriormente señalados respecto al acceso al financiamiento y a la seguridad jurídica de ambas partes intervinientes?

¿El marco regulatorio de los procesos de titularización en nuestro país presenta un marco reglamentario específico para el tratamiento de esa figura a través de

fideicomisos? ¿Se ha conceptualizado el Fideicomiso como medio para la titularización de activos de acuerdo a la doctrina del derecho comparado?.

Por ello, el objeto de la presente investigación consiste en determinar si a través de un marco legal promotor de financiamiento empresarial a través del mercado de valores, se puede disminuir los gastos administrativos y los plazos en los procesos de titularización mediante la constitución de fideicomisos sin afectar negativamente la seguridad jurídica de los adquirentes finales de los valores producto de emisiones de titularización, es decir, abaratar los costos de transacción en las operaciones de financiamiento, promover la constitución de garantías y facilitar la recuperación de créditos rápida y efectivamente, con un sistema de garantías sólido y eficiente, teniendo en cuenta, además, la demanda potencial por parte de los inversionistas institucionales como las AFPs que debería ser aprovechada.

Los factores negativos al respecto serían: la escala reducida de las empresas, la ausencia de prácticas de buen gobierno corporativo, poca flexibilidad en los parámetros de inversión de las carteras de las AFPs, iliquidez del mercado secundario entre otros.

Para ello, es necesario analizar la normativa actual vigente en el país respecto a procesos de titularización, y preguntarse ¿Es posible utilizar junto a la titularización de los créditos hipotecarios la figura del fideicomiso, con el fin de que una empresa fiduciaria tenga el dominio fiduciario de los inmuebles hasta que se cumpla el pago del crédito lo que podría disminuir la morosidad? Además al considerarse la idiosincrasia de la población y de acuerdo a la normativa actual ¿El concepto de “patrimonio autónomo” implicaría que los activos transferidos deban estar fuera del alcance del originador de forma permanente, y por tanto, no causaría malestar e inseguridad de parte de la población, ya que la operación realizada no constituiría para ella una fuente

alternativa de financiamiento, sino que solamente se trataría de una venta (indirecta) de los bienes del originador?.

Por tanto, la pregunta que sistematiza la problemática de la investigación a realizarse es ¿La normativa vigente de titularización de activos, es efectiva para el acceso al financiamiento del sector productivo empresarial del país?

DELIMITACION DEL TEMA DE TESIS.

Delimitación Temática.

La investigación se circunscribe al análisis jurídico financiero de la figura del fideicomiso en el derecho comparado latinoamericano y de contrastación con el derecho nacional especialmente con lo establecido en el código de comercio, la Ley del Mercado de Valores (Ley 1834 del 31 de marzo de 1.998) y leyes relativas y decretos reglamentarios y las normas de la Superintendencia de Valores Seguros y Pensiones. Así como el análisis del mercado financiero boliviano respecto al acceso del sector empresarial al financiamiento.

Delimitación Temporal.

La investigación se desarrolla con base a la normativa actual vigente y la situación económico financiera presente, remontándose al periodo inmediato anterior para el análisis de los hechos históricos referentes al tema ha tratarse.

Delimitación Espacial.

La investigación se circunscribe al análisis jurídico de la figura del fideicomiso bajo la normativa del país. Pudiendo para mayor abundancia analizar casos específicos de titularización de activos en empresas ubicadas en la ciudad de La Paz.

FUNDAMENTACIÓN E IMPORTANCIA.

El acceso al financiamiento se convierte en uno de los mayores obstáculos para desarrollar la actividad empresarial en el país. Lo costoso del crédito en Bolivia hace que pocas empresas puedan obtener tasas competitivas con el sistema bancario y es menor aún el número de aquellas que pueden financiarse a través del Mercado de Valores. La gran mayoría de las empresas que trabajan en nuestro país y que acceden a financiamiento, deben pagar altas tasas de interés, por lo que su rentabilidad se ve seriamente afectada. Existen diversos factores que afectan el acceso al financiamiento, siendo uno de ellos la falta de competencia entre de fuentes alternativas de financiamiento, en ese sentido el Mercado de Valores y el Sistema Bancario, como componentes del mercado financiero, deben buscar concordar y complementarse para así reducir los costos de transacción con el fin de contribuir a la acumulación de capital y el consecuente crecimiento económico al largo plazo.

De manera general, una empresa tiene varias maneras de financiarse. Por un lado, está el financiamiento para las inversiones a mediano o largo plazo, como ocurre con el endeudamiento para la adquisición de activos fijos por ejemplo, y por otro lado está el capital de trabajo que una empresa requiere para financiar su actividad diaria y así generar ingresos.

Además, pueden obtener financiamiento con el capital social que proviene de los socios de la empresa.

Sin embargo, lo mencionado puede que no satisfaga todas las necesidades de financiamiento de la empresa. Es por ello que las empresas requieren financiamiento externo, es decir, se endeudan. Esta clase de financiamiento puede ser obtenido de varias fuentes, dependiendo de quién lo solicita y para qué finalidad. La fuente tradicional de financiamiento en Bolivia es el sistema

bancario, al cual se acude para obtener préstamos de corto, mediano y largo plazo.

Existen fuentes de financiamiento distintas, pero que en nuestra realidad no constituyen una verdadera alternativa al financiamiento bancario, como es el caso del financiamiento directo de los proveedores y el endeudamiento a través del mercado de valores (bonos corporativos y papeles de corto plazo).

El riesgo de crédito es otro gran problema, debido a diversas causas, falta de ordenamiento contable, el riesgo-país, los niveles de competencia, historia crediticia, posicionamiento en el mercado, el riesgo de cumplimiento, éste último se debe resaltar, ya que cuando mayor sea la posibilidad de recuperar el dinero que se presta, menor será el costo a prestar y la tasa de interés. Algunos de estos factores dependen del manejo macroeconómico o de coyunturas de orden político o financiero nacional e internacional.

En resumen, para facilitar el acceso al financiamiento empresarial se debe impulsar el mercado de capitales como fuente alternativa de financiamiento, así como rediseñar un sistema de garantías reales eficiente que reduzca los costos de transacción y que permita una rápida y efectiva recuperación de los créditos.

OBJETIVOS DEL TEMA DE LA TESIS.

Objetivo General.

Analizar la figura jurídica del Fideicomiso como instrumento del proceso de titularización de activos, y por tanto, como fuente alternativa de financiamiento para el empresario boliviano, sin menguar la seguridad jurídica del inversionista.

Objetivos Específicos.

- Identificar la naturaleza jurídica del fideicomiso

- Describir las características del acceso al financiamiento en Bolivia
- Analizar los elementos jurídicos del proceso de titularización de activos bajo la normativa actual.
- Analizar la aplicación del fideicomiso como instrumento de financiamiento en el derecho comparado.
- Identificar los elementos jurídicos necesarios para la aplicación del fideicomiso como fuente alternativa de financiamiento para el empresario boliviano dentro de los procesos de titularización de activos.

HIPÓTESIS DE TRABAJO.

“El fideicomiso como instrumento alternativo de titularización de activos permitirá el acceso efectivo al financiamiento del sector productivo empresarial boliviano.”

Variables.

Independiente.

La figura jurídica del fideicomiso como instrumento alternativo de titularización de activos

Dependientes.

El acceso efectivo al financiamiento del sector productivo empresarial boliviano.

Variable de Enlace o nexo

“ permitirá ”

Unidades de Análisis.

Se analiza la figura jurídica del fideicomiso desde el punto de vista del derecho comparado teniendo presente su carácter financiero dentro del contexto de titularización de activos.

Nexo Lógico.

El nexo lógico de las variables es que la utilización del fideicomiso en el proceso de titularización de activos “permitirá” el acceso efectivo al financiamiento para el sector productivo empresarial boliviano, entendiéndose por “permitir el acceso efectivo” la viabilidad de que el proceso de titularización de activos sea, desde el punto de vista jurídico, realmente una operación de financiamiento.

MÉTODOS Y TÉCNICAS DE INVESTIGACIÓN.

Métodos.

Generales.

La investigación es de tipo descriptivo y cualitativo.

Es de tipo descriptivo porque se analizan las variables de la hipótesis planteada tal como son o están, sin manipular ningún factor que las afecte.

Y, es de carácter eminentemente cualitativo porque con el objetivo de analizar la efectividad de la utilización de la figura jurídica del fideicomiso, como instrumento alternativo de titularización de activos para el acceso al financiamiento del sector empresarial privado; la información obtenida tiene más valor por su calidad, que por su cantidad, al ser un estudio predominantemente jurídico doctrinal.

En este contexto, los métodos de investigación científica a utilizarse son el método de observación sistemática, el deductivo y el inductivo.

La observación sistemática es un método que permitió sistematizar las observaciones realizadas en la documentación obtenida de Instituciones correspondientes respecto a la evolución del acceso al financiamiento del sector empresarial boliviano y, respecto a las características de los procesos de titularización de activos en nuestro país.

El método Deductivo se utiliza por cuanto con base a esta sistematización se dedujo y sintetizó las características de estos procesos en nuestro país, que permitió contextualizar el análisis jurídico de la figura del fideicomiso

El método inductivo se aplica en el análisis de la información obtenida en los estudio de caso sobre los procesos de titularización aplicados actualmente en empresas privadas elegidas, induciendo las conclusiones de unidades específicas individuales al sector empresarial privado en general.

Específicos.

Como métodos específicos de la ciencia jurídica se utilizó el método de lógica jurídica, gramatical y el método dogmático.

Se aplica el método gramatical para desentrañar el significado jurídico y operacional de la figura jurídica del fideicomiso.

El método dogmático permitió realizar la interpretación sistematización y categorización de la institución jurídica del fideicomiso, dentro de la doctrina y en el actual contexto normativo.

Y, el método de la lógica jurídica porque aunada a la información empírica, recolectada con técnicas de investigación permitirá determinar las posibles soluciones al problema planteado para su aplicación en la realidad.

TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE INVESTIGACIÓN.

Las técnicas que se utilizaron para esta investigación son: entrevista, estudio de caso y revisión documental.

La entrevista y el estudio de caso se utilizó para la obtención de información en fuentes primarias.

Las entrevistas se realizaron a personalidades de Instituciones encargadas de titularización de activos y al personal ejecutivo de las empresas elegidas para el estudio de caso, utilizando una guía cuestionario de preguntas abiertas y cerradas.

La técnica de estudios de caso se utiliza con el fin de analizar el funcionamiento real de los procesos de titularización de activos en nuestro país para ello, se eligieron por lo menos dos empresas como unidades típicas de análisis que realizaron procesos de titularización utilizando como instrumento el fideicomiso, considerando como factor de elección la representatividad en monto y los resultados exitoso o de fracaso.

La técnica de revisión documental se utiliza para la obtención de información de fuentes secundarias, con la realización de fichas bibliográficas por tema, de la información obtenida en libros, documentos, memorias e informes y la revisión de información en documentos publicados en Internet sobre el tema tratado en los países elegidos con legislación similar a la de nuestro país.

PARTE II
DESARROLLO DEL DISEÑO DE LA PRUEBA

INTRODUCCION

La problemática de la falta de acceso al financiamiento para el empresario privado boliviano, se expresa en amplias investigaciones tanto desde el punto de vista de la política económica relacionada a objetivos de desarrollo económico como desde el punto de vista de los riesgos para el sistema financiero. Por el lado de política económica es imprescindible facilitar el acceso al financiamiento a través de la inversión productiva, compra de activos de capital y de operaciones sustentan el aparato productivo del sistema económico permitiendo el crecimiento y desarrollo económico del país; mientras que por el lado del sistema financiero se privilegia el análisis de mantener la estabilidad del mismo a través de una política de análisis de riesgos y cobertura de los créditos concedidos por las instituciones crediticias, en este ámbito es que se crea a nivel nacional un instrumento financiero que es el de la titularización de activos, cuya regulación originada en el ámbito del sistema financiero bancario, se manifiesta en un sesgo de protección a los inversionistas financieros (que en el ámbito financiero principalmente se constituyen en el ahorro nacional), no considerando los riesgos de parte de los inversionistas productivos, es decir, del sector empresarial que necesita financiamiento principalmente cuando se trata de que el empresario quiere titularizar bienes tangibles. Esta problemática es la que motiva la presente investigación que tiene como propósito analizar la efectividad de la utilización de la figura jurídica del fideicomiso, como instrumento alternativo de titularización de activos para el acceso al financiamiento del sector empresarial privado nacional, basándose en la experiencias en la legislación comparada.

El análisis se inicia con el marco histórico en los que se establecen las características del acceso al financiamiento en América Latina, las causas de

restricción al acceso al financiamiento, el papel de las leyes en el acceso al financiamiento y el papel de la titularización en Bolivia en el acceso al financiamiento para el sector empresarial boliviano.

Seguidamente, en el marco teórico se presentan los antecedentes, características, elementos ventajas y desventajas de la titularización de activos así como los conceptos fundamentales utilizados en la presente investigación, a su vez que se presenta el concepto, naturaleza jurídica, elementos , formas y clasificación del fideicomiso en la doctrina así como en el ordenamiento jurídico nacional.

En el marco jurídico se analiza en detalle la regulación nacional respecto a los procesos de titularización de activos, así como los conceptos y regulación de la administración de riesgos, la calificación crediticia, riesgo o rating, en los procesos de titularización de activos.

Ya en el marco practico se analiza y compara el tratamiento de los procesos de titularización en la legislación comparada, y se realiza, a través de estudio de casos, lógica jurídica, inducción y deducción el análisis jurídico del uso del fideicomiso como instrumento alternativo en el proceso de titularización de activos para la efectividad en el acceso al financiamiento en Bolivia, análisis que permitió comprobar la hipótesis planteada en el sentido de que la figura jurídica del fideicomiso genérico regulado por el código de comercio boliviano, con algunas especificaciones sobre su finalidad y operatividad se constituye en un instrumento alternativo para realizar los procesos de titularización, y que a diferencia del actual instrumento jurídico de cesión irrevocable de activos a la Sociedad Titularizadora, otorga la seguridad jurídica a los inversionistas y a las empresas originadoras, es decir, permitiría el acceso efectivo al financiamiento del sector empresarial boliviano, principalmente cuando se trata de titularización de bienes tangibles

Para finalmente presentar las conclusiones y recomendaciones que se extrajeron en la realización de la presente investigación.

CAPITULO I
MARCO HISTORICO

1.1. CARACTERISTICAS DEL ACCESO AL FINANCIAMIENTO EN AMERICA LATINA

Debido al gran aporte que tienen para la economía Latinoamericana las pequeñas y medianas empresas, diversas instituciones tales como el Banco Mundial se han preocupado de realizar investigaciones sobre las necesidades más apremiantes del sector con el fin de satisfacerlas para que a través de su crecimiento, permitan el desarrollo económico de los países a los que pertenecen.

De esta manera, los pequeños y medianos empresarios identifican la falta de acceso al crédito como uno de los obstáculos más importantes para desarrollar sus empresas. La Encuesta Mundial de Ambiente Empresarial (WBES) realizada por el BM en 2000 marca que, en un plano global, las restricciones al financiamiento constituyen el obstáculo más grave, seguido de la inflación, los impuestos y regulaciones, y la inestabilidad política. Las principales carencias respecto del financiamiento radican en las elevadas tasas de interés, la falta de acceso a créditos de largo plazo, y las dificultades asociadas a la constitución de garantías.

El sistema financiero es fundamental para el desarrollo. Existe amplia evidencia en Latinoamérica y el Caribe (ALC) de la relación directa entre tamaño, estabilidad y diversidad (diferentes combinaciones de riesgo/rendimiento que cubran el espectro de vencimientos/plazos) del sistema financiero con el crecimiento y desarrollo económico.¹ Además, se aprecia una escasa diversificación en los que respecta a la oferta de crédito²

¹ Banca de desarrollo: condiciones para una gestión eficiente” Antonio Vives (2005). Crisis de crédito es aquella situación en la cual el crédito se contrae a consecuencia de que lo que repaga el sector privado a la banca es superior a lo que lo que la banca le presta

² Banca de desarrollo: condiciones para una gestión eficiente” Antonio Vives (2005)

La encuesta realizada a fines de 2004 por el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) y la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN) permite concluir que el crédito hacia las PYMES en la región se concentra en operaciones de corto plazo destinadas, básicamente, a financiar capital de trabajo. Entre los principales obstáculos identificados para otorgar crédito se destacan las dificultades para cumplir con los requisitos planteados por los bancos para otorgar el financiamiento (balances, garantías, informes comerciales, proyección de flujos de fondos, etc.) y la informalidad con la que llevan adelante su actividad.

En Argentina, México y Bolivia³ menos de la mitad y un tercio de las PYMES han accedido al crédito bancario. Las altas tasas de interés, las exigencias para constituir garantías, y la falta de acceso a financiamiento de largo plazo constituyen los principales problemas identificados por parte de las PYMES. La falta de financiamiento de largo plazo dificulta la inversión por un lado y contribuye a un apalancamiento peligroso cuando las PYMES se ven obligadas a financiar sus inversiones de largo plazo con créditos de corto plazo.

En este entendido, y por las restricciones señaladas desde 1990, se ha producido el fenómeno de la informalización del crédito, fenómeno que consistió en que se proliferaron entidades no bancarias que flexibilizaron las garantías y requisitos y que facilitaron el acceso al financiamiento de las PYMES (Ej. ONG crediticias, y cooperativas de crédito) de esta manera la legislación tuvo que ampliar su cobertura y se incluyeron no solo entidades bancarias sino también todas las entidades financieras; Bolivia lo hizo a través de la promulgación de la Ley de Bancos y Entidades Financieras (Ley 1488, del 14 de abril de 1993). Sin embargo, el financiamiento de instituciones financieras no bancaria no resolvió

³ Acceso de las Pequeñas y Medianas Empresas al Financiamiento. BID (2002)

los problemas de acceso de las PYMES, porque nuevamente los financiamientos solo se realizaban a corto plazo y no a largo plazo, como necesidad imperiosa de estas empresas, de esa manera se crearon fuentes de financiamiento a través del mercado de capitales, es decir a través de la emisión de títulos valores.

Sin embargo, en Latinoamérica el mercado de capitales, ha tenido una incidencia marginal en el financiamiento de las PYMES, lo cual se inserta en un contexto que muestra un débil desarrollo del mismo en la mayoría de los países de la región. Si bien a partir de la década del 90 se dispone de una importante oferta de recursos, consecuencia de una serie de reformas impulsadas a nivel de los mercados financieros que determinó la aparición de diferentes inversores institucionales (Fondos de Pensiones, Aseguradoras, Administradoras de Fondos de Inversión, a los que se suman los recursos de inversores individuales) han existido dificultades para canalizar el ahorro hacia el financiamiento de la inversión (dentro de las que puede ubicarse la relacionada a las PYMES). La presencia del sector público como demandante de fondos, las regulaciones, y aspectos relacionados al funcionamiento del mercado constituyen elementos que explican la referida situación.

1.2. CAUSAS DE RESTRICCIÓN AL ACCESO AL FINANCIAMIENTO

En este sentido, el Banco Mundial ha identificado que entre los factores que explican estas restricciones se encuentran la protección imperfecta de los contratos de crédito (lo cual se relaciona a la protección de los derechos de acreedores), las fallas en los sistemas de garantías, y los aspectos relacionados a las asimetrías en la información (que generan los problemas de selección adversa y riesgo moral) y los costos fijos de los préstamos; los efectos de estos

dos últimos elementos se sienten con mayor intensidad en las PYMES a consecuencia de su menor tamaño y escala de producción.

a) La protección imperfecta de los contratos de crédito.- Implica dificultades en su cumplimiento y permite al deudor, a través del incumplimiento, recuperar parte de los activos involucrados en la actividad o proyecto objeto de financiamiento. Las dificultades para cumplir con los contratos de crédito de acuerdo a los estudios de La Porta et al. (1997, 1998), Galindo y Micco (2001) y Kaufman, Krauf, y Mastruzzi (2003), están relacionadas a la protección de los derechos de acreedores, elemento que comprende al conjunto de leyes e instituciones relacionadas a este proceso. En estos estudios se concluyó que los derechos de acreedores están menos protegidos en ALC que en otras regiones. Siendo que Argentina, Bolivia, Brasil, Ecuador, Honduras, y Paraguay presentan niveles sensiblemente inferiores a los de los países de la OCDE y de otras economías emergentes.⁴

Sí se consideran otras variables relacionadas al entorno institucional que influyen los contratos de crédito (dentro de las que se encuentran la duración de los procedimientos de bancarrota, la eficiencia del sistema judicial, y la protección de los derechos de propiedad) los países del ALC también están por debajo de otras regiones. En países en los que el valor del índice de protección de los derechos acreedores es bajo las empresas pequeñas obtienen un volumen de crédito mucho menor que las empresas grandes. En la mayoría de los países de ALC las leyes no están diseñadas para proteger los derechos de acreedores; sin embargo si lo estuvieran garantizar esos derechos seguiría siendo dificultoso y de alto costo dadas las fallas en los sistemas de garantías. Las mismas se centran en la lentitud y dificultades en su ejecución, aspectos que se relacionan a la eficiencia del sistema judicial.

⁴ Foro Económico Mundial 2003. Extraído de IPES 2005, Cap. 12 "El papel de las instituciones económicas y financieras

b) Las garantías.- constituyen un elemento clave de los contratos de crédito ya que disminuye los incentivos de quienes reciben financiamiento para dejar de cumplir sus obligaciones, incrementa los incentivos para dedicar esfuerzo al proyecto o actividad objeto de financiamiento, y reduce el costo de quiebra para los bancos. Las garantías ayudan a resolver una serie de problemas que se presentan en los contratos financieros a consecuencia de la información asimétrica entre prestatarios y prestamistas y la incertidumbre respecto del rendimiento del proyecto. Por ejemplo si el valor de la garantía es menos incierto que el rendimiento esperado del proyecto, dar un activo en prenda reduce los problemas de valoración asimétrica y el costo del crédito. Asimismo la garantía puede reducir el racionamiento al proporcionar información acerca de los prestatarios y el proyecto, ya que los empresarios con proyectos riesgosos optarán por no constituir garantías.

Si las leyes e instituciones que rigen la constitución y ejecución de las garantías son claras, transparentes, y bien administradas, diversas clases de activos tales como bienes inmuebles, (tierras, viviendas, edificios de oficina y fábricas que son utilizados en estructuras jurídicas denominadas hipotecas), activos mobiliarios (derechos contractuales, cuentas por cobrar, existencias, vehículos, y flujos futuros) y activos externos pueden ser utilizados como garantía. Precisamente otro de los problemas relacionados con las garantías en ALC se centra en la escasa variedad de activos que pueden ser utilizados para constituir garantías. Estos se limitan a bienes inmuebles y específicamente a bienes raíces; la utilización de bienes muebles es dificultosa, situación que, en parte, es consecuencia de que las definiciones de las garantías en las normas y reglas no abarcan a esos activos.

c) La información asimétrica.- Implica que quien recibe financiamiento tiene mayor información respecto del intermediario o inversor. Este factor ocasiona

los problemas de selección adversa y riesgo moral, los cuales adquieren mayor relevancia a nivel de las PYMES. La selección adversa es un problema antes de que se produzca la transacción, y ocurre cuando los futuros deudores resultan ser los más probables candidatos a una decisión errónea, establece que algunas empresas no recibirán el crédito que quisieran a la tasa de interés de equilibrio. El problema de riesgo moral se produce después de que se efectúa la transacción y es la posibilidad de que el deudor desarrolle comportamientos no deseables desde el punto de vista de quien invirtió, así mientras más se financiamiento obtenga el prestatario menos esfuerzo pondrá para el éxito del proyecto; conociendo esto el prestamista establece límites en el otorgamiento de sus créditos; nuevamente las empresas más pequeñas son las que sufren las restricciones de crédito en mayor medida.

1.3. EL PAPEL DE LAS LEYES EN EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO

Con todo lo analizado se concluyó que para mejorar el acceso a financiamiento por parte de las PYMES principalmente se deben fortalecer los derechos de acreedores (es decir de aquellos que invierten u otorgan financiamiento).

El fortalecimiento de los derechos de acreedores pasa por la consideración de tres elementos: la normativa, la fortaleza de las instituciones que deben dictar y controlar su cumplimiento, y la eficiencia del sistema de garantías.

Las leyes y el rigor con que se aplican son elementos críticos en la determinación de los derechos de acreedores y en el funcionamiento del sistema financiero. Las instituciones han sido objeto de considerable atención en los últimos años siendo una de las causas básicas del desempeño económico a largo plazo. En términos generales constituyen las “reglas de

juego de una sociedad”; en términos más formales, son las restricciones que se han establecido para configurar las interacciones humanas.

Muchos estudios empíricos respaldan la idea de que la adopción permanente y la aplicación de normas jurídicas claras para proteger a los acreedores tienen un efecto positivo sobre los mercados financieros. Es por eso que en los países del ALC, entre ellos Bolivia, se han realizado una serie de reformas en los últimos 15 años para fortalecer el sistema financiero, de esta manera y de acuerdo a los Consejos del Comité de Basilea se ha procedido a una mayor liberalización de los mercados y se han efectuado modificaciones en lo que respecta a las actividades de regulación y supervisión, dando mayor cobertura y jurisdicción, en Bolivia a la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF) ahora denominada Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), que ha permitido la adaptación de la regulación a la aceleración de la innovación financiera, la mayor complejidad de la actividad financiera (debido a la aparición de los conglomerados y de la creciente internacionalización de la banca y otros servicios financieros), y la mayor demanda para fortalecer la regulación y supervisión financiera.⁵

Entre los objetivos de la Institución supervisora los principales son : la protección del consumidor (es decir de quien invierte o coloca su dinero en las instituciones financieras), preservar la estabilidad del sistema, y estimular la eficiencia del mismo.

La eficiencia de los sistemas de garantías es el otro elemento a considerar para mejorar la protección de los derechos de acreedores y se relaciona a la eficiencia del sistema judicial. A su vez existe escasa flexibilidad respecto de la clase de activos que pueden ser utilizados los cuales se limitan a los bienes

⁵ The rationale for integrating financial supervision in Latin America and the Caribbean”. E. Demaestri F. Guerrero (2003).

inmuebles (en particular bienes raíces)⁶. Un marco para constituir garantías que funcione de forma adecuada comprende, básicamente, tres elementos: A) Disponer de un registro eficiente de la propiedad B) Tener reglas claras que defiendan los derechos de propiedad con relación a los activos colocados en garantía C) Tener un conjunto de disposiciones que puedan llevarse a la práctica e instituciones eficientes que permitan al acreedor requisar los activos dados en garantía de forma ágil.

Respecto del tercero de los elementos estudios del banco mundial han considerado la utilización de mecanismos legales tales como Fideicomiso de Garantía, el Warrant, y las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) que permiten nuevas alternativas, mayor flexibilidad, y mayor rapidez en la ejecución en la operativa de las garantías.

Por tanto, el papel fundamental de las leyes en el ámbito financiero actualmente es el de identificar los mecanismos de regulación para un acceso al financiamiento de las empresas efectivo, es decir una regulación en el que se proteja los derechos de los acreedores a tiempo que se satisfaga las necesidades de financiamiento de los empresarios sin afectar sus derechos ni capital.

1.4. LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA Y SU PAPEL EN EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO.

En el contexto descrito a nivel de Latinoamérica y el Caribe, Bolivia al igual que muchos otros países de la región con el fin de ampliar y mejorar el acceso al financiamiento de las empresas, a tiempo de desarrollar el mercado financiero y de valores, se plantea el reto de generar una adecuada oferta de instrumentos que satisfagan las necesidades de los inversionistas y permitan facilitar la

⁶ Foro Económico Mundial (2003). Extraído de IPES 2005. 12 "El papel de las instituciones económicas y financieras

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

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

Con los anteriores objetivos, se han expedido una serie de normas que posibilitan la estructuración de procesos de titularización a partir de una diversidad de bienes o activos, entre ellos cartera hipotecaria. Es importante resaltar que el modelo regulatorio adoptado en Bolivia corresponde al colombiano, debido al especial éxito de esta figura en ese país. Sin embargo, fue necesario incorporar una serie de ajustes que permitieran su adaptación de conformidad con las condiciones particulares del mercado boliviano.

En el contexto normativo actual. La titularización en Bolivia, pese a estar considerada como un mecanismo de financiamiento según la definición en la **Ley de Mercado de Valores**: Titularización es 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. La Titularización, como mecanismo de financiamiento, permite a una entidad o empresa 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, **actualmente la titularización en Bolivia es considerada como una transacción financiera y no como un préstamo por cuanto se constituye un patrimonio autónomo, a través de la cesión absoluta de bienes es una transferencia absoluta del dominio de bienes del originador (prestatario) a la sociedad de titularización.** El carácter

definitivo e irrevocable de estas transferencias que hace el originador, es una característica esencial de los procesos de titularización en Bolivia. De esta manera, la cesión no puede ser objeto de anulaciones posteriores por causa alguna, tales como los vicios de la voluntad, o por lesión, o por excesiva onerosidad de la prestación y causales similares. Por esta vía se logra total confianza de los inversionistas, cuyos derechos estarán a salvo de acciones rescisorias, de nulidad u oposiciones y excepciones que puedan formularse, sea por el mismo originador o por terceros.

En este entendido, si bien la normativa desarrollada protege íntegramente los derechos de los acreedores (inversionistas) la posición de las empresas que se financian a través de este mecanismo es insegura ya que éstas tienen la intención de prestarse y que sus bienes queden en garantía, pero no transferir absolutamente sus bienes, en ese sentido, esta figura deja de ser un mecanismo que amplíe el acceso al financiamiento para las PYMES.

Finalmente, se debe considerar que si bien es cierto que en Bolivia se encuentra ya un marco legal y reglamentario para la figura de titularización, también es cierto que esta figura no ha tenido las repercusiones previstas en el mejoramiento y/o ampliación del acceso al financiamiento principalmente para las MYPES⁷. Lo anterior implica necesariamente la exigencia por parte de las personas involucradas en este proceso, consistente en analizar y aplicar instrumentos financieros que permitan tanto regular y fortalecer el derecho de los acreedores (inversionistas) como satisfacer las necesidades y prevalencia de los derechos de las empresas que acuden a financiarse a través de la titularización, para poder lograr que los esfuerzos en la implementación de la figura sean exitosos.

En este entendido es que la presente investigación analizará la posibilidad de utilizar la figura jurídica del Fideicomiso bajo la normativa vigente, para efectuarse un proceso de titularización a fin de que este mecanismo se constituya en un instrumento para el acceso al financiamiento de la empresa boliviana.

⁷ Pagina web: www.bbv.com.bo

PARTE III
MARCO TEORICO CONCEPTUAL

CAPITULO II

LA TITULARIZACION DE ACTIVOS

2.1. Antecedentes y Generalidades

A medida que el tiempo transcurre, el sistema económico desarrolla nuevos tipos de negocios y transacciones. Esta evolución se acentúa aun más en el sistema financiero, donde constantemente emergen nuevas variantes en el aspecto de generación de financiamiento y propuestas innovadoras para quienes deseen invertir. Como resultado de estas necesidades surge, entre otras opciones, la Titularización de Activos.

La Titularización de Activos ha alcanzado un desarrollo considerable en diversos países del mundo. Se ha utilizado en Estados Unidos de América, Inglaterra, España, Francia e incluso en países latinoamericanos como México, Chile, Perú, Bolivia, Colombia, Argentina y Ecuador. En las legislaciones de diversos países, la Titularización se ha convertido en un mecanismo financiero de alta importancia con tratamiento propio. Diversos autores estiman que el origen contemporáneo de la aplicación de la Titularización de Activos se encuentra en los Estados Unidos de América. En ese país, si bien en la década de los años treinta se emitieron por primera vez los denominados "*asset backed securities*" (activos titularizados), no es sino hasta la década de los años setenta cuando se marca el origen de la "Titularización", conocida en el derecho anglosajón bajo la denominación "*securitization*".

Se origina con el respaldo del "*Government National Mortgage Association (GNMA)*" con la emisión de los certificados "*Ginnie Mae*" los cuales representaban una parte proporcional de un portafolio de hipotecas, que

otorgaba al inversionista el derecho de participación sobre los ingresos y pagos del principal, respaldados por las garantías hipotecarias. De igual manera Se desarrolló el "G.,v,M.A Pass-Through"Z, consistente en un título garantizado con préstamos hipotecarios de viviendas originados en la *Federal Housing Administration (F.RAI* y la *Veterans Administration (V.A.)*⁴. Esta entidad federal aseguraba el pago puntual del capital y la renta adeudados a los tenedores de los títulos o certificados de participación, sobre el activo en cuestión.

Surge la interrogante en torno a la razón que dio origen al nacimiento de este nuevo proceso denominado titularización, y lo que se dice es que tuvo su inicio debido a las dificultades financieras experimentadas por la "savings and loans associations"s para mantener carteras Es una corporación gubernamental a la que se le concedió el uso pleno del crédito del gobierno para promover el mercado hipotecario. Es conocida como Ginnie Mae. Títulos garantizados por el *Government National Mortgage Association* cuyo pago de intereses y capital principal corresponden a los inversionistas. Agencia Federal que asegura a los prestamistas contra pérdidas derivadas de créditos hipotecarios de viviendas. Fue fundada en 1934 como respuesta a la gran depresión. Se ocupaba de hipotecas renovables de corto plazo de 3 a 5 años, o aquellas que pagaban únicamente intereses, amortizándose totalmente el préstamo a su vencimiento, ofreciendo un seguro para los inversores. Un seguro que garantiza el pago de las garantías hipotecarias. Una institución financiera gubernamental cuyo principal negocio es aceptar depósitos de los consumidores y crear hipotecas.⁸crédito hipotecario de mediano y largo plazo, cuando en el mercado predominaba la captación de depósitos a mediano plazo.

⁸ Roberto González Torre, La Titularización de Activos a la Luz de la Ley del Mercado de Valores, Ecuador, 2001

De igual manera, la historia revela que la Titularización surgió como consecuencia de las altas tasas de interés en el otorgamiento de créditos y la necesidad de las entidades financieras de reducir costos para la obtención de fondos. Por este motivo, muchos préstamos se transformaron en instrumentos negociables, a los que se denominó Titularización del crédito. Así nacieron los títulos de deudas respaldados, es decir, garantizados por un activo real. Con posterioridad, en Estados Unidos fueron creadas otras instituciones emisoras de títulos valores respaldados con garantías hipotecarias. Estas instituciones fueron la *"Federal National Mortgage Association"*,⁹ conocida como *"Fannie Mae"* y la *"Federal Home Loan Mortgage Corporation"* o *"Freddie Mac"*. A los títulos emitidos por *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* y *Freddie Mac*, se les conoce colectivamente como *"agency pass - through securities"*. A ese proceso se incorporaron posteriormente los bancos comerciales, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda y otras entidades autorizadas. Estas entidades titularizaron otros activos, tales como hipotecas sobre viviendas, créditos con garantías hipotecarias, créditos de cartera automotriz, créditos por consumos de tarjeta de crédito, créditos originados por arrendamientos y otros.

Los títulos desarrollados por conductos privados sin garantía del Gobierno, se los denomina *"private label pass - through securities"*. Ejemplos de éstos son: *Citima* (subsidiaria de Citicorp), *Bear Stearns Mortgage Capital Corporation*, *Residential Funding Corporation* (subsidiaria de *Salomon Brothers*), *P.B.S. Mortgage Corporation* (subsidiaria de *First Boston*) y *Sean Mortgage Securities Corporation*.¹⁰

⁹ Una agencia patrocinada por el Gobierno Federal con acceso al crédito del Tesoro y cuyo objeto era crear un mercado secundario líquido para los créditos asegurados provenientes de F.H.A y la VA. Se le conoce como Fanny Mae

¹⁰ Agencia no se limita únicamente a departamentos u organismos independientes del gobierno federal sino que incluye cualquier departamento, establecimiento o autoridad independiente de los Estados Unidos de América o una corporación en que el Gobierno tenga un interés, a menos que el concepto sea limitado a tal rubro.

Posteriormente en 1971 la "*Federal Home Loan Mortgage Corporation.*" ("*Freddie Mac*") agente del Gobierno Federal, desarrolló los denominados "certificados de participación", siendo la década de los años ochenta la que determinarí­a la expansión de la "titularización o securitization" en los Estados Unidos de América. Existen experiencias de titularización en Inglaterra, Francia, Italia y España. De forma selectiva y específica se han realizado procesos también en Australia, Suiza, Austria, Suecia y Canadá.¹¹

2.2. DEFINICIÓN Y NATURALEZA

En primer lugar hay que indicar que el término Titularización o titularización es un concepto importado de la lengua anglosajona, siendo una traducción del término "securitization" o "securitisation" que deriva del inglés "security" (título - valor¹²); sin embargo, se han ensayado otras denominaciones, de acuerdo a lo observado en las legislaciones de diferentes países ¹³; diversos términos tales como titularización, valorización, titrisation, bursatilización, securitización, titulación entre otros, han sido acuñados a fin de identificar el mismo fenómeno o proceso de innovación financiera.

Existen diferentes definiciones de Titularización. Sin embargo, éstas no son divergentes-entre sí, sino por el contrario, en muchos casos se complementan. Para mejor conocimiento se mencionan algunas de ellas, desarrolladas por especialistas en el tema:

Para el autor Carlos Raviglione, la Titularización o securitización para quienes que prefieren el anglicismo, "*es un mecanismo financiero que permite utilizar*

¹¹ Gonzalez Torre, op. cit

¹²Documento negociable que acredita los derechos de su tenedor legítimo y las obligaciones del emisor mismo. Incorpora derechos de crédito, participación, tradición o representativos de mercadería

¹³ Steven L. Schwarcz, "The Alchemy of Asset Securitization". 1994. Cita tomada de Almoguera Gómez, Angel, La Titularización Crediticia. Editorial Civites. Madrid.1995

carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el Mercado de Capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen; básicamente es la afectación de un crédito a un título".

Por su parte, el autor colombiano Juan Carlos Varón Polomino, afirma que la Titularización es *"una operación jurídica compleja que tiene por finalidad la movilización de diversas clases de activos mediante la emisión y colocación de nuevos títulos (llamados "títulos movilizados") representativos de derechos sobre los activos objeto de movilización, así como la administración de los activos movilizados y el cumplimiento oportuno de las prestaciones incorporadas en los valores emitidos con ocasión del proceso".*

El autor ecuatoriano Roberto González Torre comenta que a efecto de vincular la explicación con los elementos subjetivos que integran la relación jurídica, debe quedar claro que *"la titulización o titularización es un acto jurídico complejo mediante el cual ciertos bienes, corporales o incorporales son transferidos por parte de su originado, para que con base a un esquema legal específico, un agente de manejo emita valores que representen los bienes que han sido transferidos"*¹⁴.

Los autores Silvio Lisoprawsky y Claudia Kiper, opinan que la Titulización de activos consiste en el "agrupación" de préstamos para su transformación en valores mobiliarios, como un "rediseño" mediante el armado de paquetes"- del flujo de caja que generan individualmente los activos reunidos con el propósito señalado¹⁵.

Desde la perspectiva de sus objetivos, Armando Sanmiguel, en su obra "Titulización de Activos: Experiencia Colombiana", la titulización consiste en la

¹⁴ González Torre, Roberto. Op cit

¹⁵ Martorell, Ernesto Eduardo, Lisoprawsky "Tratado de Los contratos de Empresa". Bs.As

transformación de activos ilíquidos en valores mobiliarios, entendida como una operación financiera, destinada a convertirse en nueva opción de financiamiento.

Martin Paolantonio señala "... consiste en el proceso de convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos en títulos valores... importa el agrupamiento de créditos y su conversi0n a títulos valores, los que se suscriben y son colocados entre los inversores, estando los créditos incorporados a los títulos garantizados por los activos subyacentes y su flujo de fondos asociado.¹⁶

Carlos Villegas ¹⁷ indica : "Se trata de una técnica de financiación que consiste en la representación de activos por medio de títulos negociables, fácilmente transferibles con la transformación de activos financieros inmovilizados, de similares u homogéneas características, que aseguren un flujo regular de fondos, en títulos valores con o sin oferta pública, para ser colocados entre inversores o para garantizar la emisión de títulos de deuda".

Z. Shaw ¹⁸ describe la titulización: "Como el proceso que implica la agrupacion de conjuntos prefijados de préstamos y derechos de créditos (con la debida mejora crediticia) y la venta de estos paquetes a los inversores en la forma de valores que son respaldados por los activos subyacentes y la corriente de rentas asociada a los mismos..."

Una de las definiciones más técnicas encontradas es la de F. Fabozzi y F. Modigliani ¹⁹ : "La financiación tradicional es suplantada por un sistema en el que operaciones individuales (activos crediticios en el balance de las entidades)

¹⁶ Martin E. Paolantonio. "Fondo Comunes de Inversión". De Palma. Bs. As

¹⁷ Villegas, Carlos. "Operaciones Bancarias

¹⁸ Mencionado por Almoguera Gómez, Angel, "Titulización Crediticia".Civitas, Madrid, 1995

¹⁹ F. Fabozzi y F. Modigliani, "Mortgage and mortgage-backed securities markets", Harvard Business School Press, Boston, 1992, pp. 2-3. Mencionado por Almoguera Gómez, Angel, "Titulización Crediticia

son agrupadas y empleadas como colateral para la emisión de valores negociables. A partir de la experiencia de la titulización en el ámbito hipotecario, la ingeniería financiera puede reconducir los flujos procedentes del paquete titulado para servir a la emisión de valores que atienden mejor la demanda de activos y pasivos de inversores institucionales".

Almoguera ²⁰ indica que es "El proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, que son cedidas básicamente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos

Se considera prudente en este momento delimitar y aclarar el concepto del término "activo ilíquido" ya que es trascendental para efectos de esta tesis. El concepto de "liquidez" tiene varias acepciones, una se relaciona con la capacidad que tiene una persona jurídica o individual para hacer frente a sus pasivos a corto plazo. otra a la capacidad del mercado de un determinado título de absorber papel y emitirlo a precio razonable; otra referente a la cualidad que tiene un bien o un valor para convertirse en efectivo sin una pérdida significativa de su valor o *a la capacidad de convertirse rápidamente en dinero. Normalmente los activos de una empresa son considerados como líquidos cuando están en las partidas de caja o valores cotizables. es sinónimo de realizable.*²¹ El concepto de liquidez que interesa para comprender lo relativo a un "activo ilíquido" se enmarca dentro de este último rubro, en el sentido que la iliquidez de un activo no se relaciona con los fondos que éste se vea imposibilitado de generar, sino más bien, a la realización dificultosa a la que se

²⁰ Almoguera Gómez, Angel, "Titulización Crediticia".Civitas, Madrid, 1995

²¹ Diccionario de Administración y Finanzas, Océano, Centrum, Barcelona 1995

enfrenta, al no poseer la cualidad necesaria para convertirse en efectivo sin perder significativamente su valor.

En consecuencia la liquidez o iliquidez de un bien no se relaciona con el flujo de caja que generan ya que "flujo de caja" *es la renta neta de una organización más amortizaciones, mermas, provisiones para reservas que constituyen deducciones contables no pagadas, de hecho por caja*, concepto distinto la realización o no realización de los mismos. Todo lo anterior se ilustra a continuación con un ejemplo: Una sociedad tiene una bodega que la ha dado en arrendamiento a un arrendatario que le paga cuotas mensuales por el uso y goce de la misma y lo hará durante cinco años. Ocurre que la compañía pretende obtener liquidez (es decir, capacidad para hacer frente a sus pasivos de Corto plazo) a partir de ese activo ilíquido (la bodega, que no tiene la cualidad para convertirse en efectivo sin perder significativamente su valor), que genera flujo de fondos (las rentas). La sociedad analiza las distintas formas a partir de las cuales puede obtener liquidez (endeudamiento bancario, emisión de obligaciones, emisión de acciones). Luego de su análisis se da cuenta que todos los mecanismos estudiados significan la creación de pasivos o la representación de títulos de capital que, por lo tanto, son de cargo patrimonial. Luego del correspondiente análisis, opta por iniciar un proceso de "Titularización" de un activo que le permita contar con la liquidez actual de las rentas ("valor presente de los flujos futuros"), descontando o estableciendo un premio en favor del inversionista, siempre a partir de emisión de un título que contendrá un plazo determinado, que no necesariamente será el mismo de las cuotas, que son mensuales. En respaldo del pago en favor de los inversionistas, la sociedad transferirá el dominio de la bodega y estudiará la constitución de ciertos mecanismos de garantía.

Según la opinión de Steven Schwarcz, la titulización es una forma de acelerar el ciclo del flujo de caja de distintos activos, agrupándolos y creando con ellos estructuras convenientemente aisladas que aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento, que se alcanzarán mediante la colocación de títulos-valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes.

Se puede afirmar que la securitización (financiación por medio de la emisión de títulos valores) es el resultado de un cuidadoso proceso. Una de las características principales del mismo es la agrupación de activos. Estos serán afectados al pago del capital e intereses, por lo que a su vez deben generar o tener otra fuente de ingreso ligado al patrimonio garante. Es decir, el titular de los activos los utiliza como respaldo de la emisión de títulos que le facilitarán obtener fondos.

Otra de las características esenciales de la Titularización descansa en el hecho que un conjunto de activos pueda ser aislado a efecto de que sirvan como base de un financiamiento que es independiente de los riesgos de quiebra del originador a un patrimonio autónomo, y de la entidad emisora. Esto es llegar a constituir con dichos activos un patrimonio autónomo e independiente del originador, como del emisor. Característica que será tratada en detalle más adelante.

En virtud de lo expuesto, la Titularización es el proceso de conversión de activos generalmente ilíquidos o poco negociables, que sean siempre generadores de flujo de caja, a activos líquidos, es decir, en valores fácilmente negociables en el mercado. Este proceso nace como un instrumento o mecanismo, por medio del cual se transforman en dinero aquellos activos poco negociables, tales como los créditos con garantía hipotecaria, prendaria o fiduciaria. Esto se realiza por medio de la colocación en el mercado de títulos

valores fácilmente negociables y líquidos, cuyo respaldo descansa en los activos escasamente negociables que han sido titularizados.

En atención a lo anterior se puede indicar que generalmente el proceso suele estructurarse a partir de activos ilíquidos, ya que la finalidad de la titularización es obtener dinero en efectivo hoy, adelantando los ingresos futuros. Así no tendría sentido titularizar un activo de alta liquidez ya que su transformación en dinero se lleva a cabo con cierta facilidad, a diferencia de lo que ocurre con los activos ilíquidos. De este modo, al titularizar los activos ilíquidos, el originador, obtiene dinero de manera inmediata, con base en sus propias potencialidades (sus activos). En un sentido amplio, es un criterio generalizado de distintos autores, que la Titularización es el proceso de "desintermediación financiera", en el sentido que ciertos valores o títulos son emitidos y pueden ser colocados y negociados en el mercado de valores, representando derechos sobre los activos. Por lo tanto, se cuenta con expectativas de percibir sumas determinadas o determinables.

2.3. OBJETIVOS Y ELEMENTOS DEL PROCESO

2.3.1 LOS OBJETIVOS:

La Titularización trae consigo la modificación del mecanismo de financiamiento tradicional, por otro más complejo que conlleva la desintermediación del proceso y a la movilización de activos de baja rotación.

Con base en lo anterior, los principales objetivos perseguidos por el proceso de Titularización de Activos son los siguientes:

- Beneficiar al demandante de fondos con la obtención de, dinero a un costo menor, que el del endeudamiento, sin crearle valores que le signifiquen pasivos

(obligaciones) o cuya solución represente cargo al patrimonio contable (acciones).

- Permitir el contacto directo entre los demandantes de recursos monetarios y los inversionistas.
- Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado, claro está que depende del manejo que se le dé a las variables macroeconómicas del país.
- Tratar de brindarle mayor rendimiento al inversionista, superior al que pueda obtener con inversiones financieras o bancarias tradicionales, Con este mecanismo los intermediarios median pero no asume el riesgo crediticio, ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título. De tal manera que la tasa de rendimiento de los valores emitidos, vía la titularización, resulta favorable para el inversionista gracias a la reducción del costo de intermediación, obteniendo así un rendimiento superior al que obtendría en el sistema financiero tradicional.
- Posibilitar la disminución del costo del endeudamiento para la adquisición de vivienda e inmuebles, bajo la condición de crear otro mecanismo, como la activación del crédito hipotecario con la existencia de inversionistas de largo plazo. En el tradicional esquema de endeudamiento los intermediarios (bancos) asumen los riesgos del crédito, debido a que desembolsan de sus propios recursos, que además de encontrarse sujetos a cumplir con la obligación del encaje bancario, pueden resultar relativamente costosos, en un momento determinado (pago de intereses pasivos). La Titularización busca limpiar o remover los activos del balance de la persona que los transfiere y permitir la separación de determinados activos (créditos) y su afectación como respaldo de los títulos, por lo que el intermediario no asume los riesgos de la emisión ya que

sólo se califica la capacidad de repago de los títulos y no el riesgo comercial de dicha entidad. Así, se parte de la base que el costo de obtención de fondos es directamente proporcional al nivel de riesgo de la entidad emisora, por lo que es lógico decir que a menor riesgo, mejor tasa de interés, es decir, se logra una tasa de interés más baja para los solicitantes de fondos.

- Contribuir al desarrollo del mercado de capital.

2.3.2 LOS ELEMENTOS DEL PROCESO

Con el objeto de diseñar un proceso de Titularización se deben distinguir los elementos subjetivos (los participantes) y los objetivos (los bienes y los valores).

2.3.2.1.Elementos subjetivos:

Los participantes esenciales en el proceso de Titularización son aquellos sin los cuales sería imposible llevar a cabo dicho proceso, por lo que a continuación se describen:

Es la ganancia neta que se obtiene al invertir en un título valor. Toma en cuenta la tasa nominal del documento. al cual debe adicionar la utilidad que se percibe si la compra se hace con descuentos, y restar el pago por concepto de comisiones.

a) El Originador: Es la persona individual o jurídica, nacional o extranjera propietaria de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados. Es la beneficiaria de los fondos que se obtengan de los inversionistas y recibe las utilidades correspondientes a los activos titularizados. El originador, por tanto, es quien debe comprometer la propiedad del activo a efectos de posibilitar la emisión de los títulos (valores) que serán adquiridos por los inversionistas. Es el propietario de una cartera de activos, la cual debe ser transferida como condición necesaria para iniciar el proceso de Titularización.

Esta cartera de activos constituye el respaldo de los títulos valores a negociar. El originador es una persona distinta a la entidad emisora de los títulos.

b) El Administrador o Entidad Administradora: Es aquella que tiene a su cargo el cobro de capital e intereses. Esto es que se dedica a perseguir el cobro de flujos de fondos provenientes del conjunto de activos titularizados, servicio por el cual recibe un cierto porcentaje. El monto recaudado debe ser traslado a la entidad emisora de los valores, con el objeto que ésta a su vez distribuya los intereses y capital a los tenedores de los títulos. Generalmente en países latinoamericanos, el administrador y el originador suelen ser la misma persona, sin embargo, en países como Estados Unidos, éstas suelen funcionar separadamente.

c) La Entidad Emisora o Vehículo de Propósito Especial (VPE): Es la persona jurídica debidamente facultada por la ley para emitir los "valores" que representan el "activo titularizado". Esta entidad tiene a su cargo la recepción de la cartera de activos trasladada por el originador con el fin de emitir títulos negociables. A su vez, es responsable de pagar el rendimiento y capital a los inversionistas. A este participante del proceso de Titularización se le denomina también Vehículo de Quiebra, ya que los inversionistas no se ven afectados por la quiebra que eventualmente pueda sufrir el originador y el emisor. Este último aspecto será analizado en su oportunidad, ya que constituye una de las características principales de la Titularización.

d) El Colocador o Suscriptor: Es el encargado de vender los títulos emitidos por la entidad emisora a los inversionistas interesados.

e) Los Inversionistas: Son las personas individuales o jurídicas, públicas, privadas, nacionales o extranjeras, que adquieren los "valores" resultantes del

proceso de Titularización y que, en consecuencia, asumen el riesgo de inversión.

Asimismo, existen otros participantes los cuales tienen una función que coadyuva al mejor desenvolvimiento del proceso de Titularización de Activos, siendo éstos los siguientes:

f) La Calificadora de Riesgo: Es una entidad especializada en ponderar el riesgo de los valores a negociarse en el mercado de valores, y contribuye a la fijación del precio de los títulos en el mercado. La experiencia mundial enseña que es básico contar con la calificación de una institución con alta credibilidad que analice el proceso para determinar la seguridad de la emisión. De esta manera, permite que el inversionista evalúe el riesgo del título y tome una decisión. Esta institución especializada en el análisis del riesgo, realiza su labor evaluando la calidad del activo, el flujo de caja y la seguridad jurídica, brindando un estudio especializado y consistente respecto de las condiciones de inversión.

g) La Bolsa de Valores: Es el escenario para la negociación de los títulos en mercado secundario. Provee la revisión, la transparencia necesaria para la protección de los inversionistas y a su vez reafirma la publicidad del proceso.

h) La Entidad de Control: Es responsable de fiscalizar el proceso así como de controlar a sus participantes.

i) El Avalista: Es aquel que tiene como finalidad reducir el riesgo crediticio de la emisión. Es generalmente aquella sociedad financiera o aseguradora que está dispuesta a asumir el riesgo de la emisión, y para tal efecto puede constituirse un contrato de seguro como medio de cobertura, o bien se puede crear una carta de crédito.

2.3.2.2. Elementos Objetivos:

a) Los Activos: Se trata de los bienes que pueden ser transferidos por el originador del proceso de Titularización. En general todo bien mueble o inmueble, tanto de naturaleza corporal como incorporal (derechos de contenido económico), pueden ser transferidos con miras a llevar a cabo la Titularización, siempre que los mismos sean generadores de flujo de caja. En ese mismo orden de ideas, se crea un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y posteriormente por los activos y pasivos resultantes del desarrollo del respectivo proceso de Titularización.

Las características de los activos a titularizar: Según el autor Pavel²², no cualquier activo puede ser titularizado, por lo que afirma que las características ideales de los activos a titularizar son: a) Características comprensibles del crédito; b) Patrones de pago bien definidos; c) Flujos de fondos predecibles; d) Vencimiento promedio de al menos un año; e) Bajos índices de demora en los pagos y de incumplimiento f) Amortización integral; g) Diversidad de obligados; h) Alto valor de liquidación.

Asimismo, se establece que se debe dar preferencia a carteras de activos con características de homogeneidad entre sí, debido a que su ausencia dificulta la realización de estadísticas.

b) Los Valores: Los títulos que se emitan como resultado de esquemas de Titularización pueden ser de contenido crediticio, títulos de participación o mixtos. En Titularizaciones los títulos de contenido crediticio son los que incorporan derechos sobre el capital e intereses de acuerdo con las condiciones señaladas en el título. Se asimilan a los títulos de renta fija y los activos que conforman el patrimonio autónomo respaldan el pasivo con los inversionistas. Incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital invertido más el

²² Citado por Martín E. Paolantonio en: "Fondos Comunes de Inversión", Buenos Aires, 1994

rendimiento financiero correspondiente con los recursos del patrimonio aislado. Los títulos de participación, son en los que el inversionista adquiere una parte alícuota del patrimonio autónomo o fondo y participa de las utilidades o pérdidas que éste genere. Se asimilan a títulos de renta variable y se encuentran normalmente en unidades de participación. Los títulos mixtos, dentro del contexto de la Titularización son una mezcla de títulos de participación con títulos de contenido crediticio. Esto es, que pueden contemplar una rentabilidad mínima una máxima o las dos. También pueden incorporar derechos de participación y ser amortizables.

c) Mecanismos de cobertura: Ha quedado claro que los bienes que conforman el patrimonio autónomo representan el medio de pago de cumplimiento de las condiciones contempladas en los títulos valores. No obstante con el fin de brindar mayor seguridad al proceso en caso de insuficiencia de activos que integran el patrimonio aislado, o desfases de los flujos de caja proyectados, se permite introducir o pactar concretamente ciertos mecanismos de cobertura o de seguridad que podrían ser atractivos con miras a disminuir los posibles riesgos. Los riesgos a que está expuesta la Titularización serán expuestos al final del presente capítulo.

Un primer mecanismo de cobertura podría ser la sustitución de activos que es una obligación que asume el originador de sustituir los activos que hayan producido distorsiones o desviaciones del flujo, por otros activos. Los activos sustitutos deben ser de similares o mejores características que los sustituidos, debiendo ser provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio los activos sustituidos.

Un segundo mecanismo es constituir una garantía o aval sobre la emisión de títulos valores. Puede ser constituido por el originador y por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en

favor de los inversionistas. Un tercer mecanismo es la sobrecolateralización de cartera. Esta consiste en que el monto de activos transferidos supere el valor de títulos emitidos. Un cuarto mecanismo es la subordinación de la emisión. Esto significa que el originador suscriba una parte de los títulos emitidos, para el caso de desviaciones del flujo de fondos proyectado, se tomen los fondos que provengan de la parte suscrita por el originador.

2. 4. EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Analizados los temas anteriores y estando claros que el proceso de Titularización de activos consiste en la agrupación de activos a efecto que los mismos sirvan de base para la emisión de títulos valores que serán colocados entre distintos inversores, es necesario que previo al inicio de este proceso el originador analice ciertos aspectos de importancia.

El primer punto de análisis es con relación a la cartera de activos a titularizar. Esta debe generar un flujo de caja que sea estadísticamente predecible, como anteriormente fue indicado. Asimismo, dicha cartera debe contar con un peso económico considerable para que el proceso sea realmente rentable, es decir, se debe evaluar la calidad y el potencial de los activos. Adicionalmente, el rendimiento de tal cartera debe ser más alto de aquél que se pretende pagar a los inversionistas. Como se indicó en su oportunidad, una de las condiciones necesarias para iniciar este proceso, es la transferencia de los activos por parte del originador. Dichos activos son los que respaldan con exclusividad la emisión de los valores por lo que debe existir "irrevocabilidad de la transferencia".

Por otro lado, tanto el costo del financiamiento como los costos del manejo y de la recopilación de información deben ser considerados de igual manera.

Realizado lo anterior, se da inicio al proceso de Titularización evaluando cuáles serían los activos a titularizar a fin de seleccionar correctamente un portafolio

rentable. Para ello se toman en cuenta el tipo de crédito (plazo, amortizaciones), la tasa de interés (fija o variable), la frecuencia del pago de intereses (mensual, trimestral u otro), la calidad de la cartera (antecedentes), la homogeneidad en el activo (pertenecientes a un mismo genero) y los riesgos. Posteriormente, se evalúan todos los documentos que respaldan el portafolio seleccionado, su experiencia y sus proyecciones a fin de determinar y cuantificar los posibles riesgos.

Luego, en atención a los tipos de riesgos que puedan surgir, y de ser únicamente necesarios se implementarían mecanismos de seguridad o de cobertura con base en la suma dineraria disponible. Seguidamente se analizan los estados financieros y el flujo de caja, atendiendo especialmente los aspectos relacionados con el comportamiento y los datos históricos de la cartera, enfatizando en el sistema de amortizaciones, el monto de los intereses, casos de mora y otros riesgos. Todo esto para realizar una proyección del flujo de caja. Acto seguido, se debe definir el tipo de título valor a emitir, ya sean títulos de contenido crediticio, de participación o mixtos. Los títulos de contenido crediticio son aptos para carteras de crédito de flujos predecibles; los títulos de participación son aptos para proyectos de rentabilidad incierta; y los títulos mixtos son aptos para cualquier tipo de activo. No obstante lo anterior, las preferencias de los inversionistas, según el lugar y el tiempo, deben ser tomadas en consideración para definir qué tipo de título ha de emitirse. Por último se determina el plazo del título.

Posteriormente, se establece la entidad denominada Vehículo de Propósito Especial (VPE) o entidad emisora, que resulta ser una subsidiaria del originador siendo totalmente independiente. Este último aspecto es de suma importancia ya que de producirse la quiebra del originador, las consecuencias negativas

derivadas de la insolvencia del mismo, no repercuten sobre la solvencia de la entidad emisora (VPE).

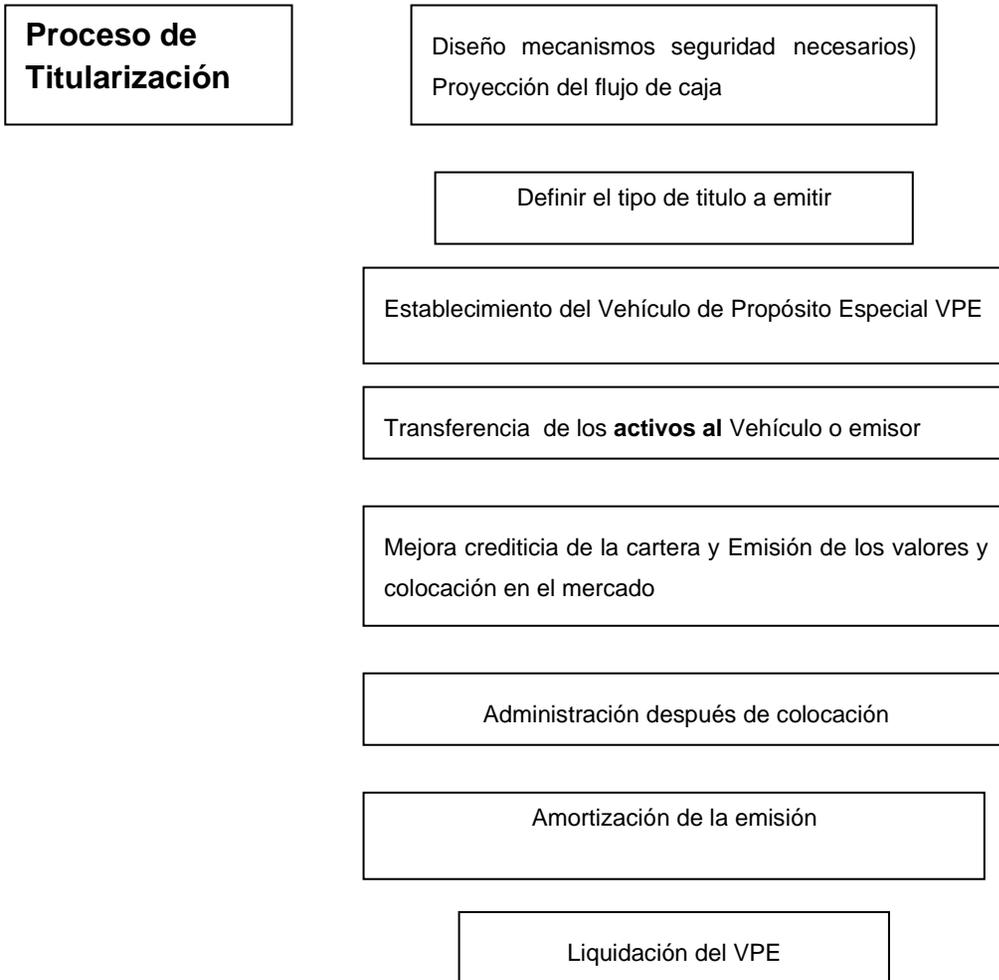
Una vez establecido el Vehículo de Propósito Especial, se revisa que toda la información esté debidamente completa y se transfieren a dicho Vehículo, los activos a titularizar. Posteriormente, corresponde mejorar la calidad crediticia de la cartera, es decir, implementar mecanismos que tiendan a disminuir el riesgo de los títulos, mediante una calificación adecuada de los mismos.

Por último se procede a la emisión de los títulos por la entidad emisora la cual considerará para ello las condiciones del mercado del momento, para posteriormente colocarlos en el mercado. El paso siguiente es lo relativo a la administración posterior a la colocación de los valores emitidos. Con el fin de demostrar el desarrollo de la emisión, el comportamiento de la cartera a lo largo del proceso, se emiten reportes que contengan dicha información.

Transcurrido el plazo de los títulos emitidos, se deben iniciar las amortizaciones correspondientes. Se liquidan a los inversionistas en la misma proporción de su inversión. y para terminar el proceso, después de realizadas las amortizaciones respectivas, la entidad emisora (VPE) debe ser cancelada ya que su función ha terminado.

A continuación se presenta un flujo grama del proceso de Titularización de activos:

Esquema No 1



FUENTE: Elaboración Propia con Base datos Revista THEMIS No. 35 Pag 70-75."La Titularización de Créditos Hipotecarios", Miguel G. Denegri Portella. Lima Perú. 2001.

Como se puede observar el proceso de Titularización implica una transformación de activos relativamente ilíquidos (poco negociables) en títulos negociables en el mercado público de valores, los cuales tienen como respaldo el activo generador de flujo de caja.

2.4.1. CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS

La agrupación de los activos, como se mencionó en su oportunidad, teóricamente cualquier activo que genere o respecto del cual existan expectativas razonables de generación de rendimientos periódicos, es un activo titularizable. Asimismo, se analizaron las características necesarias para que dichos activos fueran objeto de Titularización, ya que normalmente existen ciertas condiciones requeridas por los inversionistas en cualquier tipo de valores respaldados por activos (los valores emitidos con cargo al patrimonio autónomo), en cuanto a la calidad del activo subyacente, por lo que se considera pertinente recordar que no todos los activos pueden ser objeto de una Titularización.

La selección de los activos a titularizar, en la mayoría de los casos, requiere un trabajo interno por parte del originador para organizar y adaptar la información disponible con la que cuentan, con la finalidad de conocer los flujos de ingresos que generarán los activos en cuestión, como fue detallado en el apartado correspondiente.

2.4.2. CREACIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO O DE PROPÓSITO EXCLUSIVO.

Una vez seleccionados los activos a agrupar, se constituye un patrimonio autónomo que, al margen de las peculiaridades de la figura a utilizar como Vehículo y a su mayor o menor eficiencia según el ordenamiento jurídico al que esté sometida la operación, en su sentido más puro, la Titularización requiere que el Vehículo constituya un patrimonio separado, no consolidable con el del originador. Por otro lado, el Vehículo debe haber sido aislado de los riesgos del originador y, en particular, de la eventual quiebra de éste.

Se observa, en consecuencia, que dicho patrimonio es independiente y está integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten del desarrollo del respectivo proceso de Titularización. El aislamiento patrimonial de los activos constituye un aspecto fundamental en este proceso. Esto es que existe un desprendimiento patrimonial por parte del que posee los activos a titularizar, esto implica que éste no puede disponer de los mismos, con el objeto que el inversionista esté asegurado. Dichos activos se constituyen en un patrimonio aislado e independiente para que no se confundan ni con los bienes de la entidad emisora, ni con aquellos del originador. De esta manera, el inversionista no se ve afectado por las vicisitudes que pueda sufrir el patrimonio del originador a dicho patrimonio, ni de aquellas que puedan acontecer a la entidad emisora²³.

La razón radica en que el inversionista podría, si lo deseara, tener acceso a los activos que respaldan los valores, hasta el momento que el originador sufre problemas de liquidez. En este caso el inversionista no se ve afectado por la insolvencia, crisis o liquidación del originador, ni del emisor ya que los títulos-valor en los que éste invirtió, se encuentran respaldados por los activos que integran el patrimonio autónomo.

2.4.3. LA EMISIÓN DE VALORES CONTRA EL PATRIMONIO AUTÓNOMO.

El patrimonio autónomo está destinado a generar un flujo de efectivo, el cual servirá para el pago de los valores a emitirse, que pueden ser de contenido

²³ Schwarcz, L Steven. "The Alchemy of Asset Securitization", en: Stanford Journal of Law, Business and Finance, 1994. Cita tomada de Almuera Gómez, Angel, La Titulización Crediticia. Editorial Civites. Madrid.1995.pp.39

crediticio, de participación y mixtos, conceptos que para efectos de este estudio, fueron explicados con antelación.

Analizando la utilidad práctica de los títulos a emitir como resultado del referido proceso, lo sustancial en este punto es el activo que se va a titularizar. Así, por ejemplo si se desean titularizar cuentas por cobrar, lo más conveniente, por su periodicidad, será emitir títulos de contenido crediticio, en los que el principal y los intereses serán pagados con los recursos provenientes del patrimonio autónomo. Ahora bien, si se quiere estructurar una Titularización transfiriendo un bien inmueble, cuya explotación comercial respaldará el pago de los valores a emitir, se considera que lo más conveniente es emitir títulos de participación, en los que se confiere al titular un derecho o una parte alícuota de los recursos provenientes del patrimonio autónomo. Se dice esto ya que la explotación comercial del inmueble, por su propia naturaleza, es variable; esto significa que el inversionista participará de las utilidades o pérdidas que éste genere.

2.4.4. ESTRUCTURAS USUALES O MODALIDADES DEL PROCESO

Se pueden citar tres tipos o estructuras básicas para llevar a cabo el proceso de securitización o Titularización de activos, sin perjuicio de otras variantes que día a día puedan surgir, siendo las siguientes:

a) *PASS-THROUGH*:

La modalidad implica la transferencia de los activos que conforman el patrimonio autónomo, en favor de la entidad emisora, mediante un contrato en que intervienen por una parte una persona natural o jurídica que transfiere ciertos bienes de su propiedad, en favor de un tercero, con la finalidad específica de cumplir con un encargo determinado que sería la emisión de valores en la Titularización.

Sus características son las siguientes: (a) Los activos son transferidos en virtud de un contrato de Fideicomiso a una compañía fiduciaria, constituyéndose un patrimonio autónomo. (b) El patrimonio autónomo está afecto a la finalidad específica de servir como garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos.

b) ASSET-BACKED BONDS:

En este caso, no se produce un aislamiento de los activos a securitizar o titularizar, sino que permanecen en el patrimonio del originador. El flujo de fondos que los mismos generen no estará afectado exclusivamente al pago de capital o interés de los títulos de deuda emitidos, por lo que generalmente esta categoría de títulos valores es mejorada con activos adicionales.

c) PAY-THROUGH:

Consiste en que el originador vende la cartera titularizada a la entidad emisora, la cual emite los nuevos títulos contra su propio patrimonio que no tendrá más activos que los que fueron transferidos por el originador y como pasivos las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos.

Las principales características de esta modalidad son: (a) la transferencia de los activos al Vehículo de propósito especial a través de la venta, y; (b) la emisión de los valores con cargo a su patrimonio, conformado únicamente por los activos transferidos.

Las estructuras mencionadas con anterioridad (*Pass-Through*, *Asset Back Bonds* y *Pay-Through*) son las que actualmente existen. Sin embargo, otras podrán ir surgiendo conforme al desarrollo de este mecanismo financiero. .

La estructura más utilizada en diversos países es la denominada "*Pass-Through*", que como se ha explicado, consiste en el traslado de cartera del

originador al Vehículo (VPE) para que éste a su vez cree los valores a invertir. Estos últimos representan una parte alícuota de los activos transferidos, por lo que el inversionista recibe una suma proporcional a su inversión. Por tal motivo, esta investigación se enfatizará en esta modalidad. Este tipo de estructura es generalmente utilizada en la Titularización de préstamos hipotecarios, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, créditos para la compra de automóviles y alquiler de equipos.

2.5. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL PROCESO

2.5.1. VENTAJAS Y OPORTUNIDADES.

El proceso de Titularización de Activos es un mecanismo de desintermediación financiera por lo que una de las ventajas a considerar es precisamente la ausencia de intermediarios financieros tradicionales quienes acarrear consigo altos costos, es a su vez, un mecanismo muy ágil.

Para el originador las ventajas son las siguientes:

Se reduce el costo financiero: El aislamiento de determinados activos del patrimonio del originador generalmente disminuye el riesgo crediticio, lo que permite conseguir recursos a una mejor tasa de interés.

Tiende al desarrollo del mercado de capital: esto se da al suministrar nuevos títulos a la oferta pública. Esta nueva opción de financiamiento, dentro de un marco de competitividad, conduce al mejoramiento de la calidad de los títulos y consecuentemente, a una financiación cada vez más beneficiosa para el tomador de los fondos.

Se aumenta la liquidez al permitir la transformación de activos de menor liquidez en activos de mayor liquidez. Como consecuencia de lo anterior se beneficia la capacidad de otorgar préstamos a la entidad financiera ya que

cuenta con mayor cantidad de fondos. A mayor liquidez, mayor es la posibilidad de financiar grandes proyectos de inversión.

Desde el punto de vista del capital autorizado de la entidad, no es necesario verificar un aumento del capital para continuar el crecimiento, sino que permite la reasignación de los recursos a la finalidad deseada por la entidad.

Se rotan los activos, la reasignación de los recursos se hace factible al permitir que exista mayor rotación de los activos, y así poder contar con mayores posibilidades de inversión.

Se obtienen menores requerimientos de capital, existe la posibilidad para el originador de incrementar el valor de su cartera, sin necesidad de mayores requerimientos de capital.

Se reduce el riesgo crediticio, el título valor está generalmente garantizado por un conjunto de activos específicos formando parte de un patrimonio independiente de aquel del originador, factores que determinan la diversificación del riesgo para el inversionista.

Se mejoran los índices financieros, esto se da en el momento que la entidad retira los activos de sus balances generales, creando un mejoramiento en sus índices financieros (mejora el índice de solvencia, nivel de endeudamiento, el retorno sobre los activos...).

Se racionalizan los costos financieros, el originador puede adquirir préstamos a menor costo, ya que los títulos emitidos en virtud del proceso de la Titularización representan un riesgo crediticio menor para éste.

Se aumenta la capacidad prestable gracias a la obtención de mayor liquidez el originador se ve en la posibilidad de otorgar préstamos a mayor cantidad de personas individuales o jurídicas.

Se atraen diversos tipos de inversionistas según sea el caso, pueden ser grandes o pequeños inversionistas, ya sea invirtiendo a largo o corto plazo, en un alto o bajo riesgo, fijando tasas de interés fijas o variables.

Se diversifica la cartera, la conveniencia de diversificar y repartir las posiciones deudoras y acreedoras entre un gran número de inversores, para dividir riesgos, ha impulsado este proceso, que está en la base del espectacular desarrollo de los mercados de valores.

Sin quedarse atrás, los inversionistas cuentan también con varias ventajas a considerar, siendo éstas las que a continuación se detallan:

Obtienen mejor rendimiento en compensación al riesgo crediticio asumido siendo un factor de estímulo para que se realice un esfuerzo de ahorro mayor.

Es una nueva opción de inversión con riesgo limitado, el aumento y la diversidad de los títulos valores que pueden surgir dentro de una economía abierta y competitiva, logra mejorar la calidad de los mismos, con una consecuente disminución del riesgo crediticio. Incluso al aislar el activo del originador se atrae al inversor extranjero en razón de la reducción del riesgo país.

Simplifica la evaluación del riesgo que se logra a través de la calificación del título efectuada por especialistas sobre la base de criterios objetivos de análisis.

Permite la participación directa en grandes inversiones, ya que por otros medios podría acarrear al ahorrante el desembolso de importantes sumas de dinero o le estarían vedadas.

Da la posibilidad de hacer líquido el título en el mercado secundario, o transmitirlo en pago, o cederlo en garantía.

Encuentra mayores opciones de inversión.

2.5.2. DESVENTAJAS.

Por otro lado, como principales desventajas se pueden mencionar las siguientes:

Las transacciones y los requerimientos de organización son complejos, por lo que es necesario contar con un equipo interdisciplinario. Este aspecto conlleva altos costos y gastos relativos al desarrollo de la tal estructura.

Se comenta que en varios casos el marco normativo es incierto o incompleto, y que la normativa en tomo al desenvolvimiento de este proceso depende del derecho positivo de cada país. Aun en países en donde existe un regulación legal específica que contempla la Titularización, esta no siempre es plena, por lo que están ausentes aspectos importantes en cuanto a la estructuración del proceso. Sin embargo, no debería contemplarse como una desventaja en su sentido más puro, pues el principio de la Autonomía de la Voluntad implica la existencia de libertad de los individuos para crear Derecho.

2.6. LOS RIESGOS DEL PROCESO

Se entiende que toda inversión o todo instrumento financiero lleva implícito un riesgo. La titularización como mecanismo financiero que permite la movilización de activos mediante la creación, emisión y colocación de nuevos títulos que son negociados en el mercado, no se trae consigo amplias ventajas sino también riesgos en el comportamiento de los activos titularizados.

El termino "riesgo" en un sentido amplio se entiende que es "la posibilidad de sufrir un daño en el futuro". En el contexto de riesgos económico - financieros el daño consiste en la perdida de un valor económico".²⁴

²⁴ José A. Soler Ramos, Kim B. Staking, Alfonso Ayuso Calle, Paulina Beato, Emilio Botln Q'Shea, Miguel Escrig Meliá y Bernardo Falero Carrasco, "Gestión de riesgos financieros, Un

En pocas palabras el concepto de riesgo se aplica a desviaciones inesperadas. Para clasificar los tipos de riesgo y con el objeto de realizar una investigación adecuada en relación con este tema, se ha considerado idóneo mencionar los riesgos indicados por el autor Steven. A su vez se ha tomado como referencia lo establecido por el Banco Interamericano de Desarrollo, Grupo Santander en la obra "Gestión de riesgos financieros" y sin dejar por un lado lo establecido por el Comité de Basilea respecto de los riesgos de la Titularización de activos. El riesgo de liquidez se debe a dificultades para financiar, con un costo normal, los negocios y su crecimiento, se refiere a la incapacidad de conseguir obligaciones de flujos de efectivo necesarios, lo que puede forzar a una liquidación anticipada de activos incurriendo en pérdidas.²⁵

El riesgo de mercado: Este consiste en la probabilidad de sufrir pérdidas derivadas de cambios adversos en los precios de los activos y pasivos financieros, Se debe a variaciones de los precios negociados en los mercados financieros,

A su vez este riesgo se subdivide en:

1. Riesgo de tipo de interés: Una entidad se encuentra expuesta a riesgo de tipo de interés cuando su valor depende del nivel que tengan ciertos tipos de interés en los mercados financieros.
2. Riesgo de acciones: Una entidad se ve expuesta a este tipo de riesgo cuando su valor depende de la cotización de determinadas acciones en los mercados financieros.

efoque práctico para países latinoamericanos", Banco Interamericano de Desarrollo, Grupo Santander, 1999

²⁵ Dyn, Steven 1, "Securitization, Mortgages and other asset-backed securities", Lehman Brothers, Institute of Finance New York, 2000

3. Riesgo cambiario: Una entidad se encuentra frente a este riesgo cuando su valor depende del nivel que tengan ciertos tipos de cambio entre divisas en los mercados financieros. Se da cuando el valor actual de sus activos en cada divisa no coincida con el valor actual de los pasivos en la misma divisa, y la diferencia no esté compensada por instrumentos fuera de balance,.

El riesgo de crédito Este tipo de riesgo se debe al incumplimiento de contratos por insolvencia. Se reduce a la probabilidad que un deudor, por falta de solvencia, incumpla los compromisos contractuales que ha adquirido.

Riesgo prepago: Se da cuando el deudor cancela un crédito en forma anticipada. Es decir, cuando se cumple con la obligación antes del vencimiento del plazo. Esto causa una distorsión en el flujo de caja proyectado.

Riesgo operativo: Se da por errores humanos o de los medios de producción o gestión. Es la probabilidad de sufrir pérdidas como resultado de procesos internos inadecuados, fallas en el recurso humano y sistemas, o bien por eventos externos.

Riesgo legal: Surge por la incapacidad legal para ejercer los derechos que se consideran como propios, o que se derive del propio incumplimiento de la ley.

El Comité de Basilea en el documento de soporte del Nuevo Acuerdo de Basilea relacionado con la securitización de activos, menciona inclusive el riesgo de reputación²⁶. Por lo tanto, es importante mencionar que en virtud de la existencia de riesgos en el proceso de Titularización, la implementación de mecanismos de cobertura, de seguridad o de garantía que coadyuve a lograr una disminución, podría ser una opción atractiva en el caso en que los activos que constituyen el patrimonio autónomo no sean suficientes para respaldar la

²⁶ Basel Committee on Banking Supervision. Consultative Document. Asset Securitization. Supporting document to the New Basel Capital Accord, 31 May 2001

emisión. La utilización innovadora del proceso de Titularización de Activos ha posibilitado la multiplicación de operaciones financieras y el desarrollo del mercado de crédito. La riqueza en variedad de los instrumentos utilizados para implementarlo justifica que se preste especial atención al desenvolvimiento del proceso de titularización en países que han logrado desarrollarlo de manera exitosa,

2.7. MARCO CONCEPTUAL.

Se definen los principales conceptos a utilizarse en la investigación:

FIDEICOMISO

Un fideicomiso (del latín *fideicommissum*, a su vez de *fides*, "fe", y *commissus*, "comisión") es un contrato o convenio en virtud del cual una persona, llamada fideicomitente o también fiduciante, transmite bienes, cantidades de dinero o derechos, presentes o futuros, de su propiedad a otra persona (una persona natural, llamada fiduciaria), para que ésta administre o invierta los bienes en beneficio propio o en beneficio de un tercero, llamado fideicomisario. Cabe señalar que, al momento de la creación del fideicomiso, ninguna de las partes es propietaria del bien objeto del fideicomiso. El fideicomiso es, por tanto, un contrato por el cual una persona destina ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de ese fin a una institución fiduciaria.

FIDUCIANTE O FIDEICOMITENTE.

Aquel que transfiere a otra, bienes determinados. Tiene que poseer el dominio pleno de los bienes dados en fideicomiso.

FIDUCIARIO.

Es la parte a quien se transfieren los bienes, y que está obligada a administrarlos con la prudencia y diligencia propias del buen hombre de negocios (administrar lo ajeno como propio), que actúa sobre la base de la confianza depositada en él. Puede ser cualquier persona física o jurídica. En México el Fiduciario debe ser una persona moral autorizada para ser Fiduciaria en los términos de la Ley de Instituciones de Crédito.

BENEFICIARIO.

Es la persona en cuyo beneficio se ha instituido el fideicomiso, sin ser el destinatario final de los bienes. Pueden ser una o varias personas físicas o jurídicas.

FIDEICOMISARIO.

Es el destinatario final de los bienes. Normalmente, el beneficiario y el fideicomisario son una misma persona. Pero puede ocurrir que no sea la misma persona, puede ser un tercero, o el propio fiduciante

TITULARIZACION

Según la ley 1834, Ley de Mercado de valores se entiende por titularización el proceso consistente 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.

EMPRESA ORIGINADORA

Persona en interés de la cual se conforma un patrimonio autónomo y que se obliga a transferir a la sociedad titularizadora los activos que integrarán dicho patrimonio.

SOCIEDADES DE TITULARIZACION

Son las receptoras de los activos a titularizar, cuya función será la de servir de vehículo para hacer la emisión. Las sociedades de titularización deberán constituirse como sociedades anónimas con objeto social exclusivo, incluyendo en su denominación, la expresión "Sociedad de Titularización" Las sociedades de titularización deberán obtener de la Superintendencia de Valores autorización para su funcionamiento, previo cumplimiento de la constitución del capital social mínimo y los requisitos y garantías establecidos en reglamento. Estas sociedades quedan sometidas a la fiscalización y control de la entidad supervisora pública correspondiente y se rigen por la Ley del mercado de Valores y sus reglamentos.

BIENES O ACTIVOS SUJETOS A TITULARIZACION,

Según el artículo 79 de la Ley 1834, pueden estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes activos o bienes: Valores de deuda pública, Valores inscritos en el Registro del Mercado, cartera de crédito, 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, de conformidad a reglamento. La cesión de activos o bienes a una sociedad de titularización, no requerirá el consentimiento ni notificación de los respectivos cedidos o deudores si los hubiere.

MERCADO DE VALORES

Es el centro donde se produce el intercambio de activos financieros. Los mercados financieros a largo plazo se denominan de manera común mercados de capitales. Pero la diferencia fundamental entre los distintos mercados de valores viene dada por el hecho de que se emitan activos financieros (en cuyo caso se denomina mercado primario o de emisión), o que se negocien valores (llamado mercado secundario o de negociación).

En el mercado de emisión a largo plazo los agentes económicos se ponen en contacto con los ahorradores para captar recursos financieros mediante la emisión de títulos valores. Estos títulos deberán tener un plazo de amortización superior a los tres años y una parte importante de ellos serán títulos que conceden derecho de propiedad; en este caso no tienen plazo de amortización.

BOLSA DE VALORES

es un mercado secundario organizado. Por lo general se establece una relación entre los mercados de emisión y los secundarios. Buena parte del éxito de los mercados de emisión se debe al buen funcionamiento y a la amplitud de los mercados secundarios. Un buen mercado secundario es la mejor garantía para la colocación de títulos en los mercados de emisión ya que aumentan mucho la liquidez de los mismos. A veces, los mercados secundarios pueden actuar también como mercados de emisión. En los países donde la bolsa está más desarrollada, ésta asume en gran parte el mercado de emisión. Donde hay menor tradición el mercado de emisión y el secundario están separados.

MERCADO BURSÁTIL

El art. 3 de la ley 1834, define al mercado bursátil como el encuentro de la oferta y la demanda de los Valores inscritos en el Registro del Mercado de

Valores y en las bolsas de valores, realizadas en estas por intermediarios autorizados

MERCADO EXTRABURSÁTIL

El art. 3 de la Ley 1834 define al mercado extrabursátil como el que se realiza fuera de las bolsas, con la participación de intermediarios autorizados, con Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores. Únicamente los Valores autorizados por la Superintendencia de Valores podrán ser negociados en el mercado extrabursátil. Son intermediarios autorizados únicamente las agencias de bolsa, que podrán actuar por cuenta propia o de terceros en dichos mercados.

MERCADO PRIMARIO

Es aquel en el que los Valores de oferta pública con los que participan el Estado, las sociedades de derecho privado y demás personas jurídicas como emisores, ya sea directamente o a través de intermediarios autorizados en la venta de los mismos al público, son por primera vez colocados

MERCADO SECUNDARIO

Comprende todas las transacciones, operaciones y negociaciones que se realicen con Valores de oferta pública, emitidos y colocados previamente, a través de los intermediarios autorizados

OFERTA PÚBLICA

Según la Ley 1834, se considera oferta pública de Valores a toda invitación o propuesta dirigida al público en general o a sectores específicos, realizada a través de cualquier medio de comunicación o difusión, ya sea personalmente o a través de intermediarios autorizados, con el propósito de lograr la realización de cualquier negocio jurídico con Valores en el mercado de Valores. La oferta

de Valores realizada por una agencia de bolsa, será siempre considerada como oferta pública.

PARTE IV
MARCO JURIDICO

CAPITULO III

EL FIDEICOMISO Y SU REGULACION EN BOLIVIA

3.1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL FIDEICOMISO.

El fideicomiso tiene origen en los vocablos del latín “Fideicommissum” (FIDES: fe y comissuss: confiado) y fiducia (“fe” o “confianza”) creada como figura jurídica en el derecho romano, entendido en términos generales como comisión a la buena fe, encargo a la lealtad de un tercero, que desempeñaba el cometido de dar cumplimiento a lo que había ordenado el causante.

En el derecho romano primitivamente dos figuras son antecedentes del fideicomiso en la forma en que se la conoce hoy. Ellas son la **fiducia** y el **fideicommissum**.

La diferencia fundamental entre ambas figuras es que mientras la **fiducia** consistía en la transferencia de la propiedad por acto entre vivos, el **fideicommissum** consistía en una transmisión por causa de muerte.

La **fiducia** consistía en la transferencia de la propiedad a una persona, con el encargo de un **pactum fiduciae**, mediante el cual quien recibía los bienes en propiedad se obligaba frente al transmitente, para que luego de realizados ciertos encargos, a devolverle la propiedad al transmitente o a una tercera persona. Y esta transferencia de bienes en propiedad tenía una subclasificación: la **fiducia cum creditore** y la **fiducia cum amico**. La primera de ellas era la utilizada para garantizar una deuda, y consistía en que el deudor le daba en propiedad uno o más bienes a su acreedor hasta tanto le pagara su deuda, con la obligación del acreedor de devolver dichos bienes cuando su

interés estaba satisfecho. Y para el caso en que la deuda no sea satisfecha, el acreedor podía quedarse con la propiedad definitiva de los bienes que le fueron transmitidos, o enajenarlos.

En la ***fiducia cum creditore*** originaria, el acreedor no estaba obligado a devolverle diferencia alguna al deudor, por los pagos parciales que éste le haya hecho. Posteriormente para proteger los derechos del deudor, se reconoció a éste el derecho de recuperar la diferencia una vez que el acreedor había sido desinteresado.

La otra forma de fideicomiso constituido por actos entre vivos, la ***fiducia cum amico***, que era aquella mediante la cual una persona entregaba a otra ciertos bienes para que los utilizara y aprovechara, y luego de cierto plazo, se los devolviera al primitivo dueño. Esta figura fue más que nada utilizada por los romanos cuando se ausentaban por causa de viaje y decidían entregarles los bienes a personas de su especial confianza. El fiduciario (quien recibía los bienes) podía administrar y disponer libremente de los bienes transmitidos.

Esta forma de fideicomiso fue cayendo en desuso para dar lugar a otras figuras contractuales, como los son comodato, el depósito, la prenda y la hipoteca.

La otra rama, es decir, la del fideicomiso mortis causa, fue la del llamado ***fideicommissum***, y era la utilizada por el testador para poder lograr que concurra como heredero a su sucesión quien no cuenta con el llamado por la ley a esa investidura. Así, por ejemplo, una persona podía instituir como beneficiario de su sucesión a quien de acuerdo a las leyes de esa época no podía revestir ese carácter, como ser los esclavos, peregrinos, solteros, casados sin hijos, etc. El inconveniente a primera hora del ***fideicommissum*** era que el encargo de confianza estaba hecho a un heredero investido de tal carácter para que entregue uno o más bienes a la persona indicada por el

testador. Esta figura basada en la confianza entre las partes, estaba ligada con la sucesión testamentaria. El testador transmitía su herencia a su heredero quien a su vez tenía la obligación de transmitirla a otra persona. Sin embargo, por la inexistencia de normas jurídicas vigentes en la época, el incumplimiento del encargo por parte del heredero era recurrente, razón por la cual se creó la figura del *Pretor* quien velaba por el fiel cumplimiento *del fideicomisium*.

Importante es mencionar la existencia de un pacto en el cual se transmitía un bien para garantizar el cumplimiento de una obligación, el cual era conocido por *la fiducia cumers ditore*, así como también predominó el hecho de trasladar el dominio de un bien, ya sea en depósito o en comodato, para que después de un tiempo fuera devuelto. A este último se le conocía como *la fiducia cum amico*.

El problema era evidente, ya que el único elemento con el que podía contar el beneficiario era con la buena fe del heredero, pero ante una enorme cantidad de encargos sin cumplir, el emperador Augusto hizo ejecutar los ***fideicommissum*** con la intervención de los cónsules, otorgando así mayor control y seguridad.

Posteriormente, durante la época de Justiniano, el heredero fideicomisario llegó a adquirir un derecho real, en lugar de un crédito. Esta institución pasó a los regímenes jurídicos donde se la conoció como “sustituciones fideicomisarias”. Estas sustituciones llegaron a un auge extraordinario hasta que fueron prohibidas por el Código Napoleón, porque el espíritu de ese cuerpo legal era el de concentrar la riqueza en una sola familia, y estas sustituciones ponían en jaque tal principio

En el derecho civil de los países de la Europa continental y de aquellos que fueron sus colonias, el fideicomiso conserva, en gran parte, la función que tenía en el derecho romano. En su acepción más pura, es la disposición

testamentaria en virtud de la cual una persona confía a la conciencia y buena fe de un tercero toda o parte de su herencia para que, en el caso y término fijados, la transmita a otro o disponga de ella en el modo en que se le señale.

Siglos mas tarde la idea fue evolucionada por el derecho anglosajón o de common law (derecho común o consuetudinario), cuyos sistemas legales se basan en el derecho que históricamente se desarrolló en Inglaterra, transformándola en lo que hoy se conoce como trust o confianza el cual tuvo su inicio en el siglo XIII en Inglaterra, con la aparición de los llamados *uses*. Estos últimos consistían en una forma de transmisión de tierras por actos entre vivos o en forma testamentaria en favor un prestanombre quien las poseía en provecho del beneficiario. Después de una larga evolución, el *trust* ha llegado a convertirse en una aportación angloamericana de alta trascendencia en el campo del derecho. Es considerado como el antecedente más directo del Fideicomiso que se practica en Latinoamérica²⁷ más cercano al fideicomiso actual donde puede conceptualizarse como “una relación fiduciaria, con respecto a determinados bienes, por la cual la persona que los posee (*trustee*) está obligada en derecho de equidad a manejarlos en beneficio de un tercero (*cestui que trust*); negocio que surge como resultado de un acto volitivo expreso de la persona que crea el “trust” donde resulta en un desdoblamiento de propiedades en cabeza del trustee y de la propiedad de equidad o equity en la del beneficiario considerado en verdadero propietario en el régimen de propiedad que complementa al legal²⁸ En este negocio se diferencian las siguientes partes:

²⁷ Batiza, Rodolfo, "Principios básicos del Fideicomiso y de la Administración fiduciaria", Editorial Porrúa, S.A., México 1977,

²⁸ Vidal Aurnague, Sebastián. "Fideicomiso: Un solo Instrumentos y Muchas Zonas Oscuras. ED. Buenos Aires - Argentina 2001.

El *settlor* (equivalente al fiduciante), quien es el creador del trust, y generalmente desaparece una vez constituido, salvo que se reserve el derecho de revocarlo, alterarlo o enmendarlo, pudiendo también reservarse el derecho de dirigir al *trustee* y vigilar los actos que a su juicio lo precisen.

El *trustee* (equivalente al fiduciario), y es a quien se le transmite la propiedad legal de los bienes y está obligado a realizar los fines o cumplir el encargo para los cuales dichos bienes le han sido transmitidos. Puede coincidir la condición de fiduciante y fiduciario, cuando el *settlor* se nombra a sí mismo *trustee*.

El *cestui que trust* (o beneficiario), y es la persona en favor de quien se constituyó y funciona el *trust*.

Hay dos especies de *trusts*: el expreso (*express trust*) y el implícito (*implied trust*). El trust expreso se constituye mediante la voluntad expresada en forma inequívoca, ya sea escrita u oral, del fiduciante, mientras que el trust implícito es la consecuencia de la interpretación que hacen los tribunales a partir de la intención tácita de las partes. Es una declaración de existencia por parte de los jueces

En términos genéricos, es posible dar en fideicomiso toda clase de bienes y derechos, reales o personales, tangibles o intangibles.

En el derecho anglosajón se distinguen varias clases de fideicomiso: (1) fideicomiso expreso cuando se fijan a priori las intenciones o voluntad del creador del fideicomiso, se delimitan los beneficios y se especifican los medios para alcanzar el fin propuesto; (2) fideicomiso ejecutorio, cuando se transfiere la propiedad y se establece la disposición final de los beneficios, (3) fideicomiso discrecional, cuando se concede al fideicomisario libertad para distribuir los beneficios; (4) fideicomiso estatutario, cuando se establece para administrar los bienes de personas incapacitadas.

En derecho internacional se denomina fideicomiso al territorio sometido a la tutela de las Naciones Unidas. La figura jurídica de fideicomiso sustituyó a la de mandato, que desapareció con la disolución de la antigua Sociedad de Naciones

3.2. CONCEPTO DE FIDEICOMISO.

Para definir el Fideicomiso se considera prudente, indicar los conceptos de aquellos autores expertos en la materia. Tal es el caso de Scott Austin Wakeman quien afirma que *el trust es una forma de disposición de bienes a través de la cual las obligaciones y facultades del trustee (fiduciario) podrán ser las que detennine el setilor (fideicomitente), y los derechos del cestui que trust (fideicomisario) aquellos que desee concederle, subordinándolos, si así lo quiere, a la decisión discrecional del trustee.*²⁹

De acuerdo con Rodríguez Azuero, en Latinoamérica se han adoptado diversas nociones de Fideicomiso dentro de las cuales, la noción más general permite definir al Fideicomiso como *el negocio jurídico en virtud del cual se transfieren uno o más bienes a una persona, con el encargo de que los administre o enajene y con el producto de su actividad cumpla una finalidad establecida por el constituyente en su favor en beneficio de un tercero.*³⁰

Oscar Vásquez del Mercado lo define *como un contrato por virtud del cual se confieren facultades a un sujeto para que realice acto respecto a determinados bienes, a efecto de lograr un fin específico, en provecho de quien designa aquél que otorga facultades.*³¹

²⁹ Scott Austin Wakeman, citado por Rodolfo Batiza,

³⁰ RODRÍGUEZ AZUERO, SERGIO, "Contratos Bancarios, Su significación en América Latina", Biblioteca FeJaban, Bogotá, Colombia 1998

³¹ VÁSQUEZ DEL MERCADO OSEAR, Contratos Mercantiles editorial Porrúa SA México 1989

Desde el punto de vista doctrinal el concepto de fideicomiso se enuncia como: *“Conjunto de bienes destinados por el fideicomitente a un fin lícito y determinado cuya realización se encomienda a una institución fiduciaria”*³²

*Por su lado, Cesare Grasseti dice: “Por virtud del contrato de fideicomiso, una persona que se denominará Fideicomitente, entrega en propiedad los bienes o transmite los derechos a otra que se denominará fiduciaria, para que ésta los administre y realice con ellos el cumplimiento de finalidades lícitas, determinadas y posibles; una vez que éstos sean cumplidos, destine los bienes, derechos y provechos aportados y los que se hayan generado a favor de otra persona que se denomina fideicomisario, que puede ser el propio fideicomitente”*³³ y afirma que es una "manifestación de voluntad con la cual se atribuye a otra una titularidad de derecho a nombre propio pero en interés del transmitente o de un tercero"

Bravo Melgar³⁴ considera que *“El Fideicomiso es un contrato, puesto que enmarca la voluntad de dos o más personas para crear, transmitir, reconocer, declarar, modificar o extinguir derechos y obligaciones”*. A su vez, Arias Schreiber Pezet³⁵ indica que de una definición se extrae los siguientes elementos: a) Comporta una relación jurídica y se expresa unilateralmente, a través del testamento, o bilateralmente, en función de un contrato. b) Se conoce como fideicomitente al propietario de un bien o bienes que transfiere su propiedad a favor de otro sujeto, llamado fiduciario.

Bolivia ha adoptado dentro de su legislación mercantil la figura del Fideicomiso, encontrándose regulado en el Código de Comercio, Decreto Ley 14379 libro III,

³² RODRÍGUEZ J.R. *“Curso de Derecho Mercantil”*. Ed. Porrúa. México DF. 1978.

³³ Mencionado en Stewart Balbuena, Alberto. *El Fideicomiso como Negocio Jurídico*. Primera Edición. Grijley. Lima – Perú. 1996

³⁴ Bravo Melgar, Sydney Alex. *Contratos Modernos Empresariales*. tomo I, Editora Feca T, Lima, 1997, p81

³⁵ Arias, Schreiber Pezet. *Los Contratos Modernos*, Tomo II, primera edición. Gaceta Jurídica, Lima – Perú. 1996

Título VII Capítulo IV reservando la sección III para las disposiciones legales que rigen el Fideicomiso. En ese orden de ideas, en el artículo 1409 se encuentra un concepto legal de Fideicomiso, siendo el siguiente: “Por el fideicomiso una persona, llamada fideicomitente, transmite uno o más bienes a un Banco, llamado fiduciario quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada en provecho de aquél o de un tercero llamado beneficiario”.³⁶ Como puede verse este concepto se conforma con el que la doctrina enuncia y es indudable que la reglamentación de dicho instituto ha sido tomada del fideicomiso mexicano que deriva del trust anglosajón derivado a su vez, según observa Rodríguez del fideicomiso romano o de ciertas instituciones germanas. En Bolivia la influencia anglosajona se refleja en la Ley General de Bancos de 1928. Aunque históricamente emparentado con la herencia fideicomisaria, prohibida en el ordenamiento del derecho civil (artículo 1170 del Código Civil Boliviano) difiere en su finalidad, como se verá al considerar su naturaleza jurídica. La institución hereditaria por medio del fideicomiso o sustitución fideicomisaria para favorecer a los incapaces de recibir herencia, después de muchas vicisitudes para dar eficacia al Instituto y de los excesos que se llegó a su larga vigencia fue proscrito en la legislación común siguiendo el ejemplo del Código civil francés de 1804 (art. 896) que continuaron en el Código Civil Boliviano de 1831 (art. 503) y el Italiano de 1865 (art. 899, entre otros. La proscripción alcanzó a los fideicomisos hereditarios temporales y perpetuos. De esta manera la institución hereditaria del fideicomiso queda excluida de la legislación común nacional y se la incluye entre las prohibiciones del art. 1413 del Código de Comercio, por tanto, el fideicomiso es considerado como una variedad de los negocios fiduciarios que implican crédito y confianza.

³⁶ Gaceta Oficial de Bolivia. Código de Comercio. Libro Tercero. Título VII. Capítulo IV Sección III. Art. 1409. La Paz Bolivia.

3.3. NATURALEZA JURIDICA

Para determinar la naturaleza jurídica del fideicomiso se consideran las siguientes teorías:

a) Teoría del Mandato Irrevocable: Esta teoría sostiene que una vez aceptado el encargo las facultades conferidas resultaban irrevocables. La crítica a esta teoría descansa, por un lado, que el mandato es por naturaleza revocable, existiendo así una inconsistencia latente al decir que las facultades otorgadas para llevar a cabo el Fideicomiso son irrevocables; y por el otro, en que el mandatario siempre actúa en nombre y representación del mandante, circunstancia que no ocurre en la estructura del Fideicomiso, pues el fiduciario actúa siempre como propietario de los bienes frente a terceras personas, celebrando negocios en su nombre o bien en nombre del Fideicomiso, y nunca en nombre del fideicomitente.

b) Teoría del Patrimonio de Afectación: Esta teoría estudia los elementos esenciales del *trust*, siendo éstos el patrimonio y la destinación. Afirma que el Fideicomiso consiste en un patrimonio independiente y desvinculado de todo sujeto de derecho. Esto es que los bienes que recibe el fiduciario conforman una unidad patrimonial distinta de sus propios bienes. No obstante el gran aporte que tuvo esta teoría para la comprensión de la figura del Fideicomiso, se critica por la formación de un patrimonio "artificialo",

e) Teoría del Negocio Fiduciario: Se dice que el Fideicomiso es un negocio fiduciario ya que concurren dos elementos: a) El elemento real que lo constituye los bienes; y b) El elemento personal constituido por las limitaciones que surgen del acuerdo entre las partes. El fiduciario tiene un derecho de propiedad reducido sobre los bienes que recibe, los cuales están destinados a cumplir el fin que consta en el contrato.

Es criterio generalizado, que la naturaleza jurídica del Fideicomiso se acerca más a la teoría del negocio fiduciario, pues existe una transferencia de propiedad para la consecución de un fin específico, limitándose la propiedad de los bienes recibidos, a los términos previstos en el contrato.

En síntesis, el Fideicomiso pertenece a la categoría de los llamados negocios jurídicos fiduciarios que permiten la transferencia de un bien a una persona a fin que lo destine a un fin lícito determinado en beneficio del fideicomitente o de un tercero.

Lo anterior, refleja concordancia con las disposiciones legales bolivianas contenidas en el Código de Comercio y en la Ley del Mercado de Valores, sin embargo según Rodríguez la naturaleza jurídica del fideicomiso³⁷ exige la consideración desde un triple punto de vista:

A) Como negocio jurídico.- Es fiduciario porque presenta la discrepancia propia de este tipo de negocios jurídicos entre el fin perseguido y el medio elegido para realizarlo, figura que se da cuando las partes eligen una forma jurídica cuyos efectos exceden con conocimiento de las partes los de los exigidos para el fin práctico que se persigue. Por ejemplo hay negocio jurídico cuando para garantizar a un acreedor se inscribe a nombre de este la propiedad del bien inmueble dado en garantía, inscripción que hace aparecer al acreedor como dueño del mismo para todos los efectos legales y no como simple titular de un derecho real de garantía, extremo que queda confinado a las relaciones entre acreedor y deudor. De estas características resulta que en los negocios fiduciarios el aspecto real configura una traslación de dominio, con efectos plenos frente a terceros, mientras el aspecto interno, de naturaleza obligatoria, condiciona los alcances de la transmisión, pero sólo con efectos inter partes.

³⁷ Morales Guillén Carlos. "Código de Comercio: Anotado y Concordado". Tomo II. Ed. Gisbert y Cia. La Paz – Bolivia. 1999.

Por lo que corresponde ampliar el concepto de fideicomiso como el negocio jurídico por el cual se atribuye al fiduciario la titularidad dominical sobre ciertos bienes con la limitación obligatoria de cumplir, solamente, la finalidad a la cual han sido ellos destinados.

Además es un negocio jurídico indirecto, mediante el cual se busca la realización de fines que se obtienen normalmente por otro. Así por ejemplo los fines del fideicomiso como la transmisión de bienes para fines de beneficencia, pago de rentas, garantía de obligaciones, administración, etc., podrían lograrse mediante negocios reglamentados por la legislación común o especial, como la compraventa, mandato, comisión, prestación de servicios, hipoteca, etc. Por ello el fideicomiso es un negocio jurídico indirecto en cuanto que la transmisión de bienes, que es su base, no persigue los resultados propios de la misma, sino otros cuya determinación depende del acto constitutivo. Según Rodríguez la transmisión, se quiere realmente, pero no por y para los efectos de ella sino por y para los que la constitución del fideicomiso señala, los que podrían obtenerse mediante la utilización de otros negocios jurídicos.

B) Como modalidad particular del Derecho de Propiedad.- El fideicomiso implica una estructura peculiar del derecho de propiedad (Rodríguez). Según el concepto legal boliviano el fideicomiso supone una traslación de dominio a favor del fiduciario traslación que debe ser inscrita en el registro de derechos reales (Código Civil arts. 1538 y 1566, y Código de Comercio art. 1411. La tradición del dominio produce efectos frente a terceros y presenta al fiduciario como dueño de los bienes que se le han transferido para la atención del fideicomiso. Este dominio tiene caracteres especiales y el fiduciario no tiene el libre uso, disfrute y libre disposición de los bienes porque sus facultades dominicales están sometidas a limitaciones precisas:

1) Se ejercen en función del fin a realizar, no en interés del fiduciario (arts. 1410,1414 y 1423)

2) El beneficio económico del fideicomiso es para el fideicomisario o beneficiario (art. 1415, 2). El fideicomisario puede impugnar los actos del fiduciario que salga de los límites funcionales del establecimiento y cuya remoción puede demandar (art, 3) y 1420).

Extinguido el fideicomiso los bienes se restituyen al fideicomitente o sus herederos (art. 1422) y nunca puede beneficiar al fiduciario (arts. 14213 y 1424).

Stewart Balbuena³⁸ sostiene que en el análisis del negocio jurídico fiduciario la confianza con que actúa el fideicomitente se concreta mediante la transferencia de la propiedad de determinados bienes o derechos patrimoniales sobre lo que ejerza titularidad activa en favor del fiduciario, como un elemento objetivo configurante del negocio fiduciario; tan así lo es, que si no hubiera tal transferencia, la confianza, el elemento subjetivo esencial del acto jurídico fiduciario mismo, sería desvirtuado, inexistente, pues quedarán, en manos del transmitente propietario, las acciones reivindicatoria y negatoria y, en general, todas las inherentes al dominus.

También se ha evidenciado anteriormente que, aunque imprescindible para la realización del negocio fiduciario, la transferencia de propiedad no constituye su fin sino únicamente el medio que han escogido las partes para lograr el beneficio de tercero a través del cumplimiento de una obligación contraída paralelamente a la recepción de la titularidad por el fiduciario. De aquí que unos concibieran la transferencia como un exceso en el medio empleado para alcanzar el fin, lo que es precisamente otra característica de la presencia de la

³⁸ Stewart Balbuena, Alberto. El Fideicomiso como Negocio Jurídico. Primera Edición. Grijley. Lima – Perú.1996

fides en el negocio fiduciario, según igualmente se ha analizado antes. Otros han expresado que se trata de una propiedad plena del fiduciario frente a todos, menos ante el fideicomitente, en especial con relación a su normal ejercicio y en sus efectos.

El fin de la transferencia es la dación del bien al tercero o su uso en beneficio del tercero; en otros términos, la propiedad que se transfiere puede considerarse condicionada, es decir, sujeta a condición resolutoria; o imperfecta, pues le falta alguno o algunos de los elementos de la propiedad tradicional, de acuerdo con sus antecedentes románticos. Para Ennerccerus, el fiduciario recibe el bien o el derecho materia del fideicomiso en propiedad pero con un fin económico diferente al propio beneficio, pues se trata del de tercero.

Lo expresado confirma que los fines de dar y hacer a favor de un beneficiario por parte del fiduciario, son, teleológicamente, los fines a los cuales se conduce la voluntad y, por lo tanto, la transferencia de propiedad, como se ha expresado, es únicamente operativa o considerada como el mejor medio para lograrlos, a criterio de las partes. Los bienes o derechos sobre los que versa, son activos patrimoniales cuya óptima utilización económica se procura, de acuerdo, otra vez con la voluntad de las partes.

Sin embargo, con rigor económico, es posible afirmar que el patrimonio del fideicomitente se modifica únicamente en términos de la composición de los activos que lo integran pero no en cuanto a su valor absoluto. Ocurre este fenómeno por cuanto transfiere el derecho real de propiedad al fiduciario pero recibe de éste un derecho personal equivalente, lo que deja inalterable matemáticamente el monto total activo deferido fideicomitente.

Por otra parte, los bienes o derechos recibidos por el fiduciario en propiedad y, en consecuencia, ingresados a su activo patrimonial. Generan a su vez un

pasivo equivalente conformado por la obligación de dar o hacer a favor de tercero que contrae con el fideicomitente. Esto, como es lógico, quiere decir que, si bien se incrementa su activo, su pasivo crece por el mismo monto, manteniéndose, en consecuencia inalterable la cuantía patrimonial neta.

No obstante haberse producido esas inalterables patrimoniales para las partes, se procura, y tal es el fin de la relación jurídico-patrimonial fiduciaria, el beneficio económico del tercero, el fideicomisario, lo cual hace manifiesto un resultado positivo que prácticamente ha carecido de costo patrimonial para las partes que lo procuran: el único patrimonio que crece es el de este beneficiario, resultado económico que es el que las partes procuran mediante el manejo neutro de sus respectivos patrimonios.

Puede cuestionarse el raciocinio precedente, en cuanto respecta al cambio resultante de la enajenación en el patrimonio del fideicomitente pues está cambiando un bien de su activo que tiene valor en sí mismo, intrínsecamente, por un crédito personal contra el fiduciario que puede considerarse sólo potencialmente equivalente, ya que lo será realmente en tanto éste cumpla la obligación que contrae. El fideicomitente así lo cree: aquí está su fides, esencial en este negocio jurídico.

De lo expresado, cabe deducir que la propiedad que recibe el fiduciario no es la plena in re-potestas, sino una sólo aplicable al fin de beneficio de tercero a que se ha obligado. La doctrina discute la naturaleza de esta relación dominial distinta a la clásica: la propiedad fiduciaria.

C) Como Operación Bancaria.- El fideicomiso sólo se puede practicarse por un banco que es la institución de crédito privativamente autorizada al efecto, por disposición del art. 1409 del Código de Comercio nacional, según Rodríguez la legislación mexicana patrón legislativo de la boliviana impuso esta limitación al

trust anglosajón adoptado en el instituto atendida la adecuación conveniente al propio ordenamiento. Como operación bancaria el fideicomiso es un acto de comercio (art. 6 inc. 20 Código de comercio). Y aunque se duda de si debe considerársele como operación bancaria pasiva o como servicio bancario, parece que hay razones para encuadrarle mejor en el grupo de servicios bancarios (Rodríguez) cual lo hace el Código Comercial Boliviano.

3.4. RELACION DEL FIDEICOMISO Y OTRAS FIGURAS JURIDICAS.

Al examinar las características del fideicomiso Arias -Schreiber encuentra que es una figura "sui generis" y compleja. Desde luego tiene afinidad y también diferenciación con otras figuras jurídicas.

Así, con la compraventa se vincula por la transferencia de dominio a que ambas conducen, si bien su diferencia está en que en el fideicomiso el "ius abutendi" no alcanza a los bienes fideicomitidos y se reduce a sus frutos y productos, con los cuales el fiduciario opera haciendo circular la riqueza en beneficio del fideicomisario o del fideicomitente. Además, la transferencia no es perpetua sino temporal, pues al vencimiento del plazo se produce la reversión.

Con el depósito se identifica en el deber de custodia que también es propio del fideicomiso, pero se distingue, entre otros aspectos, en el hecho de que el depositario no puede administrar los bienes, lo cual es característica propia del fideicomiso.

En el mundo existe la obligación del deudor de pagarle al acreedor la suma recibida, en tanto que en el fideicomiso la devolución del bien fideicomitado se hace al fideicomitente o a la persona designada en el instrumento constituido.

También tiene afinidad con el mandato, dado que el fiduciario se obliga a realizar actos jurídicos siguiendo las instrucciones del fideicomitente, pero en el mandato no existe transferencia de dominio sujeta al cumplimiento de las indicaciones que figuran en el instrumento constitutivo, como sucede en el fideicomiso.

Con el contrato a favor de tercero, en el fideicomiso no cabe que el fiduciario transfiera a terceros los bienes que administra en fideicomiso y las transferencias que hace de los frutos y productos son para administrar adecuadamente el patrimonio fiduciario, todo ello en beneficio del fideicomitente o del fideicomisario.

En la cesión de crédito el cedente sólo está obligado a facilitar y no entorpecer el disfrute de los derechos cedidos. En el fideicomiso, el banco fiduciario está en el derecho de exigirle al fideicomitente la integración de los bienes que ofrece en fideicomiso.

3.5. OBJETIVOS Y ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO.

3.5.1 OBJETIVOS.

Al utilizarse el termino "objetivos", se habla de "finalidad", es decir, el resultado que se busca al momento de constituir un Fideicomiso. Son varios los autores ingleses que afirman que el *trust* puede utilizarse para alcanzar cualquier finalidad siempre y cuando ésta sea lícita y que no altere el orden público.

Así, el Fideicomiso puede perseguir la realización de cualquier objetivo o fin de tipo jurídico económico, y como todo negocio jurídico dicho fin debe ser siempre lícito y posible, debiendo quedar claramente establecido en el documento constitutivo del Fideicomiso.

3.5.2. ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO

3.5.2.1 Elementos personales

Los elementos personales del fideicomiso son normalmente tres: El **fideicomitente** que es quien establece el fideicomiso y destina para el cumplimiento del mismo, los bienes necesarios. El **fiduciario** a quien se transmite la propiedad de dichos bienes y se encarga del cumplimiento de la finalidad asignada al fideicomiso y el fideicomisario o beneficiario, que es quien recibe el provecho que el fideicomiso implica. Pueden ser fideicomitentes las personas individuales colectivas que tengan capacidad para hacer la afectación de bienes que el fideicomiso requiere. Según el Código de Comercio fiduciarios pueden ser únicamente los bancos mientras que según la ley de mercado de valores los fiduciarios son sociedades anónimas especializadas llamadas sociedades de titularización. Adicionalmente, al fiduciario se le prohíbe ser fideicomisario y fiduciario del mismo Fideicomiso. Si se instituye por contrato el fiduciario debe aceptar en el acto constitutivo, sin embargo, si es por testamento cabe la posibilidad de omitir que ha de fungir como entidad fiduciaria, en cuyo caso el juez nombra a la persona que designe el fideicomitente y en su defecto será el juez quien lo designe.

Fideicomisarios o beneficiarios pueden ser las personas individuales o colectivas que tengan capacidad para recibir el provecho que el fideicomiso implica.

3.5.2.2 Elementos Reales.

Ahora cuando se habla de elementos reales del Fideicomiso, se hace alusión a su objeto; a no confundirse con su objetivo o finalidad, explicación que fue desarrollada con antelación. El objeto consiste en la cosa que es materia del Fideicomiso, esto es, los bienes que conforman el patrimonio fideicomitado.

Surge la interrogante respecto de las características que deben tener los bienes susceptibles de transferir a un Fideicomiso. Según Rodríguez Azuero, en términos generales toda clase de bienes y derechos pueden ser fideicomitados, salvo aquellos personalísimos, opinión que concuerda con la de Vásquez del Mercado quien dice que los bienes pueden ser de cualquier naturaleza, salvo los estrictamente personales de su titular.

En resumen se observa que los bienes objeto de un Fideicomiso son aquellos que existen o que se espera que existan siempre y cuando estén determinados al menos por su género y su cantidad sea determinable, salvo los derechos estrictamente personales del titular y en específico inmuebles, derechos reales, bienes sujetos a inscripción, créditos, obligaciones no endosables, títulos a la orden o al portador, bienes muebles sujetos a registro o inscripción, empresas industriales, comerciales o agrícolas. Estos bienes salen de la esfera patrimonial del fideicomitente para pasar a conformar un patrimonio autónomo e independiente de aquel del fiduciario y del beneficiario. De tal manera que ni los acreedores del fideicomitente ni del fiduciario ni del beneficiario pueden trabar embargo sobre los bienes fideicomitados, salvo en el caso del beneficiario, en que sus acreedores sí podrían embargar los frutos que éste reciba del Fideicomiso.

3.5.2.3 Elementos Formales.

Los elementos formales en Bolivia se consideran según sean un acto unilateral por voluntad del fideicomitente en acto inter vivos con escritura pública debidamente registrada (Código Civil arts. 491, 5), 1538, 1566) o testamento. Si el acto constitutivo implica un acto bi o plurilateral se establece mediante documento privado. (art. 1411 Código de Comercio).

3.6. FORMAS DE CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO.

Según Observa Rodríguez el fideicomiso normalmente es un negocio jurídico unilateral o plurilateral. La leyes bolivianas al referirse a él también utiliza el término de acto constitutivo (art. 1410 Código de Comercio) pero solo como una expresión legal para no prejuzgar ninguna construcción de la doctrina, excepcionalmente la ley también habla de contrato de fideicomiso (art. 1418 de Código de Comercio). Así el Fideicomiso puede ser constituido a través de las siguientes formas:

a) Como acto unilateral por voluntad del fideicomitente en acto inter vivos con escritura pública registrada debidamente.

b) Como acto unilateral mortis causa Para efecto de establecer la forma de otorgamiento de esta forma de fideicomiso deben tenerse en cuenta las formalidades y exigencias para otorgar testamentos contenidas en el Libro de Sucesiones del Código Civil. Esta modalidad de fideicomiso es muy utilizada en otros países y se da con la finalidad de que la administración y disposición de los bienes del causante sea realizada por entidades que manejen dichos procesos sucesorios con cierta autonomía e independencia respecto a los herederos o legatarios designados, así como de acuerdo a las instrucciones que hubiese otorgado el fideicomitente en el testamento.

c) Como acto bi o plurilateral: Fideicomiso contractual - convencional

En este caso, fideicomiso proviene de un acuerdo de voluntades entre las partes que intervienen en la celebración del mismo.

Como se explicó en el fideicomiso podrá intervenir solamente el fideicomitente y la sociedad fiduciaria, en cuyo caso será bilateral. Si es que también interviene el fideicomisario - cuya intervención no constituye un elemento indispensable para su validez -, el fideicomiso contará con la intervención de tres partes.

Se reconoce dos formas: Si en el acto constitutivo se representa declaraciones contrapuestas de voluntad del fideicomitente y del fiduciario, es un contrato bilateral con objeto determinado y se vinculan según art. 450 del Código civil. Y, cuando concurren en la constitución del fideicomiso, el fideicomitente asumiendo derechos y obligaciones frente al fiduciario y al beneficiario, el fiduciario que los contrae frente al fideicomitente y al beneficiario, y éste que los acepta frente al fideicomitente y fiduciario es un contrato plurilateral, por la unidad jurídica del negocio en el que intervienen tres partes.

3.7. CARÁCTERÍSTICAS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO EN LA DOCTRINA

Según la doctrina³⁹ las principales características del contrato de fideicomiso son las siguientes :

a) Es un contrato general: Puesto que enmarca todos los usos que se le puede dar al bien transmitido en fideicomiso.

b) Es de carácter temporal: Puesto que su vigencia ha de tener una extensión limitada en el tiempo, en tal virtud su naturaleza es a contrario sensu de las prestaciones a tracto sucesivo.

c) Es un contrato de carácter exclusivo: En la misma medida que el derecho de propiedad, y por su naturaleza es erga omnes (oponible a todos).

d) Es un contrato real y solemne: Señalamos que es real, puesto que el bien dado en fideicomiso es un bien real; y el contrato para tener validez debe ser contraído con las formalidades de transferencia de propiedad y deben estar enmarcadas en una escritura pública.

³⁹ GRASSETI, Cesare: "Del Negocio Fiduciario o della sua ammissibilita nel nostro ordinamento giuridico". Mencionado en Stewart Balbuena, Alberto. El Fideicomiso como Negocio Jurídico. Primera Edición. Grijley. Lima – Perú.1996, p. 363.

e) Es un contrato consensual: Puesto que es menester que exista consentimiento expreso de las partes y el contrato se perfecciona desde entonces.

f) Es un contrato bilateral: Puesto que las partes contratantes son dos (mínimamente): el fideicomitente y el fiduciario.

g) Es un contrato oneroso: En virtud que las prestaciones a acaecer son valuales monetariamente.

h) Es un contrato autónomo y principal: El fideicomiso no depende de otros contratos para su validez.

i) El fideicomiso enmarca la transferencia del bien, el cual ha de efectuarse con un encargo de confianza (fiducia).

Otra de las características de los fideicomisos radica en el hecho de que tienen un plazo máximo de duración, el cual, en principio, es de treinta años. Por excepción, podrán convenirse fideicomisos por plazos mayores al indicado en las siguientes modalidades⁴⁰:

El fideicomiso cultural: que tiene por objeto el establecimiento de museos, bibliotecas, institutos de investigación arqueológicos, históricos o artísticos. En esta modalidad, el fideicomiso puede ser indefinido y subsiste en tanto sea factible cumplir con la finalidad para el que se hubiese constituido.

El fideicomiso filantrópico: que tiene por finalidad aliviar la situación de los privados de razón, los huérfanos, los ancianos abandonados y personas menesterosas. En este supuesto, al igual que en la modalidad anterior, el fideicomiso será indefinido y subsistirá en tanto sea posible cumplir con la finalidad para el que se hubiese constituido.

⁴⁰ Gaceta Oficial Bolivia. Código de Comercio. Art. 1413, Inc. 3) La Paz-Bolivia.

Se advierte que estas modalidades de fideicomiso contienen elementos y notas características similares a las de las fundaciones reguladas por el Código Civil, diferenciándose, principalmente, en la forma de administración del patrimonio fideicomitado, así como por la responsabilidad que asume el fiduciario en el cumplimiento de la finalidad para la cual se constituyó éste.

3.8. CARACTERÍSTICAS Y ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO SEGÚN EL CODIGO DE COMERCIO BOLIVIANO.

Además de lo indicado en los puntos precedentes, existen otras características y elementos del fideicomiso que requieren ser mencionadas para efectos de tener una idea integral de esta figura. Entre estas características y elementos se pueden citar los siguientes:

a) El fiduciario ejerce dominio fiduciario sobre el patrimonio fideicomitado, dominio que le confiere plenas facultades que incluyen las de administración uso, disposición y reivindicación sobre dichos bienes, las cuales deberán ser ejercidas con arreglo a la finalidad para el que fue constituido el fideicomiso, y con observancia de las limitaciones que se hubieren establecido en el acto constitutivo del mismo.

Asimismo, según el Reglamento de Fideicomiso que está incorporado a la **Recopilación de Normas para Bancos y Entidades Financieras (RNBEF)**, emitida por la **Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF)** establece que la sociedad fiduciaria sólo podrá disponer de los bienes fideicomitados con arreglo a las disposiciones contenidas en el documento constitutivo del fideicomiso.

b) En el caso de liquidación de una sociedad fiduciaria, el Reglamento de

Fideicomiso de la SBEF deja claramente establecido que el patrimonio fideicomitado no forma parte de la masa de bienes. De acuerdo a ello, se reconoce a las personas que tuviesen legítimo interés, el derecho de identificar y rescatar, en cualquier estado del proceso de liquidación, los bienes existentes que pertenezcan al patrimonio fideicomitado. Tratándose de los bienes que no puedan ser identificados o de bienes, o derechos perdidos, los fideicomisarios tienen derecho sobre la masa al pago de un crédito amparado con un privilegio general de primer orden hasta por el importe de la responsabilidad de la sociedad fiduciaria.

c) La actuación de la sociedad fiduciaria se encuentra sujeta al cumplimiento de una serie de obligaciones y le resultan aplicables determinadas prohibiciones. Asimismo, también la sociedad fiduciaria goza de ciertos derechos al intervenir en un fideicomiso.

Ente las principales obligaciones que corresponden a la sociedad fiduciaria relacionadas con el desarrollo y la ejecución del fideicomiso además de las que se expresan en el acto de constitución están:

1. Realizar diligentemente todos los actos necesarios para la consecución de la finalidad del fideicomiso.
2. Mantener los bienes objeto del fideicomiso, separados de los propios y de los correspondientes a otros negocios de igual naturaleza y asegurar los mismos cuando así se haya estipulado en el acto de constitución.
3. Procurar el mayor rendimiento económico posible de los bienes objeto del fideicomiso, en la forma y con los requisitos previstos en el acto constitutivo.
4. Ejercitar personería para la protección y defensa de los bienes en fideicomiso contra actos de terceros, del beneficiario o del mismo fideicomitente.

5. Transmitir los bienes a la persona a quien corresponda, conforme al acto de constitución o de la Ley, una vez concluido el negocio en fideicomiso.

6. Rendir cuentas de su gestión al beneficiario o, en su caso, al fideicomitente, cada seis meses y a su conclusión.

Respecto a las prohibiciones aplicables a la sociedad fiduciaria, se tienen las siguientes:

1. Los negocios de fideicomisos secretos.

2. Aquellos en los cuales el beneficio se conceda a diversas personas que sucesivamente deban sustituirse por muerte de la anterior.

3. Aquellos cuya duración sea mayor a treinta años, salvo que el beneficiario sea una institución de asistencia, científica, cultural o técnica, con fines no lucrativos.

Es nula toda estipulación que disponga que el fiduciario adquiera definitivamente, por causa del fideicomiso, el dominio de tales bienes.

Art. 1.424: Calidad de fiduciario y beneficiario. No son aceptables en una misma persona las calidades de fiduciario y de beneficiario. Si tal cosa sucediera, no podrá ser acreedor de los beneficios del fideicomiso mientras subsista la confusión.

Reglamento Fideicomiso SBEF o ASFI Art. 7°: Las entidades financieras en su sección de fideicomiso no deberán recibir de sus clientes, depósitos de cualquier clase, que estén ajenos a la naturaleza del contrato suscrito entre las partes.

Art. 8°: Los bienes o valores recibidos en fideicomiso no podrán ser usados, colocados o invertidos en operaciones diferentes a las estipuladas en el contrato.

Art. 9°: Las entidades financieras no deberán, bajo ningún motivo, incorporar a su patrimonio los fondos recibidos en fideicomiso.

Art. 10: Se prohíbe que los fiduciarios asuman ningún tipo de riesgo sobre la rentabilidad, recuperabilidad, liquidez, diferencia cambiaria y cualquier otro riesgo financiero sobre los recursos recibidos en fideicomiso. Esta condición deberá estar expresamente indicada dentro del contrato firmado entre las partes.

Art. 11: Se prohíbe que los fiduciarios realicen, con cargo a los patrimonios fideicometidos, inversiones en sus propias acciones, en títulos de deuda o en depósitos a plazo fijo por ellos emitidos.

En cuanto a los derechos que corresponden a la sociedad fiduciaria respecto a lo fideicomisos que celebre, se tienen los siguientes:

Art. 1.417: (Remuneración). Todo negocio en fideicomiso es remunerado conforme a las normas previstas en el acto de constitución y, en su caso, conforme a las tarifas que pudieran ser aprobadas por la autoridad administrativa competente.

Art. 5°: Las remuneraciones al fiduciario serán expresamente establecidas en el contrato entre las partes.

e) Causales de Terminación del Fideicomiso.

Código de Comercio, Título VII, Operaciones y contratos bancarios, Capítulo IV, Servicios bancarios, Sección III, Fideicomiso:

Art. 1.415: Derechos del beneficiario. El beneficiario tiene los siguientes derechos, además de los concedidos en el acto constitutivo y esta Ley:

1. Exigir al fiduciario el fiel cumplimiento de sus obligaciones y, en su caso, hacer efectiva la responsabilidad por el incumplimiento de ellas.

2. Perseguir la reivindicación de los bienes fideicometidos para reintegrarlos al patrimonio del fideicomiso, cuando haya salido indebidamente del mismo.
3. Impugnar los actos anulables del fiduciario dentro de los cinco años contados desde el día en que hubiera tenido conocimiento del acto que dé origen a la acción.
4. Pedir a la autoridad administrativa competente, siempre que exista causa justificada, la remoción del fiduciario y, como medida preventiva, el nombramiento de un administrador interino.

Art. 1.416: (Derechos del Fideicomitente). El fideicomitente tiene los siguientes derechos:

1. Los que se hubiera reservado para ejercerlos directamente en el acto constitutivo del fideicomiso.
2. Revocar el fideicomiso cuando se hubiera reservado esta facultad en el acto constitutivo, pedir la remoción del fiduciario y nombrar al sustituto cuando ello hubiera lugar.
3. Obtener la devolución de los bienes al extinguirse el negocio fiduciario si no se hubiera previsto de distinto modo en el acto de su constitución.
4. Exigir rendición de cuentas.
5. Ejercer la acción de responsabilidad contra el fiduciario.
6. En general, todos los derechos expresamente estipulados y que no sean incompatibles con la naturaleza del fideicomiso.

Art. 1.420: Remoción del fiduciario. A solicitud del fideicomitente, del beneficiario o de los directamente interesados, el fiduciario puede ser removido por el juez competente cuando se le compruebe dolo o grave negligencia, descuido en sus funciones o cuando no acceda a la verificación del inventario

de los bienes objeto del fideicomiso, del activo y pasivo y de los resultados de la gestión o se resista a dar la caución comprometida en el contrato.

Art. 1.421: Causas de extinción. Son causas de extinción del fideicomiso, además de las establecidas en el Código Civil, las siguientes:

1. Expiración del plazo señalado en el contrato.
2. Cumplimiento de la condición resolutoria a la cual se haya sujetado.
3. Muerte del fideicomitente o del beneficiario cuando el suceso haya sido señalado como causa de extinción.
4. Disolución o liquidación de la entidad fiduciaria.
5. Haberse realizado sus fines o por la imposibilidad material de realizarlos.
6. Mutuo acuerdo entre el fideicomitente y el beneficiario, sin perjuicio de los derechos del fiduciario.
7. Revocación del fideicomitente cuando se haya reservado este derecho en el acto constitutivo;
8. Imposibilidad de sustitución por falta de otro fiduciario.

Código de Comercio, Título VII, Operaciones y contratos bancarios, Capítulo IV, Servicios bancarios, Sección III, Fideicomiso:

Art. 1.418: Causa de renuncia del fiduciario. El fiduciario sólo puede renunciar a la gestión asumida por los motivos expresamente señalados en el contrato. A falta de estipulación, se presumen como causas justificadas para hacerlo, las siguientes:

1. Si los bienes en fideicomiso no rinden productos suficientes para cubrir las remuneraciones estipuladas a favor del fiduciario.

2. Si el fideicomitente, sus herederos o el beneficiario en su caso, se niegan a pagar dichas remuneraciones.

3. Si existen otras causas calificadas por el juez.

La renuncia del fiduciario requiere autorización previa de la autoridad administrativa competente

Asimismo, se sanciona con nulidad la celebración de fideicomisos en los casos en los que se incurra en cualquiera de las siguientes causales:

1.Si el fideicomitente carece de facultades de disposición de los bienes y/o derecho transferidos en fideicomiso.

2.Si el objeto del fideicomiso fuese ilícito o imposible.

3.Es nula toda estipulación que disponga que el fiduciario adquirirá definitivamente, por causa del fideicomiso, el dominio de tales bienes.

4.Si todos los fideicomisarios fuesen personas que de acuerdo a ley, se encontrasen impedidas de recibir los beneficios del fideicomiso.

5.Si todos los bienes que integran el fideicomiso se encuentran fuera del comercio .

Finalmente, corresponde a la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, hoy denominada Autoridad Supervisora de Entidades Financieras ASFI y dependiendo de la modalidad de fideicomiso de que se trate, dictar las normas regulatorias que resultaren aplicables y regularen el fideicomiso. Actualmente, además del Código de Comercio, la mencionada Superintendencia ha incluido en la Recopilación de Normas para Bancos y Entidades Financieras (RNBEF), el Reglamento de Fideicomiso en el Título I capítulo XVII.

3.9. CLASIFICACION DEL FIDEICOMISO SEGÚN LA DOCTRINA

Respecto de la clasificación de los Fideicomisos no existe un criterio unificado entre los tratadistas, ya que pueden haber tantas clases de Fideicomisos como fines se pretenden alcanzar. De tal manera, que en esta oportunidad, se mencionarán algunas clases en atención a la legislación Boliviana y conforme a los siguientes términos:

A) Por la forma de instituirse: El Código de Comercio en su artículo 770 considera que Fideicomiso puede constituirse por contrato o instituirse por testamento, como ya fue indicado. Si se constituye por contrato debe constar en Escritura Pública en el acto de suscripción, y además, debe constar la aceptación del fiduciario en el mismo acto y consignar en el documento el valor estimativo de los bienes.

Reflejando los antecedentes del Antiguo Derecho Romano, se permite que se instituya por testamento, por lo que en los artículos 772 y 773 del Código de Comercio, se consignan los pasos a seguir en caso que el Fideicomiso haya sido instituido por testamento: a) Se debe reconocer la legitimidad del testamento: b) Se debe realizar un inventario y un avalúo de los bienes fideicomitidos con intervención del fiduciario.

Se entiende que los Fideicomisos por testamento se constituyen hasta que el testador fallece, por tratarse de un acto de última voluntad. A esta clase se le denomina Fideicomiso testamentario.

B) Por los sujetos que intervienen: La ley admite la posibilidad de constituir un Fideicomiso sin indicar fideicomisario, como fue visto con anterioridad en referencia al artículo 769 del Código de Comercio.

C) Por los fines que persigue: Tan amplias son las posibilidades de constituir Fideicomisos para la consecución de cualquier fin, como lo es el principio de la autonomía de la voluntad. En tal virtud cabe mencionar, entre otras, la siguiente clasificación:

- Fideicomiso de Administración: En esta clase de Fideicomiso el fideicomitente transmite bienes al fiduciario para que se encargue de administrarlos y de realizar diversos actos en beneficio del fideicomisario. Como ejemplo: cobros de rentas, pago de impuestos, celebración de contratos de arrendamiento, medidas de conservación de los bienes

- Fideicomiso de Garantía: Implica que los bienes fideicometidos sirven para garantizar el cumplimiento de una o varias obligaciones especialmente crediticias a cargo del fideicomitente. Por ejemplo, en créditos obtenidos por éste o a su favor por el fiduciario, dichos bienes garantizan el pago de tales créditos.

- Fideicomiso de Inversión: En este caso el fideicomitente gira instrucciones al fiduciario para que éste utilice los bienes fideicometidos en inversiones en valores que produzcan renta. Es decir, el fideicomitente busca realizar, a través de este tipo de Fideicomiso, actividades de las cuales se deriven rendimientos interesantes.

Existen otras clasificaciones que se ha empleado para otros propósitos y finalidades como los Fideicomisos de seguros, de desarrollo, de inmobiliarios, de gobierno, de nacionalización y otras.

De acuerdo a lo expuesto, se deduce que el fideicomiso es una operación sumamente práctica y útil, que ha podido adquirir un desarrollo y una difusión importante en otros países y que permite el mejoramiento al acceso al financiamiento el fideicomiso puede constituir una forma interesante y

adecuada de satisfacer las diversas necesidades que tienen los agentes económicos y las personas en general en Bolivia, a través de la constitución de patrimonios fideicometidos de naturaleza autónoma para el cumplimiento de finalidades específicas requeridas por estos

CAPITULO IV

LA REGULACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN BOLIVIA

4.1. LEY DEL MERCADO DE VALORES.

La Ley del Mercado de Valores contenida en la Ley Número 1834 del 31 de marzo del 1998 y su reglamento constituye el marco legal rector de la Titularización en Bolivia.

En el Título 1 denominado objeto, disposiciones preliminares, ámbito de aplicación, en su artículo 1º parte conducente dice:

"Artículo 1.- Del objeto y ámbito de aplicación: " El ámbito de aplicación de esta Ley y sus reglamentos contempla al Mercado de Valores bursátil y extrabursátil, norma la oferta pública y la intermediación de Valores, las Bolsas de valores, las agencias de Bolsa, los administradores de fondos y los Fondos de Inversión, las sociedades de Titularización y la Titularización, las calificadoras de riesgo, los emisores, las entidades de depósito de valores, así como las demás actividades y personas naturales o jurídicas que actúen en el Mercado de Valores de la República de Bolivia"

La presente ley también norma el funcionamiento y atribuciones, de la Superintendencia de Valores encargada de la fiscalización, control y regulación del Mercado de Valores.

El registro inscribirá la información pública respecto a:

- a. Los Valores que sean de oferta pública y sus emisores;*
- b. Las Bolsas de valores y sus reglamentos internos;*
- c. Las agencias de Bolsa;*
- d. Los operadores de las agencias de Bolsa;*
- e. Las entidades de depósito de valores;*
- f. Los Fondos de Inversión y sus reglamentos;*
- g. Las sociedades administradoras de Fondos de Inversión;*
- h. Las sociedades de Titularización;*
- i. Los Valores emitidos producto del proceso de Titularización;*
- j. Las entidades calificadoras de riesgo:*

*k. Las empresas de auditoría externa que participen en el Mercado de Valores;
y,*

j. Otras personas naturales o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras y otras actividades () Valores determinados mediante reglamento.

Las personas comprendidas en el párrafo anterior, se encuentran obligadas a proporcionar al Registro la información que éste le requiera.

El artículo 12 por su lado, enfatiza sobre la publicidad de la información al momento de la inscripción. Adicionalmente, existe un capítulo único que contiene normas generales respecto de la Titularización. Por ello se hará una síntesis de lo allí establecido, con el objeto de analizar la normativa desde el punto de vista de los elementos más importantes que caracterizan el mencionado proceso.

En el artículo 76 de la Ley de Mercado de Valores existe una definición legal Titularización, concepto que dice así: *"Artículo 76. La Titularización. 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".*

El concepto legal anterior destaca ciertos elementos esenciales. El primero, se relaciona con las sociedades de Titularización con activos y bienes (presentes o futuros) contempladas en el artículo 78 de la ley en cuestión. Estas sociedades son las receptoras de los activos a titularizar. Su función es la de servir de Vehículo para hacer la emisión. Con la palabra "Vehículo" se refiere a la entidad emisora o al Vehículo de propósito Especial que oportunamente fue explicado.

Estas sociedades deben constituirse como sociedades anónimas con objeto social exclusivo (Titularización), incluyendo en su denominación, la expresión "Sociedad de Titularización". Asimismo, deben obtener autorización de la Superintendencia de Valores para poder funcionar, cumplir con constituir un capital social mínimo, los requisitos y garantías establecidos en el reglamento respectivo; además quedan sometidas a la fiscalización y control de la Superintendencia de Valores y se regirán por las normas de la Ley de mercado de valores y sus reglamentos.

Se establecen ciertas prohibiciones: *"Las sociedades de Titularización no podrán intervenir en aquellos procesos de Titularización de empresas originadoras en las que sus accionistas, directores, administradores o gerentes, así como sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad del cómputo civil, tengan interés o vinculación de capital u otra forma de participación en sus órganos de administración."*

El segundo elemento esencial de conformidad con la definición contenida en el texto legal, se refiere a los valores emitidos como resultado del proceso de Titularización en favor de los inversionistas. Dichos valores son considerados, para efectos legales como para todo tipo de operación, como Valores, con todos los derechos y obligaciones de los mismos y pueden ser colocados y negociados sin restricción alguna. Son títulos con fuerza ejecutiva. Pueden ser de contenido crediticio, de participación, mixtos o representados en anotaciones en cuenta, nominativos, a la orden o al portador. Se norma la necesidad de una calificación del riesgo de los valores crediticios y mixtos. (artículos. 76, 83, 84 Ley del Mercado de Valores de Bolivia).

El tercer elemento a discutir es la constitución de un patrimonio autónomo, contenido en el artículo 76 último párrafo en que se dice que este patrimonio no forma 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.

El cuarto es el elemento subjetivo es el originador En la legislación Boliviana sólo se hace mención a que es una persona en interés, que se obliga a transferir los activos que constituyen un patrimonio, a la sociedad titularizadora.

Como se explicó, no todos los activos son titularizables, por lo que la ley boliviana menciona los siguientes activos sujetos a Titularización: valores de deuda pública, valores inscritos en el Registro del Mercado, cartera de crédito, 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, de conformidad con el reglamento (artículo 79 Ley del Mercado de Valores de Bolivia).

El tema tributario es notoriamente beneficioso ya que tanto la cesión de los bienes o activos sujetos a procesos de Titularización a cargo de las sociedades titularizadoras, al inicio como al final del proceso, está exenta del Impuesto a las Transacciones, del Impuesto al Valor Agregado (IVA) Y del pago de tasas de registro.

4.2. RESOLUCIÓN ADMINISTRATIVA SPVS-IV-NO.052. DEL 14 DE FEBRERO DE 2.000

El 14 de febrero del año 2000 fue emitida la Resolución Administrativa SPVS-IV-No.052 que contiene el Reglamento de normas prudenciales de Titularización y disposiciones complementarias específicas sobre la Titularización.

Este Reglamento hace referencia a muchas de las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores antes comentada, por lo que se intenta dar un marco general de lo normado por dicho reglamento a efecto de evitar repeticiones innecesarias.

Los mecanismos de cobertura son parte importante de esta normativa. Existen mecanismos internos como la subordinación, la sobrecolateralización, exceso de flujo de caja, sustitución de cartera, fondo de liquidez, los contratos de crédito y aval; y como mecanismos externos los seguros de crédito y garantías conferidas por instituciones financieras.

Existen normas relativas a la Titularización de cartera de crédito, inmuebles, proyectos de construcción, de valores inscritos, de infraestructura y servicios públicos. En la parte denominada "disposiciones complementarias sobre la Titularización" se encuentra la regulación específica a que están sujetas las sociedades de Titularización, es decir, todo lo referente a su funcionamiento, inscripción del patrimonio autónomo, los valores y su autorización para la oferta pública. Por último se sientan las bases para la celebración de contratos y actos unilaterales irrevocables de cesión e bienes y activos para la Titularización, y lo relacionado con la Asamblea de tenedores que es el máximo órgano de decisión del patrimonio autónomo, expresan así su voluntad y toman decisiones de carácter general con miras a su protección.

4.3. DECRETO SUPREMO 25514 DEL 17 DE SEPTIEMBRE DE 1.999.

En virtud de la facultad reglamentaria contemplada en la Ley del Mercado de Valores el poder ejecutivo expidió el Decreto Supremo 25514 de 1.999, el cual tuvo por objeto establecer normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y del proceso de titularización.

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

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

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

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

- La capacidad de la sociedad;
- Los impedimentos aplicables a las personas que aspiren a ocupar cargos directivos en la sociedad;

- El capital mínimo;
- La solvencia patrimonial;
- La posibilidad de transferir patrimonios autónomos a otra sociedad de titularización y,
- Las causales para intervenir y liquidar forzosamente a la sociedad de titularización.

En lo que respecta a la solvencia patrimonial, cabe destacar que el Decreto Supremo la establece para aquellos casos en que la sociedad de titularización genere patrimonios autónomos mediante acto unilateral, exigiéndosele que mantenga en todo momento un coeficiente de adecuación patrimonial de por lo menos el diez por ciento (10%) con relación a los bienes o activos.

El Decreto Supremo desarrolla el tratamiento tributario contemplado en la Ley del Mercado de Valores.

Así mismo, con el fin de agilizar la ejecución de garantías sobre créditos prendarios e hipotecarios que hubieren sido cedidos a un patrimonio autónomo, estableció una remisión expresa a las disposiciones contenidas en el Título II, Capítulo Único de la Ley de Abreviación Procesal Civil y de Asistencia Familiar No. 1760 de 1.997.

Por último, el Decreto en desarrollo de lo previsto en los artículos 15 y 85 de la Ley del Mercado de Valores, faculta a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros para expedir dentro del marco de dicha Ley y del Decreto, la reglamentación relacionada con los procesos de titularización, previa aprobación del Comité de Normas Financieras de Prudencia - CONFIP, cuando corresponda.

4.4. REGLAMENTO DE NORMAS PRUDENCIALES DE TITULARIZACIÓN.

Mediante la Resolución Administrativa SPVS-IV No. 052 de 2.000, la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros emitió el "REGLAMENTO DE NORMAS PRUDENCIALES DE TITULARIZACIÓN" aprobado por el CONFIP y el "REGLAMENTO DE DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS ESPECÍFICAS SOBRE TITULARIZACIÓN" El reglamento de normas prudenciales aprobado por el Comité de Normas Financieras de Prudencia (CONFIP), contiene la normatividad relativa a los bienes o activos objeto de titularización, estableciéndose en este caso una referencia a lo que sobre el particular contempla el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores; es decir, sobre valores de deuda pública, valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, cartera de crédito, documentos de crédito, flujos de caja, contrato de venta de bienes y servicios, contratos de arrendamiento financiero, de factoraje, activos y proyectos inmobiliarios y otros de acuerdo con reglamento.

Sobre este último punto, debe anotarse que el reglamento de normas prudenciales faculta a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros para autorizar mediante resolución administrativa de carácter general la estructuración de procesos con bienes diferentes. Además, las normas prudenciales hacen referencia a la solvencia patrimonial para las sociedades de titularización establecida en el Decreto Supremo, en el sentido de indicar que para tal efecto los activos o bienes adquiridos, cualquiera que fuera su naturaleza, tendrán una ponderación igual a uno (1).

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

normas prudenciales se establecieron las condiciones mínimas que deben tenerse en cuenta en la estructuración de procesos de cartera de crédito y otros activos o bienes generadores de un flujo de caja, de inmuebles, de proyectos de construcción, de documentos de crédito y contratos, de valores inscritos en el registro del mercado de valores y de obras de infraestructura y servicios públicos. De otra parte, el Reglamento de Norma Prudenciales aprobado por el CONFIP contiene normas especiales aplicables a las sociedades de titularización, entre las cuales se encuentra el régimen de prohibiciones, de obligaciones, seguimiento de gestión, rendición de cuentas y tarifas.

4.5. REGLAMENTO DE DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS ESPECÍFICAS SOBRE TITULARIZACIÓN.

El reglamento de disposiciones complementarias específicas sobre titularización tiene por objeto establecer las normas que deben observar las sociedades de titularización para su autorización e inscripción en el Registro del Mercado de Valores, la autorización e inscripción de los patrimonios autónomos, de los valores y la autorización de su oferta pública.

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

4.6. LEY DE REACTIVACIÓN ECONÓMICA, LEY N°. 2064 DEL 3 DE ABRIL DE 2.000.

El artículo 29 de la Ley de Reactivación Económica, modificó la Ley del Mercado de Valores. En el tema que nos ocupa, hizo claridad sobre aspectos

tales como la ausencia de originador en los casos en que la cesión de bienes o activos proceda de la sociedad de titularización. Retomó el tema de los efectos de la cesión de bienes o activos, con el fin de establecer en forma más clara la definición inicial contemplada en la Ley del Mercado de Valores.

Adicionalmente, determinó cuándo se considera que inicia y finaliza un proceso de titularización y se refirió a la exención del pago de derechos de inscripción del traspaso de bienes o activos en Derechos Reales cuando corresponda. Otros temas regulados en la mencionada ley y que sin duda tienen efectos bondadosos para la titularización en Bolivia, son los contemplados en los artículos 36 y 37, relativos a la transferencia de cartera y a la exención del pago del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a las Transacciones de toda negociación de valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

4.7. RESOLUCIÓN SPVS IV NO. 212 DEL 29 DE MAYO DE 2.000.

Mediante esta resolución se expidió el Manual de Cuentas de las Sociedades de Titularización, el cual contiene las disposiciones generales, el plan de cuentas, las normas relativas a la presentación y publicación de estados financieros, descripciones, dinámica de cuentas, esquemas contables y los formatos para presentación de informes. Ahora bien, en cuanto hace a su actividad como Sociedad de Titularización, la cual generará exclusivamente ingresos por comisiones, este registro puede ser incorporado dentro de la dinámica contable establecida por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, sin dificultad alguna.

4.8. NORMAS TRIBUTARIAS.

Un aspecto que resulta favorable en procura del éxito de la titularización en Bolivia, es el tratamiento tributario que se le ha dado a la figura. En efecto, la Ley del Mercado de Valores en su artículo 86 exoneró la cesión o transferencia de los bienes o activos en virtud de procesos de titularización, tanto al inicio como a la finalización de éstos, del Impuesto a las Transacciones, del Impuesto al Valor Agregado IVA y de las tasas de Registro. Adicionalmente, el Decreto Supremo 25514 de 1.999, se ocupó de reglamentar la exención tributaria establecida en la Ley, al considerar que para efectos de dicha exención se entiende por inicio del proceso el contrato de cesión de bienes o activos o la transferencia de los bienes o activos a una sociedad de titularización para su posterior cesión al patrimonio autónomo por acto unilateral. Igualmente establece que se considera como finalización del proceso la extinción del patrimonio autónomo.

Así mismo aclara, lo relativo a las tasas de registro de que trata el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, al establecer que la inscripción de los bienes o activos cedidos para la constitución del patrimonio autónomo, en el Registro de Derechos Reales, cuando corresponda, así como en otros registros.

Estos aspectos son retomados por la Ley de Reactivación Económica que en el numeral 9. del artículo 29 adiciona en tal sentido el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores. Pero la Ley de Reactivación Económica contempla dos normas adicionales que tienen efecto en la titularización. En primer lugar, debe anotarse que el artículo 36 de la mencionada Ley establece que las operaciones de transferencia de cartera de intermediación financiera, de seguros, pensiones y portafolios del mercado de valores, ya sea por venta o por cesión, se encuentran exentas del Impuestos a las Transacciones, del Impuesto al Valor Agregado y del pago de las tasas de registro.

Así mismo, establece que los notarios cobrarán un arancel mínimo no sujeto a cuantía con carácter global por toda la transacción. En segundo lugar, el artículo 37 de la mencionada Ley declara exenta del pago de Impuestos al Valor Agregado y al de Transacciones, toda transacción con valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores realizada en la República de Bolivia y que tenga efectos en el territorio boliviano. De esta manera, la negociación en el mercado secundario de los valores emitidos en procesos de titularización tiene también un incentivo tributario.

4.9. DETERMINACION DE LA REGULACION DE LAS PARTES DEL PROCESO, VALORES A EMITIRSE.

4.9.1. Partes que Intervienen en el Proceso.

En este numeral, se anunciarán y definirán en forma resumida las partes que podrían llegar a intervenir en un proceso de titularización de acuerdo con la legislación boliviana.

Originador: Como tantas veces se ha anotado, es el tercero, persona individual o colectiva, no vinculado a la sociedad de titularización que transfiere los bienes o activos al patrimonio autónomo.

Sociedad de titularización: Es aquella sociedad de objeto exclusivo que administra y representa al patrimonio autónomo.

Administradora de los bienes o activos: Es la persona individual o colectiva encargada de cumplir las funciones de conservación, custodia y administración de los bienes que conforman el patrimonio autónomo. Esta actividad la puede ejercer la sociedad de titularización, el originador o un tercero.

Colocadora: Es la entidad especializada en la colocación de los valores en el mercado primario, también denominado Underwriter. Este agente no es

indispensable en el proceso, puesto que la colocación de los valores la puede realizar directamente la sociedad de titularización en representación del patrimonio autónomo emisor de los títulos.

Estructurador: De acuerdo con el Decreto Supremo, el estructurador es el encargado de agrupar bienes o activos con características comunes para efectos de la constitución del patrimonio autónomo. La realidad es que la labor del estructurador se refiere precisamente a la estructuración financiera y jurídica de los procesos de titularización y no sólo a agrupar unos bienes, como lo define la norma. Esta labor puede ser realizada por la sociedad de titularización, el originador o por personas especializadas en el tema.

Representante Común de Tenedores de Valores: Es quien actúa en representación de los tenedores de los valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización

Entidad Calificadora de Riesgo: Es la entidad especializada que otorga la calificación a los valores emitidos en un proceso de titularización.

Garante: Se refiere a aquella persona individual o colectiva que otorga garantías adicionales al proceso de titularización

4.9.2. Valores que pueden emitirse.

Los valores emitidos en un proceso de titularización, conforme con lo dispuesto por el artículo 83 de la Ley del Mercado de Valores, son títulos con fuerza ejecutiva. Adicionalmente, son valores de oferta pública y que pueden emitirse a la orden, nominativos o al portador. Así mismo, debe anotarse que son títulos que no pueden tener un vencimiento inferior a un año y un plazo máximo que no puede superar el de duración del patrimonio autónomo que los emite. Deben estar calificados salvo que se trate de títulos de participación, y los emitidos en procesos estructurados a partir de valores de deuda emitidos o

garantizados por la Nación o por el Banco Central de Bolivia. Las normas conciben una amplia gama de posibilidades para generar valores en desarrollo de procesos de titularización. Las modalidades básicas que existen, son las siguientes:

Valores de Participación: Son aquellos que representan derechos de participación sobre el patrimonio autónomo. Este tipo de valores no tiene un rendimiento fijo sino que corresponde a las utilidades o pérdidas que genere el patrimonio autónomo.

Valores de contenido crediticio: Son los que incorporan el derecho a percibir el pago del capital y de los rendimientos financieros, en los términos y condiciones que se establezcan.

Valores mixtos. Son aquellos que resultan de una combinación de los valores participación y de los de contenido crediticio.

PARTE V
MARCO PRÁCTICO

CAPITULO V

5.1. DESARROLLO DE LA TITULARIZACION EN EL DERECHO COMPARADO.

Debido a la globalización del fenómeno de la Titularización de Activos en diversos países alrededor del mundo, se ha considerado importante analizar en forma comparada, las legislaciones de ciertos países de Latinoamérica que han sido desarrolladas con éxito y cuyo mercado se ha visto incentivado a realizar procesos de Titularización.

En este capítulo se analizarán los marcos legales en torno a la titularización de activos de Ecuador, Argentina, y Colombia a fin de lograr establecer cuáles son los medios o vehículos legales que en estos países son utilizados para llevar a cabo este proceso y posteriormente estudiar algunos a fin de dilucidar cuál de todos es el idóneo para titularizar activos en Bolivia.

5.1.1. MARCO GENERAL EN PAÍSES LATINOAMERICANOS.

Son diversos los países del mundo que han optado por realizar actividades de Titularización. Algunos de ellos han implementado una legislación específica que regulan estas operaciones en aspectos importantes.

En Ecuador, con la entrada en vigencia de la ley de Mercado de Valores el 23 de julio de 1998, en el título XVI regula lo relativo a la Titularización, cuya característica esencial es que, para realizar este proceso, se requiere de la aprobación del órgano de control, con base en las disposiciones generales y de publicidad de la información fijadas por el Consejo Nacional de Valores (C.N.V).

Además, la Resolución número CNV-009-2000, contiene el reglamento sobre procesos de Titularización aplicable a originadores de derecho privado.

En Argentina fue emitida la resolución general número 237 de la Comisión Nacional de Valores el 26 de agosto de 1993. Esta contempla una regulación en torno a los fondos comunes de inversión como Vehículo idóneo para canalizar las operaciones de Titularización. Asimismo, en 1995 entró en vigencia la Ley número 24.441 denominada "Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción", en la que se contempla la figura del Fideicomiso financiero; este cuerpo legal contiene disposiciones que se relacionan con la Titularización por medio de la emisión de certificados de participación en el Fideicomiso o títulos representativos de deuda. En 1937, en Colombia, mediante el Decreto-ley 2059 se facultó al Superintendente de Bancos para autorizar a todos los bancos domiciliados en Colombia a abrir oficinas destinadas a la movilización de la propiedad de bienes raíces. Dichas oficinas eran una dependencia de la respectiva sección fiduciaria de cada banco. La única condición que existía para el otorgamiento de tal autorización, radicaba en que el precio de los valores emitidos no podía exceder de la mitad del valor del bien inmueble correspondiente. Sin embargo, por distintas razones de orden económico y jurídico, esto no tuvo el éxito que se esperaba. Por ello, actualmente Colombia cuenta con un marco legal muy amplio que regula la Titularización. Surge la ley número 35 promulgada el 5 de enero de 1993, por medio de la cual se crean normas obligatorias para el Gobierno Nacional con el objeto de regular las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras. Adicionalmente, cuenta con el Decreto número 0653 del 1 de abril de 1993, por el cual se expidió el Estatuto Orgánico del Mercado de Valores, y existe un reglamento contenido en la resolución número 139 de 1993 de la Superintendencia de Valores del país.

5.1.2. ANÁLISIS DE LA LEGISLACIÓN DE ECUADOR.

De conformidad con la Ley del Mercado de Valores de Ecuador, contenida en la ley número 107ROI 367 del 23 de julio de 1998, la Titularización se encuentra definida en el artículo 138 y dice:

"Art. 138. - De la Titularización. Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo de patrimonio autónomo⁴¹.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de Titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley. No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de Titularización".

Del contenido de la disposición anterior es posible desglosar ciertos aspectos relevantes. El primero consiste en determinar qué tipos de valores son los que la ley permite emitir. Para ello es necesario remitirse al artículo 147 de la ley mencionada, en el que se indican los valores que se emiten como consecuencia de procesos de Titularización siendo los que a continuación se detallan:

"a) Valores de contenido crediticio: *Por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del Fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente*

⁴¹ ALLAN RODRÍGUEZ AGUILAR "El Mercado de Capitales en Ecuador Después de la Reforma Económica", En: www.incae.ac.cr/EN/clacds/investigación/pdf/cen111.pdf

*de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos; **b) Valores de participación:** Por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de Titularización; y, **c) Valores mixtos:** Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de Titularización.”*

En cuanto a la naturaleza de los valores emitidos, el artículo 148 establece que pueden ser a la orden o nominativos, con posibilidad que los títulos crediticios y los mixtos tengan cupones nominativos al portador. Por otro lado esta norma permite que los valores sean representados por títulos o por anotaciones en cuenta. El segundo aspecto importante consiste en la constitución de un patrimonio independiente o autónomo, el cual se regula en el artículo 141, que en términos generales, establece que será un patrimonio de propósito exclusivo que contará con su propio balance, distinto de los patrimonios individuales del originador, del agente de manejo de los inversionistas. El patrimonio de propósito exclusivo respalda la emisión de valores, por lo que los inversionistas sólo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo, más no en los activos propios del agente de manejo.

El tercer punto relevante consiste en determinar cuáles son requisitos establecidos por esta ley para los procesos de Titularización. Para ello, se hará una síntesis de lo establecido en dicha ley con la finalidad de analizar la normativa desde el punto de vista de los elementos más importantes que caracterizan el mencionado proceso. La primera característica consiste en que

los activos deben ser susceptibles de titularizar: El artículo 143 dice que tales activos *deben existir y deben generar flujos futuros determinables y deben estar libres de gravámenes, limitaciones, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberán estar pendientes de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.*

Se menciona una lista de posibles activos a titularizar, tales como valores representativos de deuda pública, valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, carteras de crédito, activos y proyectos inmobiliarios, y activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos. La ley es amplia en el sentido que esta numeración no es *numerus clausus* sino que deja abierta la puerta para titularizar otros activos, siempre que se cuente con la autorización de la Superintendencia de Compañías del país.

En el segundo párrafo del artículo 141, se dice literalmente: *"Los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo no pueden ser embargados ni sujetos de ninguna medida precautoria o preventiva por los acreedores del originador, del agente de manejo o de los inversionistas. Los acreedores de los inversionistas podrán perseguir los derechos y beneficios que a éstos les corresponda respecto de los valores en los que hayan invertido".*

La segunda característica es la transferencia de los activos: El artículo 144 contempla la transferencia de dominio de activos. El originador transfiere los activos al patrimonio de propósito exclusivo. ***Tal transferencia puede realizarse a título oneroso o a título de Fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de Titularización.***

Es interesante también hacer- alusión a que el Juez competente, mediante sentencia ejecutoriada debe declarar la nulidad, la simulación por la ineficacia de la transferencia de activos realizada, si la Titularización fue hecha en fraude de terceros. Sin embargo, si los activos transferidos no generan flujo de caja o lo generan con dificultad, no es procedente realizar tales declaratorias. Además, mediante una norma prohibitiva expresa, se consigna que ni el originador ni el agente de manejo (administrador) pueden solicitar la rescisión del inmueble por lesión enorme. A este respecto, cabe recordar que fue indicado el principio de la "irrevocabilidad de la transferencia", por lo que en el caso de Ecuador, este principio resalta al amparo de esta norma.

Como tercera característica relevante, se encuentran las partes esenciales del proceso de conformidad con la ley en mención, son las contenidas en su artículo 139, norma que se considera prudente enunciar de manera literal:

Art. 139. - Partes esenciales. Las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de Titularización son las siguientes:

1) Originador *consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.*

2) Agente de Manejo *será una sociedad administradora de fondos y Fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de Fideicomiso mercantil, las siguientes: a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de Titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley; b) Recibir del originador y en representación*

del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados; c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo; d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley; e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y, f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos. Las funciones señaladas en los literales a), b) y c) son indelegables. La delegación de las funciones restantes deberán indicarse expresamente en el contrato de Fideicomiso mercantil. El agente de manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas.

En todo caso, la responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente a la buena administración del proceso de Titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve.

3) Patrimonio de propósito exclusivo, que siempre será del emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de Titularización. Dicho patrimonio podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión **o de un Fideicomiso mercantil**, administrado por una sociedad administradora de fondos y Fideicomisos.

4) Inversionistas, son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de Titularización. **5) Comité de Vigilancia**, estará compuesto por lo menos por tres miembros. elegidos por los tenedores

de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

Del contenido de la norma anteriormente citada se pueden realizar los siguientes comentarios:

En primer lugar es importante resaltar que el originador debe ser necesariamente propietario de los activos a transferir, y no simplemente poseedor de los mismos.

Seguidamente, en referencia al agente de manejo, éste debe ser una sociedad administradora de fondos y Fideicomisos teniendo a su cargo, además de las funciones que le sean conferidas en el contrato de Fideicomiso mercantil, ciertas funciones específicas respaldadas por la ley, estando obligada a cumplirlas. (Obtener autorización para Titularizaciones cuyos valores sean colocados en oferta pública, recibe y administra los activos transferidos por el originador, representa el patrimonio autónomo creado por los activos recibidos, emite los valores y los coloca en oferta pública y distribuye los resultados obtenidos entre los inversionistas). La ley manda que tales funciones deben estipularse expresamente en el correspondiente contrato de fideicomiso.

Por su lado, el patrimonio autónomo toma la denominación de Patrimonio de Propósito Exclusivo, que puede instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un Fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y Fideicomisos. Se enfatiza en estos dos últimos aspectos, ya que serán considerados adelante, por motivos inherentes al presente trabajo.

Ahora surge la inquietud en torno a los mecanismos permitidos para realizar un proceso de Titularización en Ecuador, respuesta que se encuentra en el artículo

140, el cual establece que "*Los procesos de Titularización podrán llevarse a cabo a través de los mecanismos de fondos colectivos de inversión o de **Fideicomisos mercantiles***. Cualquiera que sea el mecanismo que se utilice para titularizar, el agente de manejo podrá fijar un punto de equilibrio financiero, cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión, que de alcanzarse, determinará el inicio del proceso de Titularización correspondiente".

Se observa que en el caso de Ecuador, la ley del mercado de valores permite que los procesos de Titularización se lleven a cabo por la vía de los fondos colectivos de inversión o de Fideicomisos mercantiles. Enfatiza de igual manera sobre la necesidad de un Reglamento de Gestión para dar inicio al proceso.

Se debe tomar en cuenta también que en los procesos de Titularización es necesaria la participación de un Comité de Vigilancia, compuesto por tres miembros elegidos por los tenedores de los títulos, bajo condición que dichos miembros no sean personas que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo. Esto último, lleva implícito la inexistencia de relación entre ambas partes, ya que el comité de vigilancia tiene como función comprobar que el agente de manejo cumpla con lo establecido en la ley del mercado de valores y su reglamento, función que fuera imposible cumplir objetivamente, si sus miembros tuviesen relación con el agente de manejo.

Inclusive, en caso que sean compañías fiduciarias las que actúen como agentes de manejo, se debe designar a un agente pagador (la propia fiduciaria o institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos), se consigna en el artículo 152 último párrafo de la ley, que cuando el comité de vigilancia detecte el incumplimiento de las normas que rigen el Fideicomiso mercantil debe ponerlo en conocimiento de la Superintendencia de Compañías. Como fue analizado, los riesgos en la Titularización de Activos, son implacables. La legislación ecuatoriana menciona en el artículo 150 ciertos

mecanismos de garantía dentro de los cuales el agente de manejo o el originador deben constituir al menos uno. Se mencionan, por ejemplo, la subordinación de la emisión, la sobrecolateralización, la sustitución de activos, la garantía o aval, Garantía bancaria o póliza de seguro,⁴² Contratos de apertura de crédito,⁴³ Fideicomiso de garantía⁴⁴ y Exceso de flujo de fondos⁴⁵.

En el cuerpo legal ahora analizado existen disposiciones especiales en las que se norman los procesos de Titularización de cartera, de inmuebles, de proyectos inmobiliarios y de flujos de fondo en general. Asimismo, se estipula en la última norma, que las transferencias de dominio de los activos se encuentran exentas del pago de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones. Por su parte, el Reglamento sobre procesos de Titularización aplicable a originadores de derecho privado, enfatiza de nuevo sobre los tres tipos de valores que se pueden emitir que coinciden con los estipulados en su Ley del Mercado de Valores, que ya fueron comentados. A su vez, incluye normas para la valoración del mercado de la cartera de crédito, factores, documentación y análisis requeridos para la determinación del índice de siniestralidad general de la cartera de crédito, de la desviación general de inmuebles, proyectos inmobiliarios y flujos de fondo estableciendo los aspectos que el agente de manejo debe considerar para analizar el patrimonio autónomo.

⁴² Consiste en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas (art. 150 Ley del Mercado de Valores de Ecuador).

⁴³ A través de estos contratos se dispone, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de Liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará de decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito (art.150 Ley del Mercado de Valores de Ecuador).

⁴⁴ Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas (art. 150 Ley del Mercado de Valores de Ecuador)

⁴⁵ Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda. a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los Inversionistas (art. 150 Ley del Mercado de Valores de Ecuador).

Asimismo, contempla un procedimiento para la autorización de emisión de valores requiriendo que se presente a la Superintendencia de Compañías determinada información. Expone que los mecanismos de garantía deben cubrir el 1.5 veces el índice de siniestralidad o desviación y detalla la información que debe contener el Reglamento de Gestión.

5.1.3. ANÁLISIS DE LA LEGISLACIÓN DE ARGENTINA.

Con la resolución general 237 de la Comisión Nacional de Valores de fecha 26 de agosto de 1993 se logra implementar una normativa, que en su parte considerativa indica que el proceso de Titularización o securitización ha permitido a quienes han creado nuevos títulos, acceder a otras fuentes de financiamiento innovadoras, logrando así reducir sus costos financieros. De esa manera, mediante esta resolución, se consideró a los Fondos Comunes de Inversión como Vehículos extremadamente idóneos para el desarrollo de esquemas de Titularización. Esto se debe a varias razones: la primera, por la prolongada vigencia del régimen jurídico de la figura; la segunda, por la constitución de un patrimonio indiviso separado; la tercera, por la confianza que ha inspirado en los inversionistas y, la cuarta, por lograr la representación el principio de dispersión de la titularidad de carteras.⁴⁶

El artículo 2º establece la posibilidad de constituir fondos comunes cerrados con objeto especial de inversión. El haber del fondo se integra por conjuntos homogéneos o análogos de activos o derechos transmitidos a título oneroso a favor del fondo. Las cuotapartes, son las que dan derecho a una participación proporcional en la distribución de amortizaciones a capital y pago de intereses. Dichas cuota partes representan el haber del fondo y pueden ser representados

⁴⁶ DIAZ ORTEGA, ENRIQUE. Securitización en Argentina: Logros. Artículo publicado en www.mcfargentina.org/articulos/fideicomisofinancieroenargentina.pdf, Argentina Agosto, 2004.

por pagarés, letras, cédulas u otro tipo de títulos circulatorios. El mencionado haber es indivisible y los activos que lo integran están afectos al pago correspondiente de las cuota partes y al pago de gastos relativos a la gestión del fondo.

Los participantes necesarios en una estructura de securitización según la resolución 237 son:

- El originante del crédito que puede o no ser el transmitente y otorga el crédito.
- El Vehículo, que recibe los créditos y emite los títulos. En este caso se necesita la presencia de dos entidades: a) Una sociedad gerente, encargada de darle seguimiento permanente de la cartera de créditos titularizada y de efectuar un informe sobre el cobro de capitales, el cual debe ser presentado a la Comisión Nacional de Valores. Lo anterior en concordancia con el artículo 153 ter de las normas; b) Una sociedad depositaria que tiene a su cargo la guarda de los títulos representativos de los activos que integran el haber, efectuar los pagos a los cuotapartistas, controlar la actuación de la sociedad gerente, llevar el registro de las cuotapartes y expedir certificados que le sean solicitados.
- Dos sociedades calificadoras de riesgo que deben calificar a las cuotapartes.
- Los inversores iniciales que adquieren por primera vez las cuotapartes.

Por otra parte, los participantes accesorios son:

- El garante y el underwriter

El único inconveniente con la utilización de los Fondos de Inversión para llevar a cabo un proceso de Titularización, radica en que la venta de una cartera de crédito estaría afectada al pago del IVA, pagadero al momento de la celebración de la cesión o venta.

En 1995, dos años más tarde, se dictó la Ley 24.441 denominada "Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción". Dicha ley se analiza desde el punto de vista del tema de la Titularización, encontrándose regulada en diversas disposiciones normativas. En los artículos 83 y 84 del Título XII del capítulo 1, contiene las modificaciones a leyes impositivas donde se regula el tratamiento impositivo de los títulos valores representativos de deuda y certificados de participación emitidos por fiduciarios respecto de Fideicomisos que se constituyan para la Titularización de activos. Esto enseña que en dicho país ***otro mecanismo para llevar a cabo la Titularización es por medio de la figura de un Fideicomiso especial constituido para titularizar activos***. Los mencionados artículos se transcriben literalmente a continuación:

Según el artículo 1° de la Ley 24.441 de FF, *"Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario".*

Según el artículo 19 de la LF, *"Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. Dichos certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública".*

Según el artículo 2° del Capítulo XV de las NORMAS CNV, *"Habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá*

ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato".

"ARTICULO 83: *Los títulos valores representativos de deuda y los certificados de participación emitidos por fiduciarios respecto de Fideicomisos que se constituyan para la titulización de activos, serán objeto del siguiente tratamiento impositivo: a) Quedan exentas del impuesto al valor agregado las operaciones financieras y prestaciones relativas a su emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación, como así también las correspondientes a sus garantías; b) Los resultados provenientes de su compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, como así también sus intereses, actualizaciones y ajustes de capital, quedan exentos del impuesto a las ganancias, excepto para los sujetos comprendidos en el Título VI de la Ley de Impuesto a las Ganancias (texto ordenado 1986) y sus modificaciones. Cuando se trate de beneficiarios del exterior comprendidos en el título V de la citada norma legal, no regirá lo dispuesto en su artículo 21 y en el artículo 104 de la Ley 11.683 (texto ordenado 1978) y sus modificaciones. El tratamiento impositivo establecido en este artículo será de aplicación cuando los referidos títulos sean colocados por oferta pública.*

"ARTICULO 84.- *A los efectos del impuesto al valor agregado, cuando los bienes fideicometidos fuesen créditos, las transmisiones a favor del Fideicomiso no constituirán prestaciones o colocaciones financieras gravadas. Cuando el crédito cedido incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del impuesto por la prestación correspondiente a estos últimos continuará siendo el fideicomitente, salvo que el pago deba efectuarse al cesionario o a quien éste*

indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo. "

En atención a lo anterior, es interesante emprender el análisis de la figura del mencionado Fideicomiso constituido para la Titularización de Activos en virtud de la Ley 24.441. Esta última, en su capítulo IV, artículos 19 y 20, contempla el "**Fideicomiso financiero**", figura que por sus características, también se acopla para llevar a cabo el proceso de Titularización en Argentina. En las mencionadas disposiciones legales se indica que el fiduciario debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para actuar como fiduciario financiero.

Una vez constituido el Fideicomiso financiero se emiten certificados de participación o títulos representativos de deuda (garantizados con los bienes transmitidos) siendo los beneficiarios los titulares de tales certificados. De igual manera, se establece que tales certificados se consideran títulos valores y pueden ser objeto de oferta pública. Se hace la salvedad que la Comisión Nacional de Valores (CNV) es la autoridad competente en la aplicación de los Fideicomisos financieros, por lo que puede dictar normas reglamentarias.

En el Capítulo V, artículos 21 y 22 de la mencionada ley se encuentran regulados los certificados de participación y títulos de deuda. Estos pueden ser al portador o nominativos, endosables o no. En lo que concierne a los certificados de participación se dice que deben ser emitidos por el fiduciario, en tanto que los títulos representativos de deuda pueden ser emitidos por el mismo fiduciario o por terceros. Además, los certificados o los títulos representativos de deuda serán emitidos con base en las previsiones y condiciones para su emisión que consten en el contrato de Fideicomiso. Se hace mención de un prospecto en el que consten las enunciaciones necesarias para identificar el

Fideicomiso al que pertenecen, con una somera descripción de los derechos que confieren.

Seguidamente, el Capítulo 11 de la misma ley se hace constar las medidas a tomar en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado. En este caso el fiduciario cita a la Asamblea de tenedores de los títulos, notificándoles por medio de publicaciones de el Boletín Oficial y en un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario, asamblea a celebrarse dentro de los 60 días contados desde la ultima publicación. La Asamblea resolverá sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio. Estas medidas se aplicarían en caso no se hubiesen previsto contractualmente. El artículo 24 determina tales normas siendo las siguientes: a) *La transferencia del patrimonio fideicomitado como unidad a otra sociedad de igual giro.* b) *Las modificaciones del contrato de emisión, las que podrán comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos, modos o condiciones iniciales.* c) *La continuación de la administración de los bienes fideicomitados hasta la extinción del Fideicomiso.* d) *La forma de enajenación de los activos del patrimonio fideicomitado.* e) *La designación de aquel que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad y los activos que lo conforman.* f) *Cualquier otra materia que determine la asamblea relativa a la administración o liquidación del patrimonio separado...* "

5.1.4. ANÁLISIS DE LA LEGISLACIÓN DE COLOMBIA.

El 5 de enero de 1993 el Congreso de la República de Colombia emitió la ley número 35. Dicho documento tuvo su fuente en el Diario Oficial del año **CXXVM** número 40710 del 7 de enero de 1993, página 2 y fue reglamentada por los decretos números 1228 de 1996; 2605; 1169 Y 170, todos de 1993.

Esta ley contiene normas generales que señalan los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público y otras disposiciones en materia financiera, aseguradora y relativas a la Titularización.

Dentro del contexto de la ley 35, son diversas las normas que regulan el proceso de la Titularización. Tal es el caso del artículo 15 en el que queda plasmada la intervención estatal en las actividades de Titularización. El texto legal dice así: *"Las Superintendencias Bancaria y de Valores, según corresponda, vigilarán dentro de sus competencias legales los procesos de Titularización que ejecuten las entidades sometidas a su control"*. De igual manera, se observa que la Superintendencia Bancaria está dotada de un amplio poder interventor, al estar facultada para restringir las operaciones de Titularización cuando éstas, a su juicio, puedan poner en peligro la solvencia o la estabilidad financiera de la institución, o cuando dichas operaciones no sean realizadas de conformidad con las condiciones del mercado o bien los riesgos a asumir sean excesivos.

Lo anterior se consigna en el último párrafo del artículo 15 así: *"La Superintendencia Bancaria estará facultada para disponer las medidas que sean indispensables para restringir las operaciones de Titularización cuando las mismas puedan poner en peligro la solvencia de la institución o su estabilidad financiera, por estarse celebrando en condiciones que a su juicio no sean acordes con las del mercado, o porque impliquen la asunción de riesgos o responsabilidades que se califiquen como excesivos"*.⁴⁷

De igual manera se contempla el tema de la cesión de garantías hipotecarias. A este respecto, se dice que si dentro de un proceso de Titularización se diera el

⁴⁷ GOMEZ, OSCAR, Comentarios sobre Titularizadora Colombiana, Artículo elaborado el 23 de Septiembre del 2002. Publicado en la [Pag.Web. www.titularizadora.com](http://Pag.Web.www.titularizadora.com)

caso de una cesión de garantías hipotecarias que amparen créditos otorgados o adquiridos por instituciones financieras y por entidades aseguradoras, tal cesión se considera perfeccionada con la transferencia del título representativo de la obligación que corresponda. Además, se estipula que el Gobierno Nacional determinará la forma en que deberá hacerse constar la cesión.

En consecuencia, es latente y lamentable la figura del intervencionismo por parte del Gobierno Nacional de Colombia en las operaciones de Titularización; y es tan importante, que su base legal se encuentra en el artículo 150 numeral 19 literal d) de la Constitución Política de Colombia, el cual expone que el Gobierno Nacional ejercerá la intervención en las actividades financiera, aseguradora, del mercado de valores y demás actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público. Por otro lado, el artículo 36 segundo párrafo faculta al Gobierno Nacional para incorporar al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero las modificaciones que fueron dispuestas en la ley 35. Por ello, en la actualidad se encuentran incluidas en dicho estatuto las modificaciones al sistema de titulación y otras que no se mencionarán, por considerarse que se ubican fuera del esquema principal de esta tesis.

Como se expuso en el punto inmediato anterior, las modificaciones fueron incluidas en el Estatuto Orgánico del Mercado de Valores Públicos que en su capítulo tercero denominado "Otras disposiciones", artículo número 4.1.3.5, se encuentra regulado lo relativo a la Titularización. Dicha disposición legal textualmente dice:

"ARTICULO 4.1.3.5.- TITULARIZACION. Corresponde a la Superintendencia de Valores vigilar, según su competencia, los procesos de Titularización que ejecute las entidades sometidas a su control. La Cesión de garantías hipotecarias efectuada dentro de un proceso de Titularización que amparen

créditos otorgados o adquiridos por instituciones financieras y por entidades aseguradoras se entenderá perfeccionada con la transferencia del título representativo de la obligación se realicen no producirán efectos de novación. El Gobierno Nacional determinará la forma en que deberá hacerse constar la cesión y los demás requisitos que habrán de cumplirse en relación con la misma por parte de las instituciones financieras que intervengan a sus respectivas operaciones".

El contenido de esta norma coincide con el contenido consignado en la ley 35 ya analizada

La resolución 139 de la Superintendencia de Valores de Colombia contiene el documento reglamentario donde se encuentran unificadas las normas que constituyen el marco jurídico de la Titularización. En dicha resolución se aclaran los procedimientos tendientes al desarrollo de la Titularización, así como también se reglamentan esquemas de movilización de activos inmobiliarios que pueden dar lugar a la inscripción de nuevos valores. La primera disposición del documento indicado manda que los nuevos valores que se creen en el desarrollo de movilización de activos se realiza a través de la formación de patrimonios autónomos, con cargo a los cuales se emiten títulos de participación, de contenido crediticio o mixto.

En atención a lo anterior es posible delimitar ciertos elementos básicos del proceso de Titularización.

El primero se refiere a los activos movilizadores. De conformidad con el artículo 4 en Colombia pueden estructurarse procesos de Titularización a partir de: títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e intermediarios, cartera de crédito, documentos de crédito, activos inmobiliarios y rentas o flujos de caja predecibles con base en estadísticas de los últimos tres

años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos. No obstante, la Superintendencia de Valores puede autorizar otro tipo de activos para llevar a cabo la Titularización. Asimismo puede abstenerse de autorizar procesos de Titularización en determinadas circunstancias (temor fundado de causar daño al mercado, se desvirtúe la finalidad que persigue el proceso o cuando las condiciones financieras y económicas del mercado lo ameriten).

El segundo, se relaciona con la formación de los patrimonios autónomos. Se menciona la posibilidad de realizar, operaciones de Titularización a partir de patrimonios autónomos constituidos con sumas de dinero destinadas a adquirir cualquiera de los activos antes mencionados.

El tercero, corresponde a los títulos a emitir como consecuencia de la Titularización. Como se indicó, los títulos pueden ser de contenido crediticio, de participación o mixtos. El artículo 5 desarrolla con detalle cada uno de ellos de esta manera: *"Artículo 5. - Nuevos instrumentos financieros.- Como resultado de esquemas de Titularización podrán emitirse las siguientes clases de títulos:*
1. Títulos de contenido crediticio: en los cuales el patrimonio autónomo se obliga a la cancelación del principal y los intereses a los inversionistas, según las condiciones determinadas en el título. En este caso, los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo de la Titularización adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos.
2. Títulos de participación: en los cuales el inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio conformado por los activos de movilización. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genera el negocio objeto del contrato.
3. Títulos mixtos: Aquellos que de manera adicional a los derechos o alícuotas sobre el patrimonio o fondo

puedan ser amortizables o puedan tener una rentabilidad mínima. Estos valores pueden ser nominativos o a la orden. Su plazo no puede ser inferior a un año (salvo autorización de la Superintendencia de Valores). Además, deben cumplir con su inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (previa calificación por una sociedad calificadora de valores debidamente autorizada, tratándose de títulos seriales), deben ser susceptibles de ser colocados mediante oferta pública.

Asimismo, la legislación colombiana estima que los contratos de fiducia mercantil irrevocables, los fondos comunes especiales, a través de contratos de fiducia mercantil, y la constitución de fondos de valores, son las vías jurídicas mediante las cuales la Titularización puede llevarse a efecto. La base legal se encuentra en el artículo 2 y en forma detallada en los artículos 11, 12 Y 13. Estos últimos se transcriben y comentan a continuación:

"Artículo 11. CONTRATOS DE FIDUCIA MERCANTIL IRREVOCABLE. A través de este mecanismo los fideicomitentes transfieren los bienes que constituirán la base del proceso, o las sumas de dinero destinadas a la adquisición de bienes que harán parte del patrimonio autónomo. En desarrollo del contrato la fiduciaria actuando en representación del patrimonio autónomo, emitirá los títulos movilizadores, recaudará los fondos provenientes de la emisión y se vinculará jurídicamente conforme a los derechos incorporados en los títulos. De manera adicional a las cláusulas propias del contrato sobre fiducia mercantil, se incluirán las relativas a los mecanismos de seguridad del proceso consagrados en la presente resolución".

Los aspectos importantes de esta figura son: Los fideicomitentes actúan en su calidad de originador al transferir los bienes. La fiduciaria actúa como la entidad emisora, Vehículo de Propósito Especial o entidad de manejo. En el contrato de

Fideicomiso necesariamente deben incluirse los mecanismos de seguridad del proceso.

El Artículo 12 estipula lo referente a la constitución de fondos comunes especiales y dice lo siguiente: *"La Titularización se podrá instrumentar mediante la constitución de fondos comunes Artículos 6, 7, 8 Y 10 de la Resolución 139 de 1993. Especiales cerrados, celebrados con el objeto de hacer oferta pública de valores o bien, de inscribir en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios las constancias de vinculación a un fondo en operación, afín de otorgarles liquidez en el mercado secundario. La utilización de este mecanismo se entiende sin perjuicio del cumplimiento de la disposiciones de la superintendencia Bancaria en lo concerniente a los reglamentos de tales fondos"*.

La figura de los Fondos Comunes Especiales Cerrados es una de las posibles vías para instrumentar el proceso de Titularización. Esta clase de fondos se encuentra clasificada en consideración del medio para dar liquidez a las inversiones y la posibilidad de incorporar permanentemente nuevas inversiones. Cabe distinguir dos clases de fondos dentro de esta categoría: los abiertos y los cerrados. En los fondos comunes cerrados, la liquidez de las inversiones no implica la obligación de la sociedad o el administrador de recomprar las acciones como lo es en los fondos abiertos, sino de la cotización y oferta pública de las acciones o certificados.⁴⁸

El artículo 13 contempla la constitución de fondos de valores se transcribe: *"A través de fondos de valores cerrados administrados por sociedades comisionistas de Bolsa podrán estructurarse procesos de Titularización en los*

⁴⁸ PAOLANTONIO, MARTÍN E., "Fondos Comunes de Inversión, Mercado financiero y Mercado de Capitales Securitización o titularización", Ediciones Depalma, Buenos Aires, 1994, p. 27.

cuales los activos objeto de movilización sólo pueden estar constituidos por títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios... " 49

De lo anterior, es importante resaltar que si de fondos de valores cerrados se trata los activos que conforman el fondo pueden ser títulos debidamente inscritos en el registro correspondiente. En lo que respecta las partes que intervienen en este proceso, la originadora se constituye por una o más personas que transfieren los bienes. Su presencia no resulta esencial en los procesos estructurados a partir de la conformación de fondos comunes especiales o fondos de valores Pueden ser entidades financieras del exterior, públicas y privadas extranjeras.

Por otra parte, el agente de manejo emite los nuevos valores, representa al patrimonio autónomo en su condición de administrador del fondo, recauda los recursos provenientes de la emisión, y se relaciona jurídicamente con los inversionistas.

La administradora puede ser la entidad originadora misma, o bien el agente de manejo o una entidad diferente y, por último, la colocadora, es una entidad que está facultada por su respectivo objeto social, que actúa como suscriptor profesional o "underwriter"⁵⁰. Por disposición legal, esta entidad no es esencial en los procesos de Titularización, ya que la emisión puede ser colocada directamente por el agente de manejo o mediante la celebración de un contrato de comisión. De conformidad con el autor Martin E. Paolantonino, en los fondos abiertos, la sociedad o el administrador según sea el caso, se obliga a rescatar o recomprar por su valor patrimonial neto las acciones o certificados de

⁴⁹ Artículo 15 inciso 1 de la Resolución número 139 de la Superintendencia de Valores, 1993

⁵⁰ Según Emilio Radresa en su obra "Bolsas y Contratos Bursátiles", el denominado "Contrato de underwriting" en general tiene por objeto la formación de un consorcio de entidades financieras, las cuales mancomunadamente, le garantizan a la emisora la suscripción de los títulos emitidos por ésta, a un precio y en un plazo determinado. De tal forma, la entidad emisora tiene la seguridad que ha de colocarlos en su totalidad, en el plazo previsto y al precio definido.

los inversores, admitiendo además la libre suscripción de nuevas acciones o certificados.

En la resolución analizada existen disposiciones especiales en las que se norman procesos de Titularización de cartera de créditos, Titularización inmobiliaria que incluye la de inmuebles, de proyectos de construcción, de fondos inmobiliarios y de construcción de obras de infraestructura y servicios públicos y de flujos de caja.

Respecto de la Titularización de carteras de créditos, se considera un aspecto importante la normativa relativa a los índices de siniestralidad de la cartera a la cual corresponden los créditos objeto de movilización.

Al efecto el artículo 17 de la resolución 139 contempla, entre otros, los factores que la originadora debe tomar en cuenta para su análisis, tales como: 1. Porcentaje de cartera no castigada durante los últimos cinco años, excluyendo la cartera recuperada. 2. Porcentaje de cartera no castigada que haya presentado morosidad de 30,60 y 90 días a partir de su vencimiento. 3. Rangos de cartera 4. Consideración de la existencia de garantías, cobertura e idoneidad. 5. Riesgos previsibles en el futuro y otros.

En esquemas de Titularización de cartera deben incorporarse mecanismos de apoyo crediticio a través de los cuales se cubra en un 300% el índice de siniestralidad de la cartera. A éstos se les denomina mecanismos de seguridad o de apoyo crediticio. Se fijan mecanismo internos y externos de seguridad. Los primeros contemplan la subordinación, la sobrecolateralización, sustitución de cartera, exceso de flujo de caja, y contratos de apertura de crédito. Los segundos incluyen los avales o garantías conferidos por establecimientos de crédito, seguro de crédito, depósitos de dinero, contratos irrevocables de fiducia mercantil de garantía bajo ciertas condiciones.

Se enfatiza que en procesos de movilización de cartera de sociedades diversas de las entidades financieras deberán estructurarse adoptando obligatoriamente cualquiera de los mecanismos de cobertura externos mencionados con anterioridad.

Básicamente, en materia de Titularizaciones inmobiliarias, se indica que solamente las sociedades fiduciarias y las instituciones financieras de creación legal autorizadas para celebrar contratos de fiducia pueden actuar como agentes de manejo. Adicionalmente, se incluyen una serie de reglas particulares a acatar para las Titularizaciones de inmuebles, de proyectos de construcción, de fondos inmobiliarios y de construcción de obras de infraestructura y servicios públicos.

Como se puede observar, Ecuador, Argentina y Colombia han desarrollado un marco legal rector en torno a la Titularización. Cada país cuenta con distintas disposiciones que reflejan, desde un punto de vista comparativo, aspectos coincidentes, así como puntos sobre los cuales difieren. Por ello, con el fin de lograr una mejor comprensión respecto de las semejanzas y de las diferencias existentes entre las legislaciones de estos tres países, se presenta a continuación un cuadro que incluye los parámetros de comparación básicos de la Titularización.

5.1.5. ANALISIS COMPARATIVO

Se debe recordar, como lo afirma Joaquín Rodríguez y Rodríguez, que el Derecho Comparado no se agota en la acumulación de datos y notas sobre los distintos derechos, sino que exige en todo caso la formulación de conclusiones que puedan ser utilidad para la comunidad jurídica ⁵¹

⁵¹ Rodríguez, Joaquín y Rodríguez, citado por Martín E. Paolantonio en: "El problema del método en la ciencia jurídico mercantil, en Concepto de métodos del derecho comparado", Compañía General Editora, México, 1941, p. 26.

En ese orden de ideas, analizadas las legislaciones de Ecuador, Argentina y Colombia en torno a la Titularización de activos, se pueden formular las siguientes comparaciones:

En primer lugar se observa que cada uno de estos países cuenta con un marco legal que rige las operaciones de Titularización. En Ecuador y Colombia la normativa es detallista y abundante llegando hasta cierto punto a un nivel de "sobre-regulación". Por el contrario Argentina, muestra un panorama más *general*, enmarcando su normativa en aspectos básicos prudenciales sin mencionar mayores detalles o contingencias como en los casos de los otros países.

Únicamente, Ecuador contempla un concepto de Titularización en sus respectivas leyes.

La constitución de un patrimonio autónomo e independiente con los activos susceptibles de ser titularizados se encuentra mencionado en las legislaciones de los tres países. En cuanto a los valores emitidos como resultado del proceso de Titularización; éstos pueden ser valores de contenido crediticio, de participación, mixtos, títulos valores representativos de deuda, certificados de participación emitidos por un fiduciario de un Fideicomiso de Titularización. En cuanto a su ley de circulación éstos pueden emitirse a la orden, nominativos o al portador, y ser representados por títulos o por anotaciones en cuenta.

Los activos a titularizar deben tener ciertas características para ser elementos objetivos del proceso. Las legislaciones comparadas coinciden en que no todos los activos pueden ser objeto de titularizar. Lo establecen ya sea indicando una lista de posibles activos como Bolivia, o bien enunciando sus características generales: En Ecuador deben necesariamente que generar flujos futuros determinables, así como estar libres de gravámenes, limitaciones, prohibiciones

de enajenar o condiciones suspensivas o resolutorias y estar pendientes de pago, impuestos, tasas o contribuciones. En Argentina solamente se indica que deben ser homogéneos, es decir, uniformes o pertenecientes a un mismo género. En Colombia se les denomina activos movilizados. Queda claro que para implementar un proceso de Titularización son necesarios los elementos subjetivos que deben participar en el mismo. Para ello, es imprescindible la existencia de una o más personas que transmitan los bienes, que dependiendo del país se les denomina Originador, originante del crédito u originadora. Por otro lado, es necesaria la participación de una entidad que reciba los bienes o activos, los administre y emita los títulos: En Ecuador se le denomina agente de manejo pudiendo ser una sociedad administradora de fondos y Fideicomisos que puede emitir valores y colocarlos. En Argentina se le llama Vehículo y este a su vez emite los títulos. Y en Colombia el agente de manejo es aquel que emite los valores y existe otra entidad llamada administradora que a su vez puede ser la originadora, el agente de manejo y otra entidad, que administre los fondos.

Las tres legislaciones contemplan los mecanismos de cobertura posibles de utilizar en un proceso de Titularización en atención a los riesgos que puedan surgir: Subordinación, sustitución de activos, sobrecolateralización, garantía o aval, póliza de seguro, contratos de apertura de crédito, Fideicomisos de garantía, excesos de flujo de caja, fondos de liquidez, garantías de instituciones financieras, seguros de crédito, depósitos de dinero.

Colombia los divide estos mecanismos en internos y externos. Argentina además, cuenta con la existencia de una Asamblea de Tenedores de títulos, que es el órgano máximo de decisión del patrimonio que toma decisiones para su propia protección.

El impacto tributario o fiscal resulta ser muy beneficioso ya que en la mayoría de casos la transferencia de los activos al patrimonio autónomo se encuentra exenta del pago de impuestos.

A la luz del análisis comparativo de las legislaciones extranjeras se concluye que existen varias vías aptas para llevar a cabo la Titularización, tales como los fondos colectivos de inversión, los Fideicomisos mercantiles (Ecuador), los fondos comunes cerrados de crédito, los Fideicomisos especiales para la Titularización de activos: Fideicomiso Financiero (Argentina), los contratos de fiducia mercantil irrevocables, fondos comunes especiales a través de fiducia mercantil y los fondos de valores (Colombia).

En virtud de lo anterior, se observa que diversas son las figuras que se utilizan como vía para titularizar siendo éstas el Fideicomiso mercantil y los fondos de inversión. A efecto de esclarecer la hipótesis del presente trabajo de tesis, surge entonces la necesidad de iniciar un análisis jurídico de la posibilidad de utilizar como vía de titularización el fideicomiso en el contexto de las disposiciones legales bolivianas vigentes en torno a la Titularización de activos y respecto de las posibles vías a utilizar en Bolivia para implementar operaciones de Titularización, y así poder concluir en el momento oportuno si esta figura jurídica puede mejorar la seguridad del originador o empresario que busca financiamiento a través de estas operaciones, considerando que el Fideicomiso mercantil se encuentra mencionado como posible vía para titularizar activos en las tres legislaciones extranjeras estudiadas.

5.2. ADMINISTRACION DE RIESGOS

5.2.1.LA CALIFICACION CREDITICIA, RIESGO O RATING: CONCEPTO Y APLICACION

El surgimiento de las primeras calificaciones crediticias se sitúa a partir de la década de los años veinte, vinculado a la propia historia de las principales agencias norteamericanas, que son Standard & Poor y Moody`s. Aunque hubo algún precedente en la valoración de la viabilidad financiera de determinados proyectos de transporte en la segunda mitad del siglo XIX, desde hace ya muchos años la calificación se ha convertido en un factor indispensable en el desarrollo de los mercados de renta fija, hasta el punto de que resulta difícil encontrar una emisión dirigida al público en general que no se encuentre calificada en los mercados financieros⁵², sean de Estados Unidos o el Europeo.

El "Rating" o calificación crediticia consiste en la evaluación, realizada por una agencia independiente y especializada, de la capacidad de un deudor para hacer frente a sus compromisos de pago asumidos en una emisión. Por tanto, al calificar, se está estimando el denominado riesgo de crédito o de solvencia de un prestatario, circunscrito a las obligaciones asumidas en una emisión de deuda y normalmente consistentes en el pago de intereses, cualquiera que sea su modalidad, y la devolución del principal. Valoración del riesgo crediticio que va dirigida a cualquier potencial inversor que pueda plantearse adquirir títulos procedentes de la emisión calificada.

Este concepto amerita desarrollarse dentro de los objetivos de este trabajo; por ello es necesario explicar algunas características deducidas de la propia actividad que realizan las agencias calificadoras.

a).- Independencia de las agencias de "Rating"

⁵² Dallas, G. Mencionado por Almoguera pág. 324. Op. Cit.

Las calificaciones son realizadas por entidades profesionales y especializadas, cuya principal característica es la independencia de criterio respecto a la entidad emisora o cualquier otra pública o privada, que pueda interferir su labor. Sólo así lograrán credibilidad y consiguientemente su reconocimiento por agentes financieros y entidades.

La independencia evita el conflicto de intereses derivado de las valoraciones que desarrollan los departamentos de análisis de riesgo de los bancos o sociedades de valores que, de una manera u otra, no mantengan la neutralidad respecto a las emisiones cuya solvencia crediticia sea sometida a su examen.

Independencia de criterio que no pugna con el hecho que las calificaciones son juicios de valor y además formulados sobre previsiones de futuro por lo que siempre serán opiniones profesionales e imparciales, pero eso si, subjetivas.

b).-No recomiendan compra o Venta

Ni compra, ni venta, ni mantenimiento de ciertos títulos. Son un elemento informativo básico de gran valor para el inversor, pero no es determinante, es el sujeto mismo el que tiene que aportar sus criterios sobre otros elementos como pueden ser la rentabilidad o la liquidez y además aplicar a cada oferta su propia aversión al riesgo.

c).-La calificación deberá adaptarse dependiendo de cada mercado.

La creciente liberalización de los movimientos de capital y la formación de espacios financieros integrados, conlleva la internacionalización de las calificaciones crediticias.

Las principales agencias del mundo calificarán emisiones en diferentes mercados financieros aspirando a un doble reconocimiento, el del propio agente derivado del prestigio y profesionalidad desplegada en las emisiones calificadas

y, por otro, el reconocimiento oficial que implica la validación de la agencia que pretende actuar en ese mercado nacional.

La actuación en diferentes mercados financieros hace que las agencias calificadoras consideren diferentes prácticas bancarias, comportamientos peculiares de los usuarios de servicios bancarios según el lugar, marcos jurídicos a veces dispares y de distinto tratamiento fiscal y contable de las operaciones previstas. Es decir deberán adaptarse a su entorno operativo a fin de que su calificación sea de acuerdo a las escalas universalmente manejadas.

d).-Objeto de la calificación

Las calificaciones se refieren principalmente a emisiones de rendimiento prefijado entendiéndose por tales aquellas en las que son conocidas o, en todo caso, determinables en virtud del documento contractual, las obligaciones de pago asumidas por el deudor. Con esta amplitud, no sólo se califican pagares de empresa, todo tipo de bonos y obligaciones, fondos de inversión, emisiones estructuradas como las de titulización, sino además el capital-deuda de compañías de seguros, empresas públicas y la capacidad de pago de Países o sus regiones.

e).- Correlación positiva entre calificaciones y series de impago

Lógicamente las agencias de Rating no asumen ningún compromiso ni prestan ninguna garantía a favor de la entidad emisora o de los potenciales inversores que adquieran títulos de la emisión calificada. No obstante, los diversos estudios elaborados por las agencias más relevantes⁵³ ponen de manifiesto la notable correlación positiva entre las calificaciones otorgadas y el riesgo

⁵³ "Corporate bond default study" elaborado por Standard & Poor's Corporation; "Corporate Bond default and default rates, 1970-1989" elaborado por Moody's Investors Service, de 1991 y 1992 respectivamente, datos tomados de Almoguera, "La Titulización Crediticia" Pág. 327

crediticio, efectivamente acontecido a posteriori. Estas evaluaciones han destacado dos aspectos:

- A medida que se desciende en las escalas calificadoras, aumenta la insolvencia producida durante el periodo estudiado.
- La probabilidad de impago inherente a cada categoría de calificación es homogénea aunque las emisiones pertenezcan a deudores heterogéneos.

Actualmente las calificaciones cobran mayor importancia, impulsadas por la desintermediación financiera como proceso que exige se valore el riesgo crediticio de emisiones de deuda por entidades profesionales independientes y no insertas en el funcionamiento de las instituciones.

5.2.2. PROCESO DE CALIFICACION.

El proceso de clasificación de riesgo de cualquier entidad puede ser visto como la emisión de una clasificación inicial y las revisiones de la misma. La clasificación inicial normalmente esta relacionada con el requerimiento del emisor. Las revisiones posteriores que pueden significar cambios en la clasificación, son realizadas a criterio de las propias empresas clasificadoras.

El proceso comienza con el requerimiento del emisor de la clasificación suscribiendo un contrato con la empresa clasificadora.

Luego de la suscripción del contrato se designan a los analistas responsables de conducir el proceso. Durante el proceso de clasificación, los analistas responsables realizaran las coordinaciones necesarias para visitar a la empresa y para obtener la información necesaria. Al mismo tiempo los analistas deben recabar toda la información relativa a la industria. En resumen puede decirse que la información para iniciar cualquier clasificación proviene de fuentes públicas como los organismos reguladores o empresas especializadas (reportes

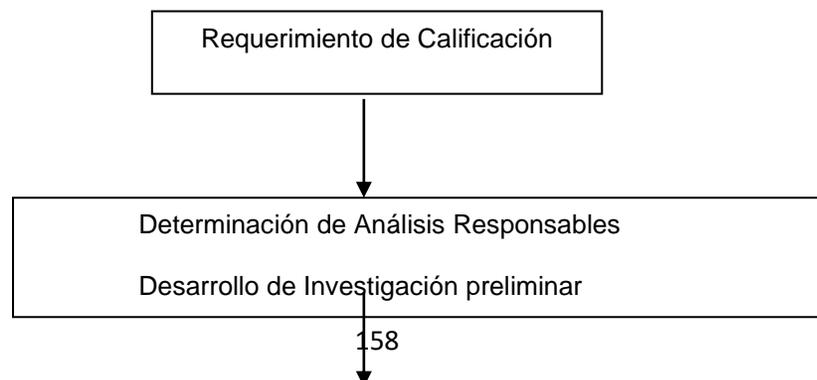
industriales y sectoriales, estados financieros, estadísticas financieras) y del mismo emisor.

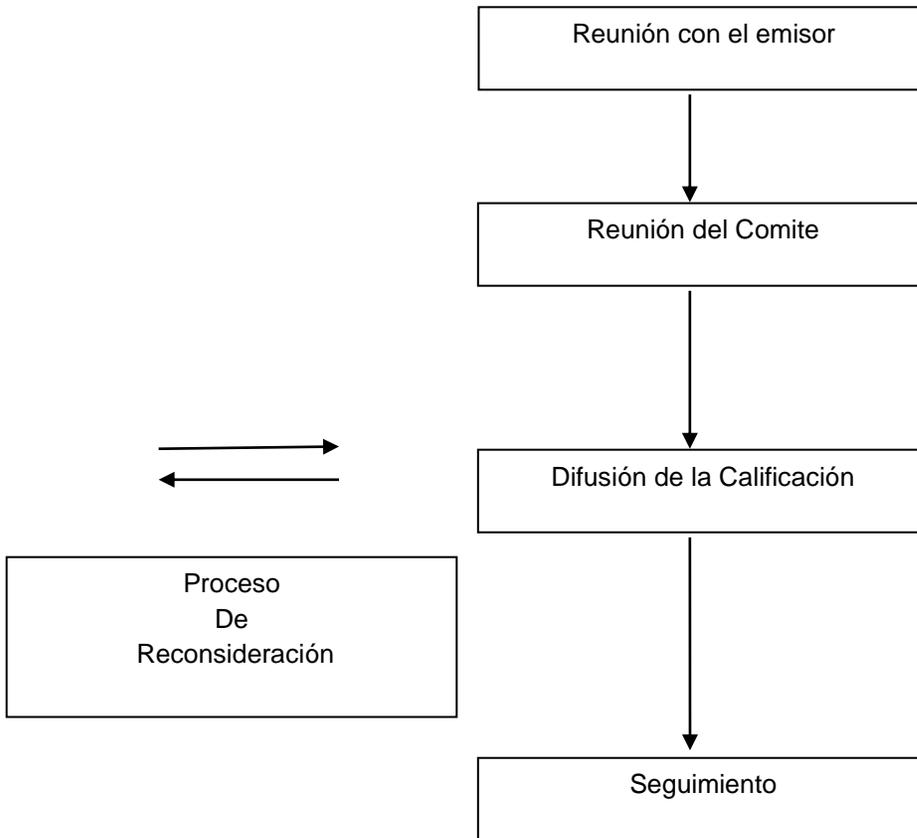
Una vez que la información ha sido recibida y analizada, los analistas visitan la empresa para reunirse con los principales ejecutivos y discutir acerca de las políticas de la compañía. Las reuniones con los ejecutivos de la empresa son importantes porque le permiten al analista tener un mejor entendimiento de la estrategia corporativa de la empresa, de sus políticas de endeudamiento, de la filosofía de la firma.

Posteriormente, los analistas aplicando los criterios y metodologías de la empresa clasificadora, realizan las evaluaciones pertinentes y elaboran un informe final que es sustentado ante el comité de clasificación. Es el comité de clasificación el órgano encargado de determinar la clasificación a asignarse

ESQUEMA DEL PROCESO DE CALIFICACION

Esquema No 2. PROCESO DE CALIFICACION





Fuente: Proceso de Clasificación de Riesgos. www.caf.org. "Calificación de Riesgos Entidades Titularización". 2001.

5.3. CONSECUENCIAS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS.

La calificación crediticia es un elemento informativo de gran trascendencia, importante para los inversores, emisores, intermediarios financieros y entidades reguladoras y supervisoras, pues tiene para ellas una serie de consecuencias.

Para los emisores significa que su oferta sea calificada en cuanto al riesgo de crédito con arreglo a unas categorías sencillas y muy extendidas con lo que aumenta su posible colocación al poder ser tenida en cuenta por un mayor número de inversores, haciendo además que los títulos tengan mas liquidez en los mercados secundarios.

Para el inversor implica una simplificación de su decisión de inversión a través de una información de fácil entendimiento y que se mantiene actualizada. Además permite la comparación entre distintas ofertas de títulos a lo largo de una escala, exigiendo un mayor rendimiento a títulos con calificación menor ⁵⁴.

El *rating* allana el camino a las instituciones financieras para que actúen como puras intermediarias o aseguradoras de la emisión ya que facilita la negociación de las primas correspondientes, al incorporar la opinión de un tercero sobre el riesgo de la emisión. Cobrando mayor importancia cuanto mas complicada sea la estructura de la emisión.

Para los organismos reguladores y mercados financieros los ratings ayudan a conseguir eficacia y solidez en el mercado de capitales, ya que en ciertas emisiones es difícil delimitar responsabilidades y obligaciones de pago asumidas por cada entidad en el proceso de titulización, y la calificación resulta ser un parámetro sencillo y simplificado.

Finalmente, las calificaciones permiten superar las barreras nacionales al homogeneizar la apreciación del riesgo crediticio en base a unos códigos de sencilla comprensión elaborados por entidades internacionales especializadas y posibilita la valoración racional de los instrumentos de renta fija que se ponen en circulación en base, al menos, a los parámetros de riesgo y rentabilidad

⁵⁴Hay que tener en cuenta que las calificaciones se han generalizado en las emisiones de títulos siendo mayormente obligatoria en las legislaciones. Los inversores institucionales por ejemplo, sólo pueden comprar títulos que tengan determinada calificación.

5.4. LA CALIFICACION DE LAS EMISIONES DERIVADAS DE LA TITULIZACION.

Para calificar estos títulos emitidos, las agencias de rating reconocen tres peculiaridades concurrentes en estas emisiones a saber:

Primero, que en cuanto al riesgo en la titularización es básico el conocimiento de la estructura diseñada para trasvasar los flujos financieros desde los prestatarios originales hasta los compradores de la deuda ya que la capacidad de pago depende de esos flujos en cuantía y en temporalidad. Con la peculiaridad que no tiene que coincidir la calidad crediticia de los activos de cobertura con la solvencia financiera de los títulos emitidos.

Segundo, los préstamos titulizados pueden ser o no suficientes para dar cobertura a la emisión y, en este último supuesto, existen los mecanismos de mejora; aunque a pesar del reforzamiento que pueda obtener una emisión, si el mecanismo de traspaso de flujos adolece de problemas jurídicos o de deficiencias estructurales que cuestionen la posición del inversor, la emisión seguramente no podrá ser calificada. Además se trata de esquemas financieros en los que debe atenderse, para estimar el riesgo crediticio de la emisión derivada, al valor financiero (cuantía, tiempo) de los flujos provenientes de los préstamos titulizados más que al valor de mercado de los préstamos subyacentes, por supuesto, al valor neto de realización de los activos que sirven de cobertura.

Tercero, que a diferencia de otras emisiones de deuda, en este tipo de estructuras el emisor puede mejorar el paquete de activos que sirven de respaldo de manera que se pueda alcanzar la calificación deseada. Además pueden haber repeticiones en el proceso calificador, inclusive luego de puesta en circulación la deuda, haciéndose variaciones en el esquema original para

mantener el rating de los títulos, luego de alteraciones internas o del entorno financiero.

Antes de estructurar una operación de titulización es necesario efectuar la calificación de riesgo de los activos titulizados, que es un requisito indispensable para la colocación de los títulos valores. Este proceso tiene la finalidad de reflejar la calidad crediticia de los instrumentos financieros en el mercado de capitales, de manera que los potenciales demandantes de estos títulos tengan conocimiento del riesgo que asumen al adquirir determinado título.

La clasificación de activos titulizados implica el análisis de factores cualitativos y análisis de factores cuantitativos que determinan la clasificación preliminar de los activos titulizados y la clasificación final.

5.5. RIESGOS.

Inicialmente los riesgos al inicio del proceso de la titularización son asumidos por la entidad cedente, la misma que segmenta o distribuye dichos riesgos siendo ello un efecto característico del proceso titularizador, trayendo consigo una imputación eficiente de los riesgos concurrentes en la inversión crediticia que se ha de transferir.

Pero la sola distribución de riesgo no basta, y se hace necesario reducir también los riesgos asumidos por el inversor que adquiere valores derivados de una Emisión de Titulización, riesgo que se manifiesta esencialmente en la no percepción, en la cuantía y calendario establecido, de los pagos de principal e

intereses que deben recibir los inversionistas. Estos riesgos no coinciden con los traspasados por la entidad cedente⁵⁵. Los principales serían:

5.5.1. Riesgo de Descalce.

Este riesgo se produce cuando hay un descalce de tasas, plazos o monedas entre los activos que originan la operación y los pasivos que lo representan. Sin embargo, en la medida que se diseñen los pasivos tomando en consideración las características de los activos, este riesgo se reduce, por otro lado existen también mecanismos de cobertura que permiten compensar el descalce, como por ejemplo: sobrecolateralización, subordinación de la emisión, fondos de garantía por exceso de flujo de caja, avales, cartas fianzas, entre otros.⁵⁶

Por conexión existen los riesgos derivados de la participación de otras entidades colaboradoras, están referidos a la participación de otras instituciones financieras y aseguradoras quienes al formalizar convenios de mejora o cobertura con la entidad gestora compartieran algunos riesgos.

5.5.2. Riesgo de Prepago.

El riesgo de prepago es el riesgo de la liquidación anticipada de los créditos e inversiones. La opción de prepago o cancelación anticipada puede causar desorden, ya sea total o parcial, pues modifica los flujos (que serán flujos adelantados), la posible rentabilidad y la variación del vencimiento. Este riesgo puede ser manejado a través de⁵⁷ diversos mecanismos tales como el traslado

⁵⁵ En la actualidad, la tendencia más usual pasa por crear emisiones con varios tramos subordinados, en las que el riesgo se asume secuencialmente, respetando el orden de prelación establecido en los pagos.

⁵⁶ Si se consideran los elementos de riesgo que concurren en la inversión hipotética que realizase un agente distinto de una entidad crediticia en préstamos bancarios, suponiendo transmisión plena, tampoco son estos idénticos a los soportados por el inversor final de una emisión de titulización. La inversión Pura en préstamos originados por entidades crediticias, susceptibles de titulización, entraña la asunción de unos factores de riesgo no coincidentes ni en naturaleza ni en magnitud económica con los que afronta el inversor que adquiere valores procedentes de un proceso de titulización..."
Almoguera. Op. Cit. Pág. 384

⁵⁷ Que asume los riesgos de valores subordinados a cambio de una mayor rentabilidad

de este riesgo al inversionista, emitiendo diferentes tramos de títulos, unos libres del efecto prepago y otros que asumen la totalidad del riesgo.

5.5.3. Riesgo del Crédito (impago).

El riesgo del crédito consiste en la posibilidad de pérdida para la empresa originadora por no pago o demora del pago por parte de los créditos que conforman el patrimonio autónomo, el riesgo de impago engloba tanto el pago de los intereses como la devolución del principal, debiendo analizarse factores del recobro

Según el activo titulizado habrá más facilidad de pago o liquidez (lo importante será que se cancele cuanto antes) en el caso de hipotecas y más dificultades en el caso de deudas por tarjetas de crédito.⁵⁸ El costo y duración del proceso de ejecución será un factor a tomar en cuenta. Este riesgo puede ser reducido en la medida que los activos que son titulizados son adecuadamente seleccionados.

La insolvencia de la entidad financiera de cuyo activo salieron los préstamos, no debe afectar la percepción de los flujos pues no hay esa vinculación en la titulación.

5.5.4. Riesgos Estructurales o de Terceros.

Los riesgos estructurales tendrán su origen en los agentes que construyen y gestionan las Emisión de Titulación, la entidad cedente, la sociedad gestora, la entidad depositaria y el mismo fondo de titulación.⁵⁹

⁵⁸ Existen otras consideraciones como la naturaleza de los bienes y la personalidad jurídica del autor

⁵⁹ De mayor a menor dificultad podrían ser: hipoteca sobre bienes inmuebles, reserva de dominio sobre autom0viles, bienes en

5.6. LA MEJORA CREDITICIA.

La mejora crediticia es el conjunto de coberturas o mecanismos de protección que pueden concurrir en una emisión de titulización, por ser un aspecto esencial del proceso ha dado lugar al desarrollo de toda una "industria" mejoradora. Industria que protagonizan entidades financieras y aseguradoras y que se ha expandido a otras clases de emisiones.

La mejora crediticia es un tema amplísimo con diferentes formas denominadas cobertura, mejoras, garantías, entre otros; sin embargo todos forman parte de un fin: la mejora en el *rating*.

5.6.1. JUSTIFICACIÓN DE LA MEJORA CREDITICIA.

Si bien la mejora crediticia en los procesos de titulización se ha referido a los mecanismos de cobertura de las posibles pérdidas en los préstamos titulizados como consecuencia de la insolvencia o impago por los deudores, hay que tener en cuenta que en el mundo las emisiones de titulización incluyen convenios y apoyos financieros que pacta la sociedad gestora para cumplir con todos los compromisos pecuniarios asumidos, que no sólo está referido al riesgo de insolvencia, sino para incrementar la seguridad y regularidad del servicio financiero de los bonos emitidos.

El origen de la mejora se encuentra en Estados Unidos, como en la mayor parte de aspectos de la titulización, cuando se financiaron grandes proyectos de infraestructura garantizados por las entidades crediticias; su configuración se basó en garantías financieras externas, habiéndose generalizado en los ochenta con las emisiones no hipotecarias. En Europa en cambio las mejoras

arrendamiento financiero, deudas de tarjetas de crédito, aunque en el caso de garantía estatal o similares (Como podrían ser regiones, estados federados, gobernaciones, haciendas municipales) si jurídicamente la quiebra no es posible (los estados siempre se presumen solventes) el pago será seguro pero posible la demora en los pagos

se basaron en los contratos de aseguramiento ⁶⁰, pudiéndose intercambiar las técnicas de cobertura entre ambos bloques financieros.

Los emisores requieren de la mejora crediticia, pues para la calificación de la emisión no será suficiente la fortaleza financiera de la entidad originadora, ni la cartera cedida.

Las agencias de Rating (como ya se expuso), no sólo imponen la mejora crediticia si se desea obtener una determinada calificación sino que además, en la mayoría de las emisiones, determinan cuál es cuantitativamente el grado de cobertura necesario y aconsejan la combinación adecuada de técnicas de cobertura disponibles. En algunas legislaciones son obligatorias, algunas mejoras, coberturas, discriminaciones en el tratamiento contable, recursos propios, entre otros.

Las mejoras pueden darse en tres momentos:

- Coberturas contratadas al originarse las operaciones financieras que después son objeto de titulización.
- Coberturas o mejoras convenidas en el momento de diseñar y lanzar la Emisión de Titularización al mercado.
- Modalidades de cobertura que pretenden asegurar al fondo de titulización la liquidez suficiente para poder atender las obligaciones asumidas.

Los mecanismos de seguridad internos pueden ser provistos por la empresa originadora o generados en el interior del mismo proceso. La empresa

⁶⁰ En Europa la aplicación de la mejora crediticia no deriva de la financiación de proyectos municipales o públicos sino, sobre todo, proviene de la expansión de los contratos de aseguramiento que se aplican en los contratos de financiación hipotecaria. Son pólizas de seguros o protección de pagos, denominadas de garantía de indemnización, que cubren: el exceso de financiación otorgada por la entidad sobre los ratios de endeudamiento autorizados o los siniestros de fallecimiento. Almoguera. Op. Cit. Pág. 415

originadora puede brindar una protección adicional a los títulos emitidos introduciendo mecanismo mejoradores.

A) Sobrecolateralización, Sobrecobertura o Sobredimensionamiento

Consiste en la cesión a favor del patrimonio fideicometido de un conjunto de activos cuyo valor financiero supera al importe recibido como consecuencia de la emisión de los bonos, por lo que en este caso el patrimonio fideicometido no tendría un valor patrimonial nulo luego de canceladas las obligaciones con los inversionistas. Justamente en el exceso de generación de flujos sobre los pagos comprometidos constituyen en excedente para hacer frente al riesgo crediticio y en general a las necesidades de liquidez que se le pueden presentar al fondo. Este sistema no es utilizado con mucha frecuencia, aunque es⁶¹ una opción posible.

B) Emisiones Principal y Subordinada

Consiste en la distribución del riesgo de insolvencia y morosidad de desigual manera entre los inversores que adquieren los bonos procedentes de la titulización. En su versión básica consiste en el lanzamiento de dos clases de títulos, es decir la división de la emisión total en dos tramos, uno principal y otro subordinado.

El tramo principal o clase A que representa la mayoría de la emisión, goza de mejor rating que el otro tramo y va destinado a inversores que buscan un riesgo crediticio y de tipos reducido. El tramo subordinado o clase B, cuya principal nota definitoria es que soporta todos los retrasos e incumplimientos que puedan producirse en los préstamos de cobertura. De tal forma que la clase B no se amortiza si previamente no se ha hecho con la clase A, y en caso de pérdidas la

⁶¹ La mayor utilización de esta modalidad corresponde a titulizaciones diferentes de la titulización, como operaciones de refinanciación, bonos respaldados por hipotecas, etc

clase A cobrará puntualmente las cantidades⁶²prometidas de principal e intereses y no serán afectadas por incumplimientos.

Este tipo de mejora es muy aceptada ya que evita la dependencia de una entidad mejoradora externa, reduce el costo de la mejora al imputarlo al mercado (inversionista).

C) Cuenta de Margen

Es un mecanismo de mejora que proporciona un soporte de liquidez para proteger al fondo de titulización de cualquier disminución o retraso que pueda producirse en los flujos de entrada previstos. La cuenta se forma por el diferencial entre los intereses abonados por los prestatarios originales y los rendimientos abonados a los bonistas descontando los gastos, claro está ⁶³.

Es el primer colchón frente al riesgo de impago, y se constituye con una aportación inicial de la entidad cedente y a partir de este saldo se van añadiendo los diferenciales comentados y restando los pagos previstos, según cual sea la ordenación que se haya realizado de los procedimientos de mejora.

D) Mecanismo Revolving o de Mantenimiento

Frente al riesgo de cancelación anticipada (prepago) existe el mecanismo por el cual la entidad originadora se compromete durante un determinado periodo de tiempo, habitualmente uno o dos años desde que lanza la emisión, a enajenar al fondo contratos de condiciones financieras análogas a los ya titulizados, recibiendo a cambio la liquidez derivada del prepago efectuado por los deudores. De esta manera se consigue mantener el calendario previsto para los

⁶² La clase subordinada será la que se hará cargo del riesgo crediticio y suelen tener mayor vencimiento, duración técnica

incierto, menor *rating*, y mayor rendimiento de que los valores de la clase principal. Esta mayor rentabilidad diferencial que los acompaña, es precisamente el coste financiero de esta modalidad de mejor

⁶³ Normalmente supervisada por el cedente

valores puestos en circulación y asegurar que esas entradas monetarias mantengan el rendimiento financiero inicialmente previsto al diseñar el proceso de titulación⁶⁴

5.6.2. MEJORA CREDITICIA EXTERNA.

Este tipo de mejora crediticia suele resultar de mayor onerosidad que las que provienen del propio patrimonio de propósito exclusivo, debido a que implica muchas veces la participación de terceros que de otra manera serían ajenos a la transacción.

A) Garantías de Terceros

Si un tercero es garante debe evaluarse el costo implicado de dicha garantía respecto de los beneficios obtenidos porque podría ya no ser muy rentable la operación.

También pueden darse garantías del mismo originador, su simplicidad y costos la hacen ventajosa, pero puede perjudicar la estructura de la titulación, además de aumentar el riesgo de la empresa.

B) Pólizas de Seguro

Se pueden establecer dos niveles de pólizas de seguro que protejan a los valores, uno que proteja directamente a los inversionistas frente a riesgos de incumplimiento y otro que proteja al patrimonio de propósito exclusivo frente a diversos riesgos cuya protección sea necesaria para el buen desempeño de este vehículo.

C) Fianzas

⁶⁴ Esta mejora no se podrá hacer con las hipotecas si se les carga con el impuesto de alcabala, por el elevado costo que significaría.

Esta modalidad de mejora crediticia ofrece una línea de respaldo secundaria para una operación de titulización, en el caso de que la primera (los flujos que provengan del patrimonio de propósito exclusivo) no haya resultado suficiente para cumplir las obligaciones establecidas en los contratos de emisión de valores. Hay que tener en cuenta que si el objetivo de la fianza es elevar la categoría de riesgo que se le asigna al patrimonio de propósito exclusivo, entonces el agente afianzador debe ser de la mayor calificación crediticia y de riesgo posible

CAPITULO VI

ANALISIS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS ACTUAL Y SU EFECTIVIDAD PARA EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO

6.1. CARACTERÍSTICAS DE LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA.

Si bien se considera por la BBV que la Titularización es un mecanismo de financiamiento que consiste en transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, para obtener liquidez en condiciones competitivas de mercado, con la consecuente reducción de los costos financieros, conviene en primer término aclarar que la titularización activos en Bolivia se ha concebido como la transferencia de bienes o activos a un patrimonio autónomo que será administrado por una sociedad de titularización, con el fin de que a su cargo se emitan valores para ser colocados mediante oferta pública.

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

El primer aspecto que debe destacarse es que el emisor de los títulos es el patrimonio autónomo, el cual responde ante los inversionistas por el pago de los valores que tengan en su poder.

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

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

La legislación boliviana ha contemplado dos vías jurídicas para la constitución del patrimonio autónomo, lo cual da lugar a dos esquemas básicos para titularizar:

1) El patrimonio autónomo puede constituirse por medio de un Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos, caso en el cual la cesión la realizan una o varias personas individuales o colectivas, no vinculadas a la sociedad de titularización.

2) Asimismo, el patrimonio autónomo puede constituirse por medio de una Declaración Unilateral de Cesión de Bienes o Activos, caso en el cual la Sociedad de Titularización es la que cede los activos al patrimonio autónomo. En esta alternativa no existe la figura del originador.

En todo caso el contrato o el acto unilateral de cesión de bienes o activos, deben constar por Escritura Pública, por tanto son solemnes.

Ahora bien, la cesión de los bienes o activos realizada a un patrimonio autónomo, sea por medio de contrato o por medio de una declaración unilateral, es: oponible a terceros, irrevocable y tiene efectos absolutos en términos jurídicos y contables.

Los bienes o activos transferidos le pertenecen al patrimonio autónomo, razón por la cual no pueden ser utilizados para satisfacer obligaciones de los acreedores del cedente o de la sociedad de titularización.

En relación con los bienes o activos que pueden ser titularizados conviene recordar que de acuerdo con el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores son los siguientes: a) Cartera de Crédito: b) Hipotecaria Comercial c) De consumo d) Flujos futuros e) Inmuebles f) Proyectos inmobiliarios g) Contratos de bienes y servicios h) Documentos de Crédito i) Valores de deuda pública j) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores k) Contratos de

arrendamiento financiero l) Contratos de factoraje m) Otros activos mediante autorización general de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

En cuanto a los valores emitidos en un proceso de titularización, cabe destacar que la ley los ha catalogados como títulos con fuerza ejecutiva. Son exclusivamente de oferta pública y sus características son las siguientes: a) Pueden ser a la orden, nominativos o al portador b) El plazo mínimo de los títulos es de un año c) El plazo máximo es igual a la vigencia del contrato o de la declaración unilateral de cesión. D) Deben estar calificados salvo que se trate de títulos de participación, o emitidos en procesos estructurados a partir de valores de deuda que sean emitidos o garantizados por la Nación o por el Banco Central de Bolivia.

6.1.1. PERSONAS QUE INTERVIENEN EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN

En Bolivia en los procesos de Titularización intervienen: el originador, la Sociedad de Titularización, la Administradora de bienes o activos, la Entidad Calificadora de Riesgo, los Inversionistas, el Colocador, el Estructurador, y el Representante Común de Tenedores.

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

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

Cuando el Patrimonio Autónomo es constituido con bienes o activos de propiedad de la Sociedad de Titularización, en virtud del acto unilateral

determinado mediante la Declaración Unilateral de Cesión, ésta no adquiere la condición de originador.

B) La sociedad de titularización

Es la receptora de los activos a ser titularizados que sirve de vehículo para la emisión. Es decir que el Patrimonio Autónomo emitirá valores a través de la Sociedad de Titularización.

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

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

B.1. Responsabilidad de las Sociedades de Titularización

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

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

Las Sociedades de Titularización emiten valores a ser colocados en el Mercado de Valores a cuenta y cargo de los Patrimonios Autónomos que administran, los mismos que están destinados a pagar y garantizar los valores emitidos. Estos valores, con excepción de los valores de participación, están sujetos a calificación de riesgo.

C) ADMINISTRADORA DE BIENES O ACTIVOS

Es la persona encargada de conservar, custodiar y administrar los bienes o activos que conforman el Patrimonio Autónomo para Titularización.

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

D) ESTRUCTURADOR

Es la entidad encargada de agrupar los bienes o activos con características comunes, para constituir los patrimonios autónomos a titularizarse. La actividad de estructuración podrá ser realizada por la Sociedad de Titularización, por el originador o por otra entidad especializada contratada para tal efecto. Su participación no es indispensable en el proceso.

E) COLOCADOR

Es la entidad encargada de colocar en el mercado primario los valores resultantes de un proceso de Titularización. Pueden ser colocadores de estos valores tanto las Sociedades de Titularización como las Agencias de Bolsa.

F) REPRESENTANTE COMÚN DE TENEDORES DE VALORES

Es quien representa y defiende los intereses de los tenedores de valores emitidos dentro de un proceso de Titularización. Cualquier persona individual o colectiva podrá ser el representante de los tenedores de valores. El representante será designado por el originador o por la Sociedad de Titularización, si es la que transfiere los bienes o activos.

La Asamblea General de Tenedores de Valores tiene la facultad de cambiar al representante y designar a su reemplazante.

G) ENTIDAD CALIFICADORA DE RIESGO

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

Actualmente en Bolivia existen tres empresas calificadoras de riesgo que son: Fitch Ratings Ltda, Pacific Rating S.A. y Moodys

Las categorías de clasificación de riesgo son asignadas por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros mediante Resolución Administrativa N° 645/2002 en la que se establecen: **VER ANEXO I**

Categorías de Clasificación de Valores de Deuda a Corto Plazo con cinco niveles, Categorías de Clasificación de Valores de Deuda a Largo Plazo con SIETE NIVELES Y OTRAS CATEGORIAS DE CALIFICACION RESPECTO A ACCIONES ORDINARIAS preferentes y de compañías de seguros y reaseguros.

H) Inversionista

Es la persona o entidad en cuyo favor se realiza todo este proceso y a quien se le ofrece los valores que se emiten con el respaldo del patrimonio autónomo. El tenedor de estos valores, como es obvio y esa es la finalidad de la emisión de

valores mobiliarios en este proceso, podrá transferir a su vez libremente tales derechos en favor de terceros, a través del mercado secundario y bursátil, dada la homogenización de tales derechos en alícuotas que representan los valores emitidos

6.1.2. PATRIMONIO AUTÓNOMO

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

Los Patrimonios Autónomos se pueden constituir por personas individuales o naturales, personas colectivas o empresas y Sociedades de Titularización.

El Patrimonio Autónomo se constituye mediante:

- Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos, suscrito entre el cedente (originador) y la Sociedad de Titularización, que determina la cesión de los bienes o activos.
- Declaración Unilateral de Cesión, efectuada por la Sociedad de Titularización, cuando los bienes o activos que constituirán el Patrimonio Autónomo, hayan sido adquiridos por ésta para ser titularizados.

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

El Patrimonio Autónomo, constituido para procesos de Titularización, debe estar separado del patrimonio del originador y del de la Sociedad de Titularización. Es

decir no forma parte de los bienes del originador ni de la Sociedad de Titularización.

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

El Patrimonio Autónomo respalda y responde únicamente por las obligaciones derivadas de la emisión de valores efectuada dentro del proceso de Titularización.

El Patrimonio Autónomo no responde por las obligaciones del originador, ni de la Sociedad de Titularización.

Se pueden estructurar procesos de Titularización a partir de los siguientes bienes o activos: Cartera de crédito, Documentos de crédito, Flujos de caja, Contratos de venta de bienes y servicios, Contratos de arrendamiento financiero (leasing), Activos y proyectos inmobiliarios, Valores de deuda pública, Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, Contratos de Factoraje, otros que sean expresamente autorizados por la SPVS.

6.1.3. MECANISMOS DE COBERTURA .

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

6.1.3.1 Mecanismos internos.-

Subordinación: Consiste en la suscripción de una porción de los valores emitidos por el patrimonio autónomo, bien sea por el originador, por la sociedad de titularización, si es ésta quien transfiere los bienes o activos, o por un tercero. Estos valores subordinados serán a los cuales se les impute cualquier siniestro o faltante de los activos; de tal manera que a la porción no

subordinada se le destinarán en primer término los flujos requeridos para la atención del capital e intereses incorporados en tales valores.

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

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

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

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

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

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

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

6.1.3.2 Mecanismos externos.-

* Avaless o garantías emitidos por entidades financieras y aseguradoras que no tengan vinculación con quien transfiere los bienes o activos.

* Seguros de crédito.

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

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

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

6.2. CARACTERÍSTICAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA

La modalidad de titularización en Bolivia es consiste en que se produce una transferencia real de los activos de la originadora a favor de la entidad emisora es decir sociedad de Titularización, mediante un contrato de cesión irrevocable de activos o bienes. La sociedad emitirá los nuevos títulos contra el patrimonio autónomo constituido por los activos de esa transferencia.

Grafico No.1 . El proceso de Titularización de activos en Bolivia



Fuente: Bolsa Boliviana de Valores.

Según muestra el gráfico, el proceso se puede sintetizar en dos etapas básicas: la cesión de los activos hacia un patrimonio autónomo y la emisión de valores con el respaldo de dicho patrimonio.

A) Cesión de los activos

La cesión de los bienes o activos objeto de titularización comprende la transferencia absoluta del dominio sobre los mismos. Esta cesión se formaliza mediante un contrato o un Acto unilateral irrevocable del originador. El carácter definitivo e irrevocable de estas transferencias que hace el originador, es una característica esencial de los procesos de titularización y que son destacados por la mayoría de las legislaciones. De esta manera, la cesión no puede ser objeto de anulaciones posteriores por causa alguna, tales como los vicios de la voluntad, o por lesión, o por excesiva onerosidad de la prestación y causales similares. Por esta vía se logra total confianza de los inversionistas, cuyos

derechos estarán a salvo de acciones rescisorias, de nulidad u oposiciones y excepciones que puedan formularse, sea por el mismo originador o por terceros.

B) Estructuración del patrimonio

El Patrimonio autónomo se estructura incorporando los bienes cedidos, delimitando las condiciones y características de la incorporación, y adicionando cualquier otro mecanismo que se estime necesario o conveniente al proceso.

Los activos cedidos son incorporados al Patrimonio autónomo, al valor que se haya determinado, en función de procedimientos de valorización que deberán ser revelados al público. Este patrimonio autónomo afectado con ese fin exclusivo, debe estar bien definido e identificado; pues podría tratarse de bienes y activos tangibles y existentes que pertenecen en propiedad al originador, o ser activos futuros o inclusive de propiedad de terceros, casos en los que será importante fijar las condiciones y seguridades para que se logre hacer efectivo y tangible su adquisición. Si este patrimonio tiene gravámenes o está afectado por medidas cautelares, deberá así señalarse.

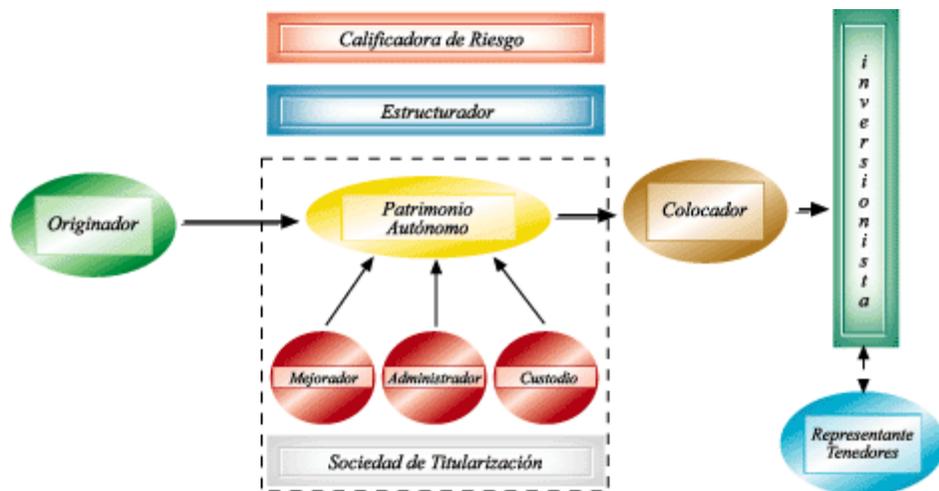
Terminado el plazo del proceso de titularización o cumplida su finalidad, de haber patrimonio autónomo remanente, éste será entregado a una tercera persona designada al efecto, o al originador, o a los inversionistas, según haya sido determinado en el contrato de constitución. **En el ANEXO** se adjunta el Manual donde se especifican todos los requisitos de documentación para una titularización bajo la normativa vigente en el país. Manual elaborado por la SPVP y la ASFI.

C) Emisión de los valores: Los valores que se emitan como resultado de procesos de Titularización podrán ser:

- i) Valores de participación: no tiene rendimiento fijo sino es el resultado de las utilidades o pérdidas que genera el Patrimonio Autónomo.
- ii) Valores de contenido crediticio: Son los que incorporan el derecho a percibir el pago del capital y rendimientos financieros.
- iii) Valores mixtos: Son los que resultan de la combinación de las características de los valores de participación y de contenido crediticio.

El proceso involucra la ejecución de diferentes funciones, las que a su vez son llevadas a cabo por distintas personas o entidades; aunque en más de un caso una misma entidad se encarga de varias funciones. De esta manera, el siguiente gráfico esquematiza una situación típica del mencionado proceso e individualiza las funciones que se desempeñan.

Gráfico No. 2 Esquema del Proceso de Titularización de activos



Fuente: BBV

En general, la Sociedad de Titularización pueden desempeñar una diversidad de funciones, las mismas que en algunos casos puede delegar contratando

servicios de terceros. Se asumirá en la presentación de los ejemplos que es la Sociedad la que ejerce directamente las funciones que tiene asignada.

Resulta igualmente de utilidad que se identifique los diferentes participantes del proceso, así como las funciones que cumplen. Así se tiene que:

6.3. CASOS DEL PROCESO DE TITULARIZACION EN BOLIVIA.

En los ejemplos que se muestran a continuación, se representa el proceso de la Titularización por tipo de activos a titularizar según la reglamentación del mercado de valores , y se la presentan en dos grandes etapas.

De manera genérica, en la Etapa I ocurre la estructuración del Patrimonio Autónomo, así como la correspondiente emisión de valores. A su vez, en la Etapa II, se pone en funcionamiento el flujo de pagos y ocurren todos los eventos necesarios para administrar y dar mantenimiento al Patrimonio autónomo.⁶⁵

6.3.1. CASO: TITULARIZACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES (CCC).

En la Etapa I ocurre la cesión de las CCC, la que se vincula solamente a un grupo de clientes escogidos probablemente por representar un riesgo homogéneo, que a la par resulte en conjunto atractivo para el inversionista. - Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización; y de ésta hacia el originador.

⁶⁵ Proyecto de Educación Bursátil. CAINCO – ASDI. “Manual practico de Titularizacion”. La Paz Bolivia Junio . 2001

- Debe recordarse que en general es posible emitir tanto valores de participación como de contenido crediticio; sin embargo el tipo de valor que finalmente se emita dependerá básicamente de las condiciones del flujo de ingresos que genere el patrimonio autónomo. Así por ejemplo sí este flujo es regular y predecible, se recomienda que se emitan valores de contenido crediticio.

En la Etapa II, se pone en funcionamiento el flujo de pagos, por el cual se cobran las CCC, se concilia la información de los tenedores de los valores, y se procede al pago de los intereses o principal según corresponda.

- Debe notarse que en el ejemplo mostrado, se muestran dos eventos cuya presencia no siempre ocurre, pero se debe admitir su posibilidad. En primer término están las situaciones por las que la cartera de CCC que conforman el Patrimonio autónomo debe ser renovada o reestructurada, y ello ocurre para mantener un mismo estándar de la calidad de activos que conforman el patrimonio, o sencillamente para conservar el valor del Patrimonio ante la eventualidad que alguna cuenta por cobrar haya vencido.

- De otra parte, es factible que para introducir un mecanismo de cobertura que mejora el perfil de riesgo de la emisión, se cree una cuenta o Fondo especial destinado a apoyar los pagos en caso de necesidades de liquidez, o simplemente en la condición de una reserva de contingencia.

Este tipo de proceso sobre CCC ha sido empleado de manera diversa por distintas empresas con un flujo de cobros regulares como por ejemplo: empresas de aviación comercial; distribuidores de maquinarias, comercializadores de vehículos automotores, empresas farmacéuticas; empresas de servicios públicos como telefonía o electricidad, etc..

6.3.2. CASO DE CARTERA DE CREDITOS HIPOTECARIOS (CCH)

De igual manera se trata de una situación particular del caso mas general sobre titularización de cuentas por cobrar comerciales. En este caso lo que se cede son préstamos hipotecarios de un grupo elegido de clientes.

En la Etapa I ocurre la cesión de las CCH, la que se asume se vincula solamente a un grupo de clientes escogidos probablemente por representar un riesgo homogéneo, que a la par resulte en conjunto atractivo para el inversionista.

- Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización; y de ésta hacia el originador. En la Etapa II, se pone en funcionamiento el flujo de pagos, por el cual se cobran las CCH, se concilia la información de los tenedores de los valores, y se procede al pago de los intereses o principal según corresponda.

- Todos los pagos derivados de los préstamos hipotecarios serán cobrados a favor del Patrimonio autónomo. La diferencia con los casos anteriores, el hecho que la cobranza quede a cargo del propio banco originador por las ventajas administrativas que ello ofrece.

- Ocurren la situación por la que la cartera de CCH que conforman el Patrimonio autónomo debe ser renovada o reestructurada (CCH*), y ello es así, para mantener un mismo estándar de la calidad de activos que conforman el patrimonio, o sencillamente para conservar el valor del Patrimonio ante la eventualidad que algún crédito haya vencido.

- En este proceso es muy probable que se añada la participación de un aval o garante, que podría ser el mismo banco originador, el cual atendería cualquier deficiencia de fondos que pudiera ocurrir por un eventual aumento en la morosidad de los créditos y que no es resuelta por otros mecanismos como sería la sustitución de cartera.
- Por otra parte, es también factible que para introducir un mecanismo de cobertura que mejora el perfil de riesgo de la emisión, se cree una cuenta o Fondo especial destinado a apoyar los pagos en caso de necesidades de liquidez, o simplemente en la condición de una reserva de contingencia.
- También debe mencionarse, que esta estructuración puede llevarse a cabo conformando un Patrimonio autónomo con créditos provenientes de distintos bancos originadores; aunque siempre respetando la condición de homogeneidad de la cartera

6.3.3. CASO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES.

En los procesos de titularización de inmuebles, éstos son cedidos al Patrimonio autónomo para que la Sociedad Titularizadora se encargue de su total administración, lo cual implique su usufructo para fines de arrendamiento, por ejemplo.

- En la Etapa I ocurre la cesión de los inmuebles, la que se asume se vincula solamente a un grupo de clientes escogidos probablemente por representar un riesgo homogéneo, que a la par resulte en conjunto atractivo para el inversionista.
- Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización; y de ésta hacia el originador.

En la Etapa II, se pone en funcionamiento el flujo de pagos, por el cual se cobran las cuentas como los alquileres, se concilia la información de los tenedores de los valores, y se procede al pago de los intereses o principal según corresponda.

- La responsabilidad de administración a cargo de la Sociedad Titularizadora acarrea los gastos asociados como son los seguros que la ley exige, los gastos de mantenimiento y los impuestos a la propiedad que existan.

- En este caso difícilmente ocurrirá sustitución de los activos que conforman el Patrimonio autónomo. En este tipo de esquema adquiere particular relevancia las necesidades de liquidez; por lo cual la existencia de Fondos o reservas especiales de liquidez suelen ser esenciales para lograr aceptabilidad en el mercado. Por otro lado, normalmente el Patrimonio autónomo tiene vida finita, por lo que al final del periodo establecido el inmueble, y los excedentes de las reservas son retornados al originador. Ello no ocurre, si la cesión también contempla la venta del inmueble como parte de la administración.

Cabe notar que este esquema es fácilmente asimilable al caso de titularización de proyectos de construcción, incluidos los diseños y estudios técnicos, a que se refiere la regulación vigente en Bolivia.

6.3.4. CASO DE TITULARIZACIÓN DE VALORES INSCRITOS EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES.

En la Titularización de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores (RMV), muy probablemente un inversionista (institucional) que no desea deshacerse de sus valores puede cederlos para la constitución de un Patrimonio autónomo y poder financiar así otras operaciones que desee realizar.

- En la Etapa I ocurre la cesión de los valores. Al tratarse de un portafolio de valores cedidos, este esquema tendría el atractivo de una diversificación de riesgos de manera similar a los Fondos de Inversión.

- Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización; y de ésta hacia el originador.

En la Etapa II, se pone en funcionamiento el flujo de pagos, por el cual se cobran los beneficios que generan los valores entregados al Patrimonio Autónomo, se concilia la información de los tenedores de los valores, y se procede al pago de los intereses o principal según corresponda.

- Es interesante notar que los valores cedidos al Patrimonio pueden dar origen a beneficios de tipo monetario o también a la entrega de valores.

- Ocurren situaciones por las que la cartera de valores cedidos que conforman el Patrimonio autónomo debe ser renovada o reestructurada (Valores RMV*), y ello ocurre para mantener un mismo estándar de la calidad de activos que conforman el patrimonio, o sencillamente para conservar el valor del Patrimonio ante la eventualidad que algún valor haya sido amortizado. –

De otra parte, es también factible que para introducir un mecanismo de cobertura que mejora el perfil de riesgo de la emisión, se cree una cuenta o Fondo especial destinado a apoyar los pagos en caso de necesidades de liquidez, o simplemente en la condición de una reserva de contingencia.

- Al final del periodo de existencia del Patrimonio autónomo los valores son retornados al originador en la forma de recompra.

- Debe tenerse presente que sí bien el esquema muestra un posible Fondo especial; de acuerdo a la regulación boliviana en el caso que los valores cedidos sean acciones no se requerirá mecanismos de mejora. Asimismo, se debe considerar que sí el Patrimonio lo conforman acciones sólo se podrán emitir valores de participación; en tanto que la estructuración sobre valores de deuda sólo tendrá lugar en caso que el valor a ceder esté calificado por riesgo. La legislación en Bolivia también permite titularizar valores de deuda pública, lo cual puede resultar atractivo en casos como en el que las de nominaciones de ciertos valores sea muy elevada, y se desea hacerlos mas accesibles al público en general.

6.4. SITUACION DEL FINANCIAMIENTO MEDIANTE LA TITULARIZACION EN BOLIVIA.

En Bolivia las primeras operaciones de titularización tuvieron mucho éxito reflejándose éste en el comportamiento en el mercado de Valores puesto que a finales del 2001, estaban registradas 49 empresas emisoras que habían inscrito sus acciones suscritas y pagadas en el Registro del Mercado de Valores, por Bs. 11.045.170.923.- correspondientes a 238.254.776 acciones. Durante la gestión 2002 el número de empresas emisoras se incrementó a 51, teniendo registradas al cierre de gestión acciones suscritas y pagadas por Bs. 11.430.064.011, representadas por 260.780.898 acciones⁶⁶ Desde el 2002 a la fecha las operaciones del mercado primario se incrementaron notablemente, de manera que según el informe de la BBV, se determinó que el 2008, 16 emisores acudieron al mercado de valores para obtener financiamiento mediante la emisión de valores representativos de deuda, como ser bonos, pagarés y

⁶⁶ Bolsa Boliviana de Valores. "La Titularización instrumento financiero alternativo". La Paz Bolivia. Septiembre 2003.

titularización, por 510,4 millones de dólares. Monto superior en 175 por ciento al registrado el 2007, lo que también constituye “un récord histórico en la BBV”. El monto negociado en operaciones de compraventa aumentó en 95,9 por ciento y las operaciones de reporto disminuyeron en 5,3 por ciento con respecto a la gestión anterior. Sin embargo, el acceso a este financiamiento se concentró principalmente a empresas grandes, principalmente financieras Bancos, y titularización principalmente de cuentas por cobrar o cartera, como indica el informe de gestión publicado por la BBV.⁶⁷

Las operaciones en la BBV con valores emitidos por el sector privado no financiero, incluyendo Bonos Corporativos, Pagarés, Valores de Titularización, Acciones y Cuotas de Participación, representaron el 13,2 por ciento del total negociado el 2008. En tanto que los valores del sector privado financiero, que abarca Bonos Bancarios y Certificados de Depósito de Plazo Fijo, corresponden el 21,7 por ciento. Y los valores del sector público con Bonos Municipales y Bonos, Letras y Cupones del Tesoro General de la Nación (TGN) el 65 por ciento.

Como es de notar el acceso al financiamiento mediante titularización, Bolivia, muestra claramente nuevamente una terciarización de la economía pues es muy poco el porcentaje de empresas productivas que acceden a este tipo de financiamiento, asimismo resalta la predominancia de titularización de cuentas por cobrar que en términos económicos son activos susceptibles de mayor posibilidad de liquidez, en relación por ejemplo a activos como inmuebles maquinaria y otros que son los que predominan en la estructura de activos de las empresas productivas, por tanto se puede evidenciar por lo anotado que el acceso al financiamiento mediante titularización para las empresas productivas,

⁶⁷ BBV. Informe de Gestión: 2008. en pagina web: www.bbv.com.bo

desde el punto de vista económico, no es eficaz para las empresas productivas, hasta el momento en Bolivia.

Es importante diferenciar el financiamiento a través de La BBV mediante emisión de deuda que toda empresa, actualmente, incluso las PYMES, del financiamiento mediante titularización de activos. En el primer caso la empresa después de cumplir todos los requisitos establecidos por la SPVS, que se refieren principalmente a demostrar la solvencia de toda la empresa, mediante los agentes de Bolsa las empresas emiten títulos de deuda principalmente Bonos y Pagarés afectando el pasivo de la empresa, como endeudamiento, donde la garantía para los inversionistas es la solvencia de la empresa emisora. Mientras en el financiamiento mediante titularización, la empresa sólo compromete los activos de su empresa en un patrimonio autónomo sobre el cual se emiten títulos valores a través de las Sociedades de Titularización, quienes a su vez realizan los pagos a la empresa originadora.

De esta manera, respecto al primer tipo de financiamiento, de acuerdo a los datos de la BBV, las operaciones realizadas en el Mercado de Valores en Bolivia, se caracterizan por ser a corto plazo y ser un mercado principalmente de Bonos. De las operaciones realizadas, durante los últimos años, 28% corresponden a Bonos Corporativos y 22% a Bonos del Tesoro. Los Bonos son el instrumento preferido por las empresas grandes en Bolivia para acceder a financiamiento. En el último año las operaciones en el mercado de bonos se incrementaron en un 12%.⁶⁸

Pese a que estas operaciones se incrementaron es relevante evidenciar que las operaciones de titularización en Bolivia como fuente alternativa de financiamiento a largo plazo para las empresas privadas es utilizada

⁶⁸ ALEMÁN Z, IVAN. Jefe de Desarrollo de la BBV "SITACION ACTUAL DE LAS PYMES EN LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES". Caracas. Venezuela. CAF CNV . 2005

mínimamente respecto al número de empresas, se habla de 16 empresas originadoras como máximo, para la gestión 2009, aunque en relación de monto es elevado. Asimismo, si bien como se ve en el cuadro No.1 existe la participación de pequeñas y medianas empresas realizando operaciones en la Bolsa de Valores estas operaciones son básicamente operaciones de corto plazo, solo bonos y no mediante operaciones de titularización ⁶⁹

En este entendido, para el año 2005, como las empresas bolivianas en su generalidad, grandes y pequeñas, accedían mínimamente al financiamiento mediante la BBV, el Jefe de desarrollo de esa Institución identificó que los factores principales por los cuales el conjunto de empresas en Bolivia, y en especial las PYMES no acudiesen a financiarse vía acciones y/o bonos al mercado de valores eran los siguientes:

La falta de una cultura bursátil desarrollada; que podría asociarse a la poca educación que brindan en esta área las universidades del país y por otra parte a la poca difusión de las ventajas y condiciones de acceso al mercado bursátil. Sin embargo y a partir del desarrollo de la tecnología de la información, en especial de la Internet, se consideraba se podría mejorar la educación bursátil y la difusión de la información.

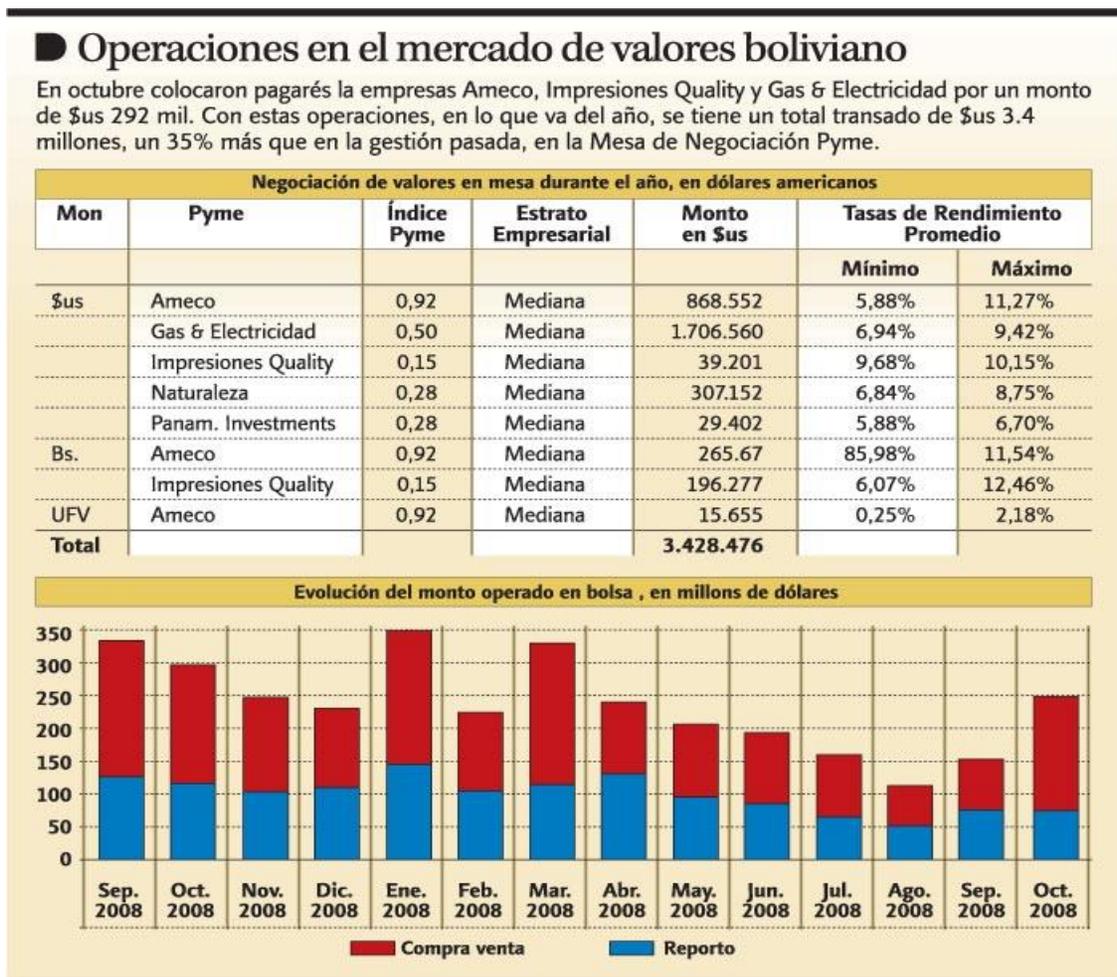
Falta de transparencia de las empresas, donde se entiende la informalidad de la economía como un punto crítico que impide el desarrollo empresarial en Bolivia.

Falta de una visión integral del Estado, en la que se considere al mercado de valores, como parte del Sistema Financiero, puesto que sólo se había concentrado en el sector bancario lo que dificultaba la diversificación de nuevos instrumentos financieros y de políticas públicas que permitan el desarrollo de otros mercados financieros.

⁶⁹ Bolsa Boliviana de Valores. Boletín Estadístico Octubre 2009. www.finanzasybanca.com

El alto costo de la calificación de riesgo. Este factor es primordial por cuanto las Pymes en su mayoría no tenían la visión de invertir a largo plazo. Al tener las Pymes requerimientos de capital trabajo, el costo de una emisión superaría el beneficio del financiamiento en el mercado de valores.

Cuadro No 1. Operaciones en el Mercado de Valores Boliviano Gestión 2008



Fuente: Informe Gestión 2008. BBV La Paz Junio 2009

Por todo lo anotado, se evidencia que el Estado, a través del establecimiento de una normativa específica mediante la Ley del Mercado de Valores, a más de

ampliar las alternativas de financiamiento para el empresariado boliviano, ha priorizado establecer un sistema normativo que permita disminuir al mínimo los riesgos de los inversionistas, como instrumento para el incremento de la inversión en el país. Teniendo como resultado respecto a la titularización la concentración de operaciones en la banca y en empresas grandes.

Ahora bien, la Titularización de activos es una innovación financiera, que busca dar mayor eficiencia a los mercados o que estos sean más completos o ajustados a las demandas de los inversores, que en el mercado financiero se constituyen en la población ahorradora que oferta los recursos financieros que necesitan las empresas. En este sentido, y dadas las características de la normativa emitida para los procesos de titularización de activos en el país es evidente que el legislador, basándose en los Consejos del Comité de Basilea, ha construido una normativa eminentemente protectora de los intereses del inversionista (población ahorradora, que compra los títulos valores) al establecer la autonomía del patrimonio autónomo de manera absoluta respecto al originador u empresario, que necesita de financiamiento, además de establecer todos los mecanismos de cobertura de riesgos necesarios para el cumplimiento de las obligaciones de estos empresarios, porque se establece que el único mecanismo de constitución de patrimonio autónomo, es la cesión absoluta de los activos de manera irrevocable por parte de la empresa originadora.

En la perspectiva de la obtención de recursos necesarios para la financiación de la inversión productiva, se está en frente a una dinámica más amplia de modificación de los pasivos, pues se logrará que los ahorradores destinen sus excedentes a la adquisición de valores negociables, inversión financiera, dentro de los cuales se insertan naturalmente las distintas variedades procedentes de Emisiones de Titulización.

Ahora bien, se evidenció que las normas sobre la titularización de activos en Bolivia protegen y aseguran la seguridad jurídica de los inversionistas financieros, puesto que a través de toda la normativa en la que se establecen los procesos y operativa resalta la administración de los riesgos a los que están sujetos los inversionistas en estas operaciones, estableciendo como se analizó mecanismos de cobertura internos y externos como requisitos para la emisión de títulos. Sin embargo, y aunque se menciona que los riesgos para el originador (empresario necesitado de financiamiento) se dispersan, no existe un análisis sobre los mecanismos jurídicos de defensa que tienen los originadores respecto a la devolución de sus activos cedidos de manera irrevocable por un tiempo, sólo destaca en el decreto reglamentario la enunciación de las características generales del CONTRATO DE CESION que el empresario debe consentir con respecto de la Sociedad de titularización. En ese sentido surge la pregunta e inquietud: **¿Por qué el legislador boliviano prefirió utilizar la figura jurídica de cesión para la conformación del patrimonio autónomo y, porque no la figura del fideicomiso que ya esta estructurada y tipificada en el código de comercio?** La respuesta, se puede deducir de toda la información analizada hasta el momento, y es que el propósito del legislador al utilizar esta figura fue disminuir o casi eliminar los riesgos del inversionista financiero (población ahorrista) con la misma filosofía de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, ahora ASFI, puesto que la “cesión irrevocable de activos por parte de la empresa originadora a la Sociedad de Titularización” supone como dice el Comité de Basilea conformar un patrimonio autónomo, pero no autónomo en el sentido que se establece por el Código de Comercio art. 1410, referido al fideicomiso, sino en el sentido de que la actual autonomía se entiende a la situación en la cual el originador o empresario no puede tener

control directo ni indirecto sobre el patrimonio. Estos aspectos se profundizarán en el próximo capítulo

En el presente capítulo, inicialmente se quiso establecer si en la normativa actual según los actuales ejecutivos que operan con titularización si se consideraron o no de manera específica la seguridad jurídica de la empresa originaria para inducir mediante la información obtenida a través de entrevistas si la normativa actual en Bolivia respecto a la titularización de activos es efectiva. Para ello, se realizaron entrevistas a las principales autoridades que operan con estas operaciones en el país, y a ejecutivos de empresas que realizaron titularización de sus activos. Lamentablemente, pese a la insistencia sólo respondieron dos ejecutivos de sociedades de titularización; respecto a las empresas originadoras la reminiscencia a dar información fue también notable solamente accedieron a responder dos empresas.

6.4.1. RESULTADOS DE LAS ENTREVISTAS REALIZADAS

Se pudo entrevistar a ejecutivos de dos Sociedades de Titularización y a dos empresas que realizaron la titularización de activos, los cuestionarios y respuestas a los mismos se presentan en el **ANEXO No. III**.

A) SOCIEDADES TITULARIZADORAS

Las sociedades de Titularización entrevistadas fueron: Sociedad Titularizadora NAFIBO S:A: (Nacional Financiera Boliviana) y Sociedad de Titularización BISA.

NAFIBO tiene mayor experiencia realizó hasta el momento en total nueve titularizaciones: Dos titularizaciones de activos, referentes a letras de cambio para las empresas COBOCE y CONCORDIA, seis titularizaciones de flujos futuros con las empresas: HIDROBOL, IC NORTE, LABORATORIOS Y DROGUERIA INTI , SOBOCE, GAS Y ELECTRICIDAD S.A. y para la empresa HOTEL EUROPA y una titularización de cartera con TERRASUR.(Los

prospectos de emisión de las empresas Hotel Europa y Laboratorios Inti se encuentran en el **ANEXO IV)**

Las respuestas a los cuestionarios aplicados se sintetizan de la siguiente manera: Sobre el concepto de titularización para uno de ellos que es NAFIBO es una alternativa de financiamiento, para el ejecutivo de BISA es una transacción financiera que permite convertir activos ilíquidos en activos líquidos, es decir contar con dinero o capital de trabajo sobre los activos que no pueden realizarse en el presente

Respecto a si es una alternativa de financiamiento ambos coinciden en que sí, para NAFIBO es mejor que un préstamo bancario tradicional porque manifiesta que el empresario no tiene que garantizar con inmuebles solo tiene que tener activos que generen flujos futuros. Mientras que para BISA es una alternativa solo para empresas grandes por los altos costos a cubrir, y dice que es mejor que el financiamiento mediante emisión de títulos porque cualquiera puede titularizar no necesita inscripción

Sobre cual es el propósito de la titularización el de NAFIBO sostiene que es el financiamiento con menores costos y el de BISA dice que puede ser de financiamiento o para generar liquidez

Ambos coincidieron que las empresas consiguen su objetivo con la titularización señalando que en general están en proceso.

Los dos ejecutivos señalaron que toda la normativa sobre la titularización facilita el acceso para las empresas en Bolivia, sin embargo no fueron específicos

Bajo la apreciación de ambos ejecutivos la normativa de titularización para inversionista y empresa originaria es clara y beneficia a ambas porque dice que hasta ahora ambos alcanzaron sus objetivos.

De acuerdo a la opinión de ambos ejecutivos la principal limitante desde el punto de vista económico para acceder a la titularización de activos para las empresas es el costo de calificación de riesgos, para el ejecutivo de NAFIBO existen muchos requisitos en la reglamentación que deben cumplirse.

Ambos ejecutivos aseguraron que la constitución del patrimonio autónomo para la titularización es mediante la cesión de bienes

A la pregunta sobre si es o no factible instrumentar el patrimonio autónomo para la titularización mediante fideicomiso, el ejecutivo de BISA señala que fideicomiso y titularización son lo mismo, textual” sería absurdo constituir dos patrimonios, si con la simple titularización se pueden lograr los objetivos que persigue la empresa”. Mientras que el ejecutivo de NAFIBO que es abogado señala que el fideicomiso y titularización no son lo mismo, y que bajo la actual normativa no es posible instrumentar el patrimonio debe ser autónomo sin control alguno del originario.

Respecto a si el patrimonio autónomo es devuelto al originador para NAFIBO la respuesta fue un rotundo no, refiriéndose solamente a la titularización de activos de ventas futuras. Mientras que para BISA ello depende de lo convenido en el contrato de cesión.

A la pregunta sobre cual es la percepción de las empresas que acuden para la titularización respecto a la cesión irrevocable del patrimonio autónomo ambos ejecutivos coincidieron en decir que las empresas consideran en un primer momento que están vendiendo su activo para siempre, y que en el contrato de cesión al ser un convenio entre partes se puede convenir cualquier cosa, respecto a la disposición del patrimonio.

Respecto a la seguridad jurídica de los procesos de titularización de activos tanto para inversionistas como para originadores los dos ejecutivos, sin realizar un análisis profundo señalan que en general, las normas del país son claras y que existe seguridad jurídica para ambas partes. Sin embargo, sólo se refieren a los riesgos de la operación para los inversores ninguno analiza el principal riesgo de la empresa originadora que es la pérdida del activo que cede.

B) EMPRESAS QUE UTILIZARON LA TITULARIZACION DE ACTIVOS

Las empresas cuyos ejecutivos resolvieron los cuestionarios planteados fueron: Hotel Europa y Laboratorios y Droguerías Inti S.A., el cuestionario resuelto se presentan en el **ANEXO No II**. Y sus respuestas se sintetizan de la siguiente manera:

Ambos ejecutivos consideran que la titularización de activos es una alternativa de financiamiento y un mecanismo financiero que permite convertir activos ilíquidos en líquidos.

Ambas empresas titularizaron sus ventas futuras, es decir las proyectadas

Las características de las titularizaciones de estas empresas se resumen en sus prospectos presentados en el **Anexo No IV**. Ambas empresas cedieron hasta los montos establecidos en Prospecto realizado por NAFIBO Sociedad Titularizadora, los derechos sobre sus Flujos Futuros originados en los ingresos diarios, actuales y futuros, en dinero por la venta de mercadería, productos, ventas por exportación, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro comercial, para la conformación de un Patrimonio Autónomo, con cargo al cual, se emitirán los Valores de Titularización denominados INTI -NAFIBO 006, negociables en el

mercado de Valores, todo conforme al Contrato acordado entre las empresas y la Sociedad Titularizadora. Ambas operaciones están en pleno cumplimiento.

Las ventajas de esta operación según la empresa INTI es que por un lado la titularización permitió disminuir el riesgo debido que en el proceso de administración de fondos para el repago de la deuda participa una entidad que es especialista en el manejo de patrimonios autónomos, permitiendo a la empresa obtener mejores condiciones que las que tenía con instituciones tradicionales, pudiendo liberar garantías reales y mejorar las condiciones de negociación con los nuevos tipos de acreedores. Mientras que para según el Hotel Europa básicamente fue pagar menores intereses que la banca.

Las desventajas de la titularización según el ejecutivo de INTI son: que los tiempos del proceso son muy largos lo que determina que las empresas se asusten, pues aparentemente pareciera que no se obtendrían resultado en un corto plazo, y obviamente es un proceso al que una pequeña empresa no le convendría por el alto costo que este le significaría comparado con la ganancia que este le reeditaría. Para el Hotel Europa el proceso no le representó ninguna desventaja.

Ambas empresas constituyeron el patrimonio autónomo mediante cesión irrevocable o transferencia. Sin embargo en ambas oportunidades dado que el activo cedido eran ventas futuras todavía no obtenidas entonces ambas respondieron a la siguiente interrogante sobre la devolución del activo cedido al patrimonio autónomo que éste se extingue al final del plazo, porque al efectuarse las ventas estas pasan a pagar a los inversionistas financieros que las adquirieron con anticipación.

Asimismo, dada la característica del activo titularizado respecto a los riesgos sobre este proceso para la empresa, éstos devienen de los riesgos de la misma empresa respecto a la evolución de sus ventas de las empresas originadoras corriendo con el riesgo solo los inversionistas pero para ello las empresas originadoras utilizan los mecanismos de cobertura.

Nuevamente debido la naturaleza del activo titularizado ambos ejecutivos señalaron que las operaciones de titularización en Bolivia, para las partes intervinientes gozan de seguridad jurídica, determinada por la ley del mercado de valores.

6.4.1.1 CONCLUSIONES DEL TRABAJO DE CAMPO

De toda la información obtenida se concluye:

La legislación Boliviana respecto a los procesos de titularización se caracteriza por enfatizar la protección de los inversionistas financieros es decir a la población que adquiere los títulos valores, población que corresponde como en el mercado financiero bancario a la población ahorrista.

Con este objetivo el legislador establece que la única manera de constituir patrimonio autónomo para la titularización es el contrato de cesión irrevocable de los activos de la empresa originadora a la Sociedad de Titularización.

El contrato de cesión irrevocable para este efecto esta regulado por una norma reglamentaria pero como todo contrato existe la libertad contractual en la que se pueden acordar diferentes condiciones y cláusulas.

Las operaciones de titularización de activos en Bolivia se constituyen en una fuente alternativa de financiamiento principalmente para empresas grandes que

pueden cubrir altos costos de calificación de riesgo, aspecto que limita el acceso para las MYPES..

Por la cantidad de operaciones de titularización de activos en Bolivia, existe la tendencia a que la empresa prefiera recurrir al financiamiento utilizando la titularización de sus ventas futuras, cartera o cuentas por cobrar lo que lleva a deducir que las empresas no tienden a poner en riesgo sus activos tangibles dándolos en cesión irrevocable a la Sociedad Titularizadora, es más se evidencia de acuerdo a las declaraciones realizadas por los ejecutivos de estas sociedades que las empresas tienen la percepción de que están vendiendo para siempre sus activos y que no lo recuperará.

Por tanto, por un lado la cantidad de requisitos que establece la normativa para la titularización respecto a las empresas originadora se traducen en elevados costos que muchas empresas bolivianas no pueden cubrir, limitando de esta manera su acceso a estos procesos, en este sentido la normativa no es eficiente.

Por otro lado, si el objetivo de la normativa desde el punto de vista económico es incrementar el acceso al financiamiento mediante el mercado de capitales para las empresas productivas, a tiempo de incrementar la inversión financiera, se evidencia si bien con la normativa se garantiza seguridad jurídica para los inversionistas financieros, no es del todo evidente esta seguridad para las empresas originadoras principalmente cuando se trata de titularización de activos presentes tangibles por cuanto el contrato de constitución de patrimonio autónomo requiere la transferencia irrevocable y absoluta de esos activos a fin de que la sociedad titularizadora las titularice, hasta este momento se puede señalar que esa es la percepción desde el punto de vista del empresario porque no se identifica los mecanismos jurídicos de defensa en caso de incumplimiento

de las sociedades titularizadoras. En este sentido se puede señalar que la normativa de los procesos de titularización no son efectivos desde el punto de vista económico porque al ser tan restrictivas limitan el acceso a este tipo de financiamiento a gran numero de empresas especialmente PYMES, más si se considera que la mayoría de las empresas bolivianas son PYMES, cuyos activos están conformados no por cuentas por cobrar, ni ventas futuras que son sumamente variables, sino por activos tangibles, pero que necesitan capital de trabajo, lógicamente sin esos activos tangibles no podrían producir.⁷⁰Y también, desde el punto de vista jurídico porque si bien se establecen con gran detalle los mecanismos para la protección del inversionista financiero, no ocurre así respecto a las empresas originadoras para las que se impone un contrato de cesión irrevocable regida por el código civil, pero descrito en un decreto reglamentario, pero que a la vez al ser la sociedad titularizadora una sociedad anónima está regulado por el Código de Comercio, causando confusión e inseguridad en el empresario principalmente si se trata de ceder de manera irrevocable activos tangibles.

⁷⁰ Alvarez Arnal, Armando. Gerente General BBV S.A. Seminario: “Acceso de las PYMES al Mercado de Valores”. Santa Cruz. Bolivia . 2002.

CAPITULO VII

ANALISIS JURIDICO DEL USO DEL FIDEICOMISO COMO INSTRUMENTO ALTERNATIVO EN EL PROCESO DE TITULARIZACION DE ACTIVOS PARA LA EFECTIVIDAD EN EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO EN BOLIVIA

7.1. INTRODUCCION

Con base a las conclusiones del trabajo de campo el presente capítulo tiene por objetivo analizar los elementos jurídicos del contrato de fideicomiso y del contrato de cesión irrevocable para los procesos de titularización activos bajo la normativa actual, con el objeto de determinar si la figura de fideicomiso permitiría aplicarse a los procesos de titularización directamente y conseguir su finalidad para la que fue creada, que es establecer un mecanismo alternativo de financiamiento, garantizando la seguridad jurídica tanto del inversionista financiero como del empresario originario y por tanto, constituirse un instrumento alternativo de titularización de activos que permita el acceso efectivo al financiamiento del sector productivo empresarial boliviano.

Asimismo, identificar los elementos jurídicos necesarios para la aplicación del fideicomiso como fuente alternativa de financiamiento para el empresario boliviano dentro de los procesos de titularización de activos.

A lo largo del presente trabajo de tesis, han sido objeto de análisis detallado los antecedentes, características y demás elementos en relación con el proceso de Titularización de Activos en su sentido más puro, para luego esbozar notas relevantes contenidas en las legislaciones de distintos países latinoamericanos, en donde se observó la existencia de una diversidad de vías o instrumentos legales que podían ser utilizados como vehículos para realizar un proceso de titularización, siendo el fideicomiso mercantil la vía utilizada en la mayoría de los países cuyas leyes han sido estudiadas, asimismo fueron señalados ciertos aspectos doctrinarios y de carácter normativo conforme la legislación boliviana referentes al Fideicomiso en general considerado como el más importantes para los efectos de esta investigación.

Se advierte que las sociedades de inversión y los fondos de inversión no son objeto de análisis en este estudio, ya que son figuras que se crean con el fin de invertir recursos en valores de oferta pública y no tienen como finalidad crear liquidez sino únicamente dedicarse a la inversión en valores. Por su lado las sociedades de inversión tienen por objeto exclusivo la inversión de sus recursos en valores (documentos, títulos o certificados, acciones, títulos de crédito típicos o atípicos que incorporen o representen, según sea el caso, derechos de propiedad, de crédito o de participación), muy distinto a la emisión de valores (respaldados por un conjunto de activos), para que sean colocados y negociados en el mercado de valores, finalidad de un proceso de titularización. Por otro lado, los fondos de inversión se crean para la inversión del dinero que el agente recibe de terceros (inversionistas), en valores que se encuentren en oferta pública, y no se crea para la emisión de valores para que sean adquiridos por inversionistas, como lo es en titularizaciones.

En este entendido en el presente capítulo, se analiza desde el punto de vista jurídico la compatibilidad y posibilidad de utilizar el fideicomiso como un instrumento alternativo de titularización de activos, en el contexto actual del ordenamiento civil, comercial y de la Ley de Mercado de Valores, exponiendo a su vez, los elementos normativos necesarios para la introducción de esta figura jurídica como alternativa para llevar a cabo un proceso de titularización de activos, identificando si es con el fideicomiso con los contratos de cesión existe seguridad jurídica para la empresa originadora y/o para el inversionista.

7.2. EL FIDEICOMISO COMO INSTRUMENTO DE PROCESOS DE TITULARIZACION.

Como se analizó en la legislación comparada es completamente factible utilizar el fideicomiso mercantil como medio para titularizar activos. Este apartado

contiene, una comparación entre las características básicas necesarias para llevar a cabo un mecanismo de Titularización, en comparación con aquellas del Fideicomiso

7.2.1. MARCO LEGAL RECTOR

La legislación Boliviana cuenta con normas relacionadas con el Fideicomiso contenidas en el Código de Comercio y en la Ley del Mercado de Valores que fueron analizadas en su oportunidad. Tal análisis tuvo su origen de conformidad con lo estipulado en el derecho comparado de países latinoamericanos como Ecuador, Argentina y Colombia que, dentro de sus leyes, contemplan la posibilidad de utilizar, entre otros, el Fideicomiso mercantil como medio para llevar a cabo este proceso de desintermediación financiera.

Como fue explicado la Titularización es un proceso de conversión de activos relativamente ilíquidos, por medio del cual éstos se transforman en dinero (activos líquidos), mediante la colocación en el mercado de títulos valores fácilmente negociables y líquidos, cuyo respaldo descansa en la cartera de activos que ha sido titularizada.

Por su lado, de acuerdo al Código de Comercio Boliviano el fideicomiso esta definido como un contrato mercantil típico de entidades Bancarias, vale decir que el ente fiduciario solamente puede ser un Banco, pero es también evidente que en la Ley de Bancos y Entidades Financieras, Ley BONOSOL y diversos decretos del sector publico el fideicomiso se ha utilizado de diferentes formas y objetos, por lo que se identifican muchos tipos de fideicomiso según el objeto, la finalidad etc. , sin embargo el fideicomiso, como figura genérica se define como:

El Fideicomiso es un contrato, mediante el cual una persona natural o jurídica llamado fideicomitente transmite uno o más bienes a un fiduciario quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada en

provecho de aquél o de un tercero llamado beneficiario. Los bienes objeto de fideicomiso constituyen un patrimonio autónomo que solo garantiza las obligaciones derivadas del fideicomiso o de su ejecución.⁷¹

Ahora bien, considerando que la finalidad de la titularización es que el fiduciario titularice los activos cedidos, es decir emita títulos valores contra esos bienes o activos para que activos ilíquidos del fideicomitente (empresa) se conviertan en líquidos, ninguna norma impide que la finalidad del FIDEICOMISO en Bolivia sea la titularización de activos, en tal caso se hablaría de un FIDEICOMISO DE TITULARIZACION.

Ahora bien, es también factible que se establezca que en este tipo de FIDEICOMISO el Fiduciario deba ser sólo una Sociedad de Titularización, entidad regulada por la ASFI y regulada por La ley del Mercado de Valores, vale decir que el fideicomiso de titularización debería ser introducido como mecanismo alternativo dentro de la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos.

7.2.2. PROCESO DE TITULARIZACIÓN UTILIZANDO EL FIDEICOMISO DE TITULARIZACION

Un proceso es el *conjunto de fases sucesivas de un fenómeno*, es decir, una serie de actos u operaciones que conducen a un fin determinado⁷². Un contrato es un *pacto o convenio entre las partes que se obligan sobre materia o cosa determinada y a cuyo cumplimiento pueden ser compelidas*⁷³. Hay contrato

⁷¹ Gaceta Oficial de Bolivia Código de Comercio. Arts. 1409 y 1410. La Paz-Bolivia

⁷² Diccionario de la lengua española, Real Academia Española, décimo novena edición, Madrid 1970.

⁷³ Diccionario de la lengua española, Real Academia Española, ob. Cil.

cuando dos o más personas convienen en crear, modificar o extinguir una obligación.⁷⁴

Volviendo a la estructura del proceso de titularización, en Bolivia se determinan dos etapas: la etapa de la constitución del Patrimonio autónomo y la segunda donde se pone en funcionamiento el flujo de pagos y ocurren todos los eventos necesarios para administrar y dar mantenimiento al Patrimonio autónomo.

La constitución del Vehículo de Propósito Especial o entidad emisora, resulta ser una de las fases del complejo proceso de Titularización, fase en la que se constituiría el contrato de Fideicomiso de Titularización. **El contrato de fideicomiso se utilizaría, entonces, como vehículo de titularización, según el cual una persona - empresa originadora - denominada fideicomitente, se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos (conocidos como "paquete" de activos) a favor de un fiduciario - sociedad tituladora - para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto a dominio fiduciario (es decir a la administración) de éste último y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición posterior concede a los inversionistas o titulares de estos valores la calidad de fideicomisarios.**

El Fideicomitente transfiere en fideicomiso bienes o activos con un determinado fin a un patrimonio autónomo, que será administrado por un fiduciario, que se encargará de obtener los resultados o finalidad del fideicomiso para el beneficiario .

A) El Patrimonio Autónomo:

El Patrimonio Autónomo es una de las características que coinciden entre el Fideicomiso genérico y la Titularización de activos, en todas las legislaciones

⁷⁴ Gaceta Oficial de Bolivia, Código Civil art. 450.La Paz-Bolivia

analizadas puesto que en los dos se debe constituir un patrimonio separado e independiente de aquel del Originador (fideicomitente), fiduciario (entidad emisora y administrador) y fideicomisario (destinatario de los beneficios y ventajas que se desprenden del patrimonio afectado), el cual está integrado por los activos transferidos.

Sin embargo, en Bolivia el patrimonio autónomo para la titularización de activos según los operadores de las mismas es diferente del patrimonio autónomo definido en el Código comercio, así de acuerdo a la normativa nacional y en cumplimiento a los principios de Basilea en Bolivia existen tres requisitos para realizar la titularización, en los que se define con exactitud que se entiende por autonomía del patrimonio y estos son:

Requisito 1: “Los activos transferidos tienen que estar legalmente fuera del alcance del Originador y sus acreedores aún en períodos de bancarrota y liquidación”. **(autonomía)**

Requisito 2: “El receptor de los activos debe ser un patrimonio autónomo y los inversionistas deben tener derechos sobre esos activos”. **(autonomía)**

Requisito 3: “El originador no debe tener control directo o indirecto sobre los activos transferidos”.

(Se considera que el originador tiene control si tiene la posibilidad de recomprar activos del patrimonio autónomo y si está obligado a permanecer con el riesgo de los activos transferidos) (no hay autonomía).

En este entendido, y para alcanzar esta autonomía, el legislador determina actualmente que la constitución del patrimonio autónomo se realice mediante un contrato de cesión irrevocable de bienes, regido según se entiende por el Código Civil en los artículos 1437 al 1443, pero cuyas características y especificidades se establecen en la **Resolución Administrativa No 052** de 14

de febrero de 2000 que dicta las Normas de prudencia de las emisiones titularizadas, en dicha resolución se establece que este contrato tiene un plazo determinado por el fin que es la titularización de activos y el pago de los rendimientos de los activos emitidos, y que existe la posibilidad de determinar cláusulas respecto a que el los bienes cedidos según sea la naturaleza se devuelven a la empresa originadora, determinándose que exista una cláusula penal, en caso de incumplimiento. Entonces surge una interrogante si lo que quería el legislador con la constitución del patrimonio autónomo era mantener separado este patrimonio con fines de garantizar los intereses de los inversionistas ¿Por qué no solamente se estableció un contrato de fideicomiso, donde se determinarían condiciones específicas sobre la administración y calidad de ese patrimonio? ¿Por qué se determinó una transferencia absoluta de bienes, con la consiguiente fuente de inseguridad jurídica para la empresa originadora, si se tratase de bienes tangibles cedidos, de jamás recuperar sus bienes? ¿No es acaso, que determinando esa cesión absoluta de bienes causa la sensación de que la *empresa originadora está realizando una venta definitiva? De esta manera, es notorio que la normativa ha dejado completamente aislada a la empresa originadora de sus activos, causando una inseguridad jurídica a la misma, en caso de incumplimiento principalmente cuando los activos a ceder son bienes tangibles, ya que se le deja cuando mucho acciones con el contrato de cesión que deben en primer lugar ser asimilados por los funcionarios judiciales, para identificar la materia (si es civil o financiera) y la causa o finalidad (en este caso de titularización de activos o financiamiento), que tranquilamente pueden llevar a confusión con materia civil, como de que se trata de una venta o cesión absoluta.*

Es en este entendido se considera que la actual normativa sobre titularización de activos no es efectiva desde el punto de vista jurídico por cuanto determina

la desprotección jurídica para la empresa originadora, pues el negocio jurídico establecido, parecería ser una venta o cesión y no un instrumento de financiamiento. Por tal motivo, seguidamente se analiza la posibilidad de establecer el patrimonio autónomo mediante el fideicomiso regulado por el código de comercio nacional.

Si se analiza la constitución del patrimonio autónomo, con la figura jurídica del fideicomiso establecido en el Código de Comercio, es evidente que se constituye un patrimonio separado de fin o de afectación cuyo titular jurídico es el fiduciario en este caso la Sociedad de Titularización, quien es dueño fiduciario dicho patrimonio, esto es con dominio limitado en función al fin que debe cumplir y dueño normalmente temporal. Siendo que el fideicomisario o inversionistas y el fideicomitente o empresa originadora sería los titulares económicos de dicho patrimonio porque a ellos van los beneficios de la propiedad y la propiedad misma al concluirse el fideicomiso.⁷⁵ Todas estas características permiten fácilmente realizar el proceso de titularización por cuanto existe la “autonomía” del patrimonio, que garantiza el pago a los inversionistas.

Ahora bien, según la normativa de titularización nacional los que tienen todo el control y supervisión sobre ese patrimonio y la emisión de valores y quienes pueden exigir a la sociedad de Titularización son los tenedores de Valores, lo cual no está contemplado en el código de comercio, pero su definición es tan genérica y amplia, que en virtud a la libertad de contratación determinado en el art. 454 del Código Civil, se podría haber determinado en la Ley del Mercado de Valores debido a su especialidad y finalidad del contrato, aunque según criterio

⁷⁵ Gaceta Oficial de Bolivia Código de Comercio Artículos 1415 y 1416. La Paz- Bolivia.

personal la empresa originadora también debería tener alguna participación o derecho.

Por tanto, en el fideicomiso de titularización propuesto se establecería el patrimonio autónomo que está afectado a una finalidad, que es la emisión de valores para que sean negociados en el mercado bursátil y extrabursátil y así obtener ganancias y rendimientos interesantes. Al ser un patrimonio separado y autónomo, los inversionistas o tenedores de los certificados, títulos de contenido crediticio, o de participación no se ven afectados por la crisis o quiebra del originador o fideicomitente, ni del fiduciario emisor, ya que los títulos encuentran su respaldo en los bienes o activos que conforman el patrimonio independiente y el flujo de caja que generan. Siendo la ventaja que la figura jurídica ya está tipificada en el Código de Comercio, con gran amplitud y generalidad, con la correspondiente seguridad jurídica para la empresa originadora como para los inversionistas, sin desvirtuar el negocio jurídico de financiamiento a través del proceso de titularización, y no de cesión ni de venta.

B) Los Activos:

Se recuerda que no cualquier activo puede ser titularizado, ya que como característica especial éstos deben generar un flujo de caja predecible. Esta peculiaridad es de suma importancia en las Titularizaciones ya que el flujo de caja generado por los activos se utiliza para respaldar los títulos emitidos. Dicho en otras palabras, los títulos valores resultantes del proceso, no sólo dependen del conjunto de activos titularizados sino que del flujo de fondos que éstos puedan generar, y así asegurar al inversionista la calidad actual de dichos activos y la protección adecuada respecto de un deterioro futuro. Además, la entidad emisora cuenta con el flujo de caja generado para cumplir con los pagos respectivos de rendimiento y capital a los inversionistas, elemento subjetivo esencial en el proceso. Es más, desde el punto de vista de la

legislación comparada la Ley del Mercado de Valores de Ecuador lo establece claramente. Las normas legales contenidas en el Código de Comercio y en la Ley del Mercado de Valores, no requieren expresamente que los bienes susceptibles de ser transferidos al patrimonio fideicometido de un Fideicomiso, llenen tales características.

Sin embargo, dadas la finalidad del fideicomiso propuesto, la legislación solamente debe determinar que los activos reúnan las características señaladas. Sin embargo, también por ser el fideicomiso una figura jurídica tipificada en el código es importante señalar que de acuerdo a las normas del derecho Común los bienes deberían ser aquellos bienes que existan o que se espera que existan siempre y cuando estén determinados al menos por su género y su cantidad sea determinable (salvo aquellos personalísimos). Por lo anterior se entiende que cualquier clase de bien que sea lícito y se encuentre en el comercio puede ser aportado a un Fideicomiso, no quedando excluidos de ninguna manera los activos ilíquidos. Por consiguiente cualquier clase de bien inclusive ilíquido o valor que no necesariamente debe encontrarse en oferta pública, puede ser objeto de un Fideicomiso

La única condición necesaria para obtener una titularización exitosa es que generen flujos constantes de caja. Ante dicha circunstancia, las entidades fiduciarias del país, deben tomar medidas prudenciales adecuadas al momento de implementar titularizaciones mediante la figura del Fideicomiso de titularización. El fiduciario debe actuar con lealtad, es decir, a favor de los fines del Fideicomiso. Así que, es deber del fiduciario informar al fideicomitente u originador, que previo a la constitución del fideicomiso se hagan constar las reglas a seguir para la Titularización de los bienes fideicometidos.

Por consiguiente para evitar problemas innecesarios al titularizar en Bolivia a través del Fideicomiso genérico o de Inversión, los activos que van a conformar

el patrimonio fideicometido deben generar flujos futuros determinables, como condición necesaria para iniciar el proceso. Lo anterior, sin perjuicio de poder invertir dicho patrimonio en valores que se encuentren en oferta pública.

C) Los valores emitidos:

Los valores emitidos tal como se establecen en la Ley del Mercado de valores para los procesos de titularización serían los mismos: Títulos de crédito, de participación o mixtos.

Los certificados de participación que cumplen con ser títulos mixtos al poder incorporar de sobre el capital e intereses de acuerdo con las condiciones señaladas en cada título, asimilar títulos de renta fija, o incorporan derechos de participación en las utilidades o pérdidas patrimonio autónomo genere, asimilándose a títulos de renta variable. Los títulos que incorporan derechos de crédito, son aquellos títulos de contenido crediticio que otorgan a su tenedor el derecho a recibir un suma fija por un período establecido, aseguran al titular un rendimiento periódico, siempre el mismo. Estos incorporan el derecho de preferencia a cancelación del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente con los recursos del fideicomiso en los términos y condiciones que consten en el documento constitutivo. Los activos que integran el fideicomiso constituye la fuente de pago de este pasivo del patrimonio fideicometido con el inversionista.

Los títulos de participación confieren a su titular una parte alícuota del patrimonio autónomo y participa de las utilidades o pérdidas que éste genere. Se asimilan a títulos de renta variable Representan para el inversionista el derecho de participar en los resultados económicos generados por los activos o bienes que conforman el patrimonio fideicometido. Por lo tanto, no representan

crédito por cobrarle al fideicomiso, sino de participar en los resultados del mismo.

D) Sujetos Participantes:

Mediante la constitución del contrato de Fideicomiso, las partes e instituciones del proceso de titularización activos mediante fideicomiso de titularización serían las establecidas en la normativa actual, para este efecto solamente se debe considerar que: el fideicomitente es la empresa originadora, el fiduciario es la Sociedad de Titularización y el fideicomisario es el inversionista; los cuales estarían sujetos a cumplir las siguientes funciones:

a) El Fideicomitente, persona (individual o jurídica) capaz de disponer de sus bienes, que entrega sus bienes al fiduciario para el cumplimiento del fin lícito específico de la titularización de activos, funge como originador, que puede ser cualquier persona que sea propietaria de los activos a titularizar, los que a su vez deben ser transferidos como condición necesaria para iniciar el proceso de Titularización. Además, coincide con ser una persona distinta a la entidad emisora de los títulos. El fideicomitente daría instrucciones al fiduciario en cuanto a la forma de administración del patrimonio.

b) El Fiduciario, persona jurídica sociedad anónima necesariamente que adquiere los bienes y se compromete con ellos a cumplir con la finalidad indicada en el instrumento constitutivo del Fideicomiso – invertir los valores - y funge como:

b.l) Vehículo de Propósito Especial (VPE) o entidad emisora, persona jurídica autorizada para emitir títulos valores que representen los activos que ha recibido del originador. El fiduciario emite los certificados o valores a negociar. Estos títulos representan una parte alícuota del patrimonio fideicometido y pueden ser emitidos con flexibilidad de monto, con la única limitación de no

sobrepasar el monto representado por la totalidad de los activos o bienes que conforman el patrimonio fideicometido.

b.2) Administrador, quien cobra el capital e intereses (el flujo de caja generado), monto que distribuye entre los inversionistas, cumpliendo así con la finalidad del Fideicomiso, es decir, con la inversión de los valores, y realizando todos aquellos actos para la consecución de tal fin.

Se observa que el fiduciario cumple las funciones de dos de los participantes en el proceso de Titularización, fungiendo como Vehículo de Propósito Especial o entidad emisora al recibir la cartera de activos trasladada por el originador con el fin de emitir títulos negociables; y como administrador cobrando el capital e intereses y recibiendo sus honorarios correspondientes por tal servicio. Como el administrador debería trasladar el monto recaudado a la entidad emisora para que ésta lo distribuya entre los inversionistas, sin embargo, al concentrarse ambas funciones en la misma persona, dicho monto es distribuido directamente por el fiduciario a los tenedores de los títulos.

El Colocador, encargado de vender los títulos a los inversionistas interesados. En oferta pública bursátil es un Agente de Bolsa o Casa de Bolsa miembro de la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

c) El Fideicomisario: Es cualquier persona, que en el momento, de acuerdo con el Fideicomiso le corresponda entrar a beneficiarse del mismo y tenga capacidad de adquirir derechos.

d) El Tenedor de los títulos: Es el inversionista que adquiere los títulos y asume el riesgo de inversión. Es una persona del público en general y distinta del fideicomitente, salvo en caso de existir una medida de cobertura de subordinación de la emisión en cuyo caso el fideicomitente o originador debe suscribir una parte de los títulos emitidos.

e) La calificadora de riesgo: Baste recordar que, dentro de los participantes que coadyuvan a un mejor desenvolvimiento de Titularizaciones, se encuentra la calificadora de riesgo, entidad especializada en ponderar el riesgo de los valores a negociarse en el mercado de valores, y contribuye a fijar su precio. Determina la seguridad de la emisión, dándole parámetros al inversionista para evaluar el riesgo de su inversión. Debido a la complejidad del proceso, es muy importante la función que desempeña la calificadora de valores, al emitir una opinión sobre la calidad crediticia, es decir, la capacidad de cumplir compromisos de pago de capital e intereses. Con la calificación se contemplan las garantías necesarias para proteger al inversionista, ante la latente incertidumbre del comportamiento de las carteras de activos titularizada. .

f) La Bolsa de Valores: El escenario para la negociación de los títulos en el mercado secundario es la Bolsa de Valores, da transparencia para la protección de los inversionistas y afirma la publicidad del proceso de Titularización. La Ley del Mercado de Valores respecto a la titularización, sujeta la emisión y negociación de los certificados fiduciarios que se emitan, únicamente a los requisitos de tal ley para realizar oferta pública de valores emitidos por las sociedades mercantiles, como fue expuesto anteriormente

E) Mecanismos de cobertura:

Como se analizó ampliamente en el capítulo sexto, se indican los posibles riesgos a que está sujeto el comportamiento de los activos titularizados. En ese sentido, por las vicisitudes que el patrimonio autónomo eventualmente podría sufrir, la implementación de medidas de seguridad pudieran considerarse hasta cierto punto atractivas, más no necesarias si los activos titularizados son suficientemente rentables. En términos del Fideicomiso genérico la legislación boliviana no instruye acerca de las medidas a tomar ante posibles riesgos del patrimonio fideicometido, por lo que se considerase necesarios tales

mecanismos basta con incorporarlos en el documento constitutivo del Fideicomiso de que se trate, pero para no disminuir la protección para el inversionista, se adoptaría los mecanismos internos y externos detallados y considerados para estos procesos en la normativa de Valores actual.

F) Tratamiento Fiscal.

El fideicomiso de titularización debería tener todos los beneficios de exención de impuestos determinados para los procesos de titularización según la norma tributaria

Así, como la Ley del Mercado de Valores en su artículo 86 exoneró la cesión o transferencia de los bienes o activos en virtud de procesos de titularización, tanto al inicio como a la finalización de éstos, del Impuesto a las Transacciones, del Impuesto al Valor Agregado IVA y de las tasas de Registro, se debería ***establecer expresamente que el inicio de titularización, para efectos impositivos, también se entiende como la transmisión de bienes a un patrimonio autónomo mediante el fideicomiso de Titularización***

La exoneración de las tasas de registro de que trata el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, sobre la inscripción de los bienes o activos cedidos para la constitución del patrimonio autónomo, en el Registro de Derechos Reales, **también debería considerar para la inscripción de la escritura pública del Fideicomiso de Titularización.**

De igual manera debería señalarse en la Ley de Reactivación Económica, completándose el art 36 en la que establece que las operaciones de transferencia de cartera de intermediación financiera, de seguros, pensiones y portafolios del mercado de valores, ya sea por venta o por cesión, se encuentran exentas del Impuestos a las Transacciones, del Impuesto al Valor Agregado y del pago de las tasas de registro, adicionando que en operaciones

de constitución de patrimonio autónomo mediante fideicomiso de titularización la transmisión de activos señalada también están exentas de los mencionados impuestos..

Lo mismo respecto al cobro de los notarios de un arancel mínimo no sujeto a cuantía con carácter global por toda la transacción y con respecto al art. 37 de la Ley de Reactivación económica referente a la exención del pago de Impuestos al Valor Agregado y al de Transacciones, toda transacción con valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores realizada en la República de Bolivia y que tenga efectos en el territorio boliviano.

7.3. PARA QUE TIPOS DE TITULARIZACION ES MAS EFICAZ EL FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN

Es evidente y se ha observado así en la legislación comparada que el fideicomiso de titularización con las características expuestas son aplicables y eficaces en el sentido de dar seguridad jurídica⁷⁶ a la empresa originadora, cuando se trata de titularización de bienes tangibles por cuanto existe de parte de la empresa originadora derechos sobre la sociedad de titularización y porque dada la naturaleza de los activos estos no se extinguen en todo el periodo de titularización. Aunque por supuesto la aplicación sigue siendo factible.

Así por ejemplo en una titularización de créditos mediante fideicomiso de titularización los créditos son transmitidos del originador u original acreedor por lo general en fideicomiso a un fiduciario o Sociedad de Titularización. El fiduciario emite certificados de participación para colocarlos entre los inversores. El originador, se desprende de sus créditos y, por lo tanto,

⁷⁶ El art. 7-a) de la Constitución Política del Estado reconoce el derecho a la seguridad jurídica, entendida como la cualidad que debe tener el ordenamiento jurídico de producir certeza, estabilidad y confianza en la sociedad

desaparecen de su activo, en tanto que en su patrimonio no inciden como pasivo los títulos de deuda representados por los certificados. Estos certificados son representativos de una participación en la propiedad de los activos y de su renta que forman un patrimonio separado, del cual disfrutaban los beneficiarios (inversores) del fideicomiso.

Los pagos de los deudores de los créditos cedidos se depositan en una cuenta del fideicomiso, destinándose esos fondos a pagar en primer lugar los servicios de intereses y la amortización de los certificados de participación y, luego, los gastos de administración, en el plazo el fiduciario cobra los créditos, y al final del mismo el activo queda extinguido.

Esto ocurre cuando se trata de la titularización de activos intangibles tal es el caso de cuentas por cobrar, ventas futuras, créditos, que tienen generalmente la particularidad de que el activo se extingue en el plazo del contrato. En este caso se justifica el total aislamiento de la empresa originadora de sus activos ya que los riesgos se reparten con los inversionistas, y en ese sentido se habría estructurado la normativa actual pero ciertamente se dejó de lado el caso de la titularización de activos tangibles con la correspondiente desprotección de la empresa originadora.

7.4. EL FIDEICOMISO DE TITULARIZACION VS SOCIEDADES DE TITULARIZACION.

El análisis parte de explicar cuáles son las seguridades que ofrece la conformación del patrimonio autónomo por un lado, mediante el fideicomiso de titularización y por otro mediante la cesión irrevocable a la sociedad de titularización.

Ahora bien, ambas modalidades implican la existencia de un Patrimonio De Propósito Exclusivo que servirá de respaldo para el pago de los derechos que tienen los fideicomisarios (Inversionistas).

En la primera de las modalidades el fideicomitente (originador) transferirá parte de sus activos a fin de constituir un patrimonio en fideicomiso que estará sujeto al dominio del fiduciario. Contra este patrimonio se emitirán valores que se entregarán a los fideicomisarios, quienes entregarán dinero en efectivo y éste se dará al fideicomitente, habiéndose pagado con anticipación los honorarios del fiduciario. Luego, el servidor "quien ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes" del patrimonio en fideicomiso, transferirá el dinero cobrado al patrimonio fideicomitado y con él se pagará a los fideicomisarios (inversionistas), según los términos en virtud a los cuales se emitieron los valores. Estos pagos dan una seguridad a los inversionistas, pues, en el supuesto de incumplimiento de uno de éstos, podrán pedir el pago del saldo total que se les adeuda. Por último, podrá existir un mejorador con el fin de otorgar garantías adicionales que hagan mas segura la inversi0n.

En la segunda de las modalidades de conformación de patrimonios de propósito exclusivo, para sociedades de propósito especial, la figura es similar a la del fideicomiso de Titulización, con la diferencia de que el patrimonio de esta sociedades esta conformado esencialmente por activos crediticios. Su objeto social se limita a la adquisición de los mismos y a la emisión y pago de los valores mobiliarios respaldados por estos activos crediticios, y como dice la reglamentación al respecto esta sociedad debe mantener los patrimonios autónomos separados. Ahora bien, es importante hacer notar que la sociedad adquiere los activos del patrimonio autónomo en propiedad a través del contrato de cesión establecido por la empresa originadora.

De esa manera, Existen dos tipos de patrimonio ambos respaldan y avalan el pago de los valores emitidos en el proceso de Titulización.

Cuando se trate de un fideicomiso de titularización es un PATRIMONIO DE PROPOSITO EXCLUSIVO (PPE) Es aquel patrimonio que esta conformado por el resultado de una Titulización y que sirve de respaldo al pago de los derechos incorporados en los valores mobiliarios que resulten emitidos en dicho proceso.

Es un patrimonio autonomo, distinto al patrimonio propio de la sociedad tituladora (fiduciario), del originador (fideicomitente) o del beneficiario del patrimonio aut0nomo. Es un patrimonio sobre el cual la sociedad tituladora ejerce el dominio fiduciario y se le confiere las facultades de administraci0n, uso, disposici0n y reivindicaci0n de acuerdo con la finalidad con la que fue constituido el fideicomiso de Titulizaci0n.

Cuando se trate de Sociedades de propósito especial es un PATRIMONIO DE SOCIEDADES DE PROPOSITO ESPECIAL (SPE)

Son sociedades anónimas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios obtenidos de una Titulizacion y su objeto social se limita a la adquisici0n de dichos activos y a la emisi0n y pago de los títulos emitidos, garantizados con su propio patrimonio.

Entonces se debe diferenciar propiedad de dominio fiduciario.

El dominio Fiduciario es Derecho de carácter temporal que otorga al Fiduciario las facultades necesarias sobre el Patrimonio Fideicometido para el cumplimiento del fin específico, con las limitaciones establecidas en el acto constitutivo. El Código Civil Boliviano establece el sistema *numerus clausus*, reconociendo como derechos reales únicamente al derecho de posesión, propiedad, usufructo, superficie y servidumbre.

El Código Civil Boliviano no contempla el dominio fiduciario como modalidad de propiedad. El fideicomiso constituye un tipo especial de propiedad distinta a la regulada por el Código Civil, también conocida como “dominio imperfecto” por algunas legislaciones.

Las diferencias entre propiedad y dominio fiduciario son:

Propiedad: Poder jurídico para: Usar, Disfrutar, Disponer y Reivindicar que se complementa con: - Real, Exclusivo, Absoluto, Perpetuo. Mientras que el Dominio Fiduciario es el Poder jurídico para: Usar Administrar Disponer Reivindicar que se complementa con Exclusivo Absoluto Temporal

Exclusivo: Imposibilidad de coexistencia de dos derechos de dominio sobre un mismo bien, por parte del Fideicomitente y del Fiduciario.

Absoluto: El Fiduciario ejerce sobre los bienes transferidos en dominio fiduciario las mismas atribuciones que le corresponden al titular del dominio pleno, con la única salvedad que sus facultades se hallan limitadas a lo previsto en el acto constitutivo, y se ejercen de manera temporal, por el plazo del fideicomiso.

Temporal: Su duración está subordinada al cumplimiento de la condición o al vencimiento del plazo resolutorio

Es un patrimonio autónomo conformado por bienes y derechos transferidos por el Fideicomitente a favor del Fiduciario para el cumplimiento de un fin específico.

Es un patrimonio independiente del Fideicomitente, del Fideicomisario, del Fiduciario, y de los demás patrimonios administrados por éste.

El aislamiento de los bienes constituye su principal característica, al constituir una modalidad de protección frente a terceros

Todo ello mas los mecanismos de cobertura hace posible que haya seguridad jurídica para la empresa originadora y el inversionista.

Sin embargo si analizamos el contrato de cesión irrevocable con la sociedad también implica un contrato de administración pues el fin es la titularización pero al realizar este contrato la empresa originadora así como el inversionista están sujetos a la evolución y patrimonio de la sociedad de titularización aunque por disposiciones reglamentarias los patrimonios autónomos deban estar separados. Y mas aún al considerar que la sociedad es una sociedad anónima que tiene la posibilidad de constituir patrimonios autónomos por sí.

Como fue indicado en el capítulo quinto, la legislación específica en torno al proceso de Titularización de Activos de Bolivia, contempla como Vehículo para el desarrollo dicho proceso, la Sociedades de Titularización. En tal virtud, a continuación se aborda el análisis de una sociedad anónima cuyo objeto social sea la titularización con el objeto de dilucidar si efectivamente es la vía idónea para titularizar desde el punto de vista del empresario.

Una sociedad es un contrato mediante el cual dos o más personas, adoptando una de las formas establecidas en la ley y con ánimo de lucro, aportan en común bienes o servicios, creando para el efecto un ente con personalidad jurídica propia, independiente de los socios individualmente considerados, con capacidad para adquirir derechos y contraer obligaciones. Asimismo, adquiere la titularidad del patrimonio, ejerciendo una actividad económica constitutiva de empresa para la realización de los fines propuestos.

Como lo es requerido en Bolivia, las sociedades de titularización deben constituirse como sociedades anónimas con el objeto social exclusivo de Titularización, incluyendo en su denominación "Sociedad de Titularización".

Lo anterior tiene sentido, ya que las sociedades de personas, se constituye atendiendo a la calidad de personas que la integran y son responsables de lo que hacen. De tal manera que no son muy atractivas para ser utilizadas en el comercio, ya que los socios corren con la suerte de la sociedad respondiendo subsidiaria, solidaria e ilimitadamente de las obligaciones sociales. Por el contrario, las sociedades de capital (como las sociedades anónimas) tienen la ventaja que se constituyen atendiendo al monto de las aportaciones que los integrantes realizan.

Una sociedad anónima según la legislación vigente de Bolivia, es aquella que tiene su capital dividido y representado por acciones, y la responsabilidad de cada accionista está limitada al pago de las acciones que haya suscrito (Artículo 217 del Código de Comercio).

Los elementos patrimoniales de una sociedad anónima son el capital social, el patrimonio y la reserva legal. El capital social se integra con la suma de las aportaciones de los accionistas. Las aportaciones son aquellas prestaciones que los accionistas dan para poder ingresar a la sociedad. Estas pueden ser aportaciones dinerarias, no dinerarias, de créditos y de acciones. El patrimonio corresponde al capital y reservas de los accionistas y está representado por las siguientes cuentas: capital efectivamente pagado a la fecha del balance; reservas de revalorización mayor valor obtenido en la colocación de acciones de pago respecto del valor nominal; reserva legal; pérdidas generadas en ejercicios anteriores y no absorbidas a la fecha del balance (menos); utilidad del ejercicio.

La sociedad anónima emite acciones, que son las partes alícuotas en que se divide su capital social. Estas son representadas por títulos que servirán para acreditar y transmitir la calidad de socio. Son títulos-valor de participación por conferir a sus legítimos titulares el derecho a una parte alícuota de ciertos

fondos o bienes, de sus frutos y rendimientos; y corporativos, porque una de sus funciones consiste en atribuir a su titular la calidad de accionista de la sociedad.

El problema que presenta la constitución de una sociedad anónima cuyo objeto social sea titularizar activos, es que si bien es posible realizar aportaciones dinerarias, no dinerarias, créditos o acciones que generen un flujo de caja predecible, y encontrándose la posibilidad de emitir cualquier clase de títulos de crédito o acciones, títulos de participación, como fue indicado con anterioridad, dichas aportaciones pierden individualidad y quedan integradas al capital social de la entidad, el cual forma parte de su patrimonio, quedando afectadas por el cumplimiento del fin social (titularización).

Se crea un patrimonio distinto del de los accionistas quienes son los que aportan sus bienes al patrimonio de la sociedad. Sin embargo no se crea un patrimonio distinto de aquel de la entidad, la que por estar dotada de personalidad y patrimonio propio, como cualquier sujeto de derecho, responde del cumplimiento de sus obligaciones con sus bienes.

Por tal motivo, la emisión de títulos que sea realice estaría respaldada por lo bienes que conforman el patrimonio de la sociedad anónima, por consiguiente representa una garantía para los acreedores de la sociedad y de las deudas sociales, circunstancia que el inversionista tomaría en cuenta antes de invertir ya que se vería afectado por la eventual crisis económica que pueda sufrir la sociedad que está obligada a responder con su propio patrimonio.

Así si bien en Bolivia las sociedades de titularización deben obtener de la SPVS autorización para su funcionamiento y estar inscritas en el Registro del Mercado de Valores, para lo cual deberán cumplir con los requisitos específicos establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos y son

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

Y que se establece que las Sociedades de Titularización deben tender al manejo seguro y eficiente de los bienes y recursos que ingresen al Patrimonio Autónomo en los términos y condiciones previstos en el Contrato de Cesión Irrevocable o en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos, por lo analizado existe la posibilidad de que estas como sociedades anónimas, pueden sujetar a los inversionistas y a las empresas originadoras a riesgos en el caso de confundir los patrimonios autónomos que administra y aquellos constituidos por su nombre poniendo en riesgo el éxito del proceso de titularización, ya que lo que se pretende en la titularización es constituir un patrimonio autónomo e independiente precisamente para evitar que las vicisitudes económicas que pueda sufrir tanto el originador como la entidad que emite los títulos (en este caso la sociedad) repercutan en incumplimiento del pago del capital y rendimiento de los títulos a los inversionistas.

En ese sentido el contrato de cesión irrevocable⁷⁷ de activos puede ser ejecutado en la instancia judicial, por la empresa originadora, como cualquier contrato sometido a la legislación comercial dado que la sociedad de Titularización es una sociedad Anónimas que es comerciante, que será considerada e interpretada en los juzgados civil comercial donde los jueces deben identificar la verdadera intención de esa cesión que tiene muchas probabilidades de ser confundida con la figura de cesión de bienes establecida en el código civil, y determinar que por su irrevocabilidad la empresa

⁷⁷ Contrato de Cesión Irrevocable, definido en el Resolución No. 052, "Es el acto jurídico por el que una o varias personas naturales o jurídicas transfieren en forma absoluta el derecho de dominio sobre uno o más bienes o activos, presentes o futuros, a un Patrimonio Autónomo con la única finalidad de que emita a su cargo valores a través de un proceso de Titularización.

originadora no tiene ningún derecho sobre los activos cedidos. Mientras que si se estableciera el fideicomiso de titularización al ser una figura conocida y protegida por el código de comercio, la interpretación del contrato está asegurado con las salvedades dadas por sus cláusulas específicas.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES

La realización del presente trabajo de investigación me ha permitido llegar a las siguientes conclusiones:

1º Se ha comprobado que la figura jurídica del fideicomiso genérico regulado por el código de comercio, con algunas especificaciones sobre su finalidad y operatividad se constituye en un instrumento alternativo para realizar los procesos de titularización, y que a diferencia del actual instrumento jurídico de cesión irrevocable de activos a la Sociedad Titularizadora, otorga la seguridad jurídica tanto a los inversionistas como a las empresas originadoras, por tanto, permitiría el acceso efectivo al financiamiento del sector empresarial boliviano, principalmente cuando se trata de titularización de bienes tangibles.

2º El fideicomiso es una figura jurídica que se puede utilizar en el proceso de titularización de activos dado que por su naturaleza jurídica corresponde a un negocio jurídico indirecto mediante el cual se busca la realización de fines que se obtienen normalmente por otro, en ese sentido el fideicomiso de titularización tiene como fin último que la empresa originadora acceda al financiamiento convirtiendo los activos ilíquidos en líquidos, que lo hace mediante la constitución de un patrimonio autónomo sobre los cuales se emiten títulos valores adquiridos por los inversionistas que tienen como garantía a su vez el patrimonio autónomo constituido.

3º Se ha evidenciado que el acceso al financiamiento por el sector empresarial boliviano, especialmente para las PYMES, se encuentra restringido, en el periodo de análisis, porque por un lado, el sector financiero tradicional (Bancos) presenta como limitantes principales garantías excesivas (tienen que doblar el monto a financiar) y elevadas tasas de interés. Por otro lado, si bien en el país se han creado nuevas modalidades de financiamiento una de las cuales es

mediante el Mercado de Valores como la emisión de títulos de deuda y las operaciones de titularización de activos, sin embargo, la normativa de estas operaciones a más de ampliar las posibilidades para el acceso de las PYMES, solamente han permitido su acceso a empresas grandes y empresas financieras, y no a las PYMES, siendo los factores limitantes para su acceso la exigencia de gran cantidad de requisitos documentales y el elevado costo de calificación de riesgo para las empresas originadoras.

4º Asimismo, del trabajo de campo realizado y la información obtenida se ha deducido que no existe un análisis de la normativa sobre la protección que tiene la empresa originaria en caso de incumplimiento del contrato de cesión de activos o bienes realizado con la sociedad titularizadora, evidenciando con el análisis minucioso de toda la normativa al respecto, que el legislador ha sesgado su protección eminentemente hacia los inversionistas, al construir mecanismos jurídicos que coberturan casi el 100% el riesgo asumido por los inversionistas financieros, al adquirir los títulos valores emitidos con respaldo del patrimonio autónomo constituido por las empresas originadoras. Ello en la actualidad, tiene éxito como se confirmó por las entrevistas realizadas pero es así porque dichos mecanismos son adecuados cuando los activos que ceden las empresas originadoras son activos intangibles tales como créditos, cuentas por cobrar, y ventas futuras, que son activos que se extinguen conjuntamente se va pagando la titularización, pero no es así cuando los activos son tangibles, ya que por un lado, el empresario originador generalmente espera que el activo le sea devuelto después de alcanzar el financiamiento.

Entonces, en este último caso el contrato de cesión irrevocable de activos en caso de incumplimiento de la sociedad titularizadora, como cualquier otro contrato es sometido a la justicia ordinaria, que no goza de la misma protección legal como lo haría si se constituiría el patrimonio autónomo mediante el

fideicomiso, por tanto, se concluye que comparando ambas figuras, es la del fideicomiso el instrumento jurídico mas adecuado para implementar los procesos de titularización con la seguridad jurídica que permitiría el acceso al financiamiento efectivo, sin que la percepción por parte del empresario sea que está vendiendo en primera instancia sus activos.

5º De acuerdo al análisis realizado sobre la normativa en el proceso de titularización en Bolivia y con base a conceptos eminentemente financieros ha construido un concepto de “autonomía” en el que aísla completamente a la empresa originadora de los activos que cede en el patrimonio, apartándose completamente del concepto de “autonomía” determinado y establecido en el código de comercio, a través del patrimonio autónomo, en la figura del fideicomiso donde el fiduciario adquiere el dominio fiduciario limitado a los fines del fideicomiso. Este hecho, puede ser aceptable y factible, solamente, desde el punto de vista financiero, en tanto, se trate de titularizar activos intangibles o de crédito, pero no es aceptable, desde el punto de vista jurídico y de la protección de derechos de la empresa originadora; primero, porque a primera vista, el empresario piensa que lo que realiza es una venta y, segundo, porque en caso de incumplimiento, el empresario se somete a la dificultad de interpretación del juzgador para el que este contrato es desconocido, sobre todo si como se demostró en la presente investigación es posible, y factible que se utilice para estos procesos una figura jurídica conocida y tipificada como es el fideicomiso

6º De acuerdo al análisis en el derecho comparado como son las legislaciones de Ecuador, Colombia y Argentina, países con similares características de ordenamiento jurídico y de estructura económica, se ha observado que en estos países con el objetivo de utilizar esta innovaron financiera de la titularización de activos como instrumento de alternativa de financiamiento han optado en los tres países su implementación a través de la figura jurídica del Fideicomiso, con

su respectiva reglamentación sobre sus especificidades por la finalidad que es la titularización de activos, en esas legislaciones resalta en considerar que es deficiente la autonomía del patrimonio otorgado por el fideicomiso para establecer los procesos de titularización, además ese mecanismo ha permitido que tengan éxito en la titularización de activos tangibles como la utilización de financiamiento para la vivienda, haciendo más efectivo el acceso al financiamiento tanto desde el punto de vista productivo como social. Lo cual ha permitido deducir que la normativa boliviana no está permitiendo el funcionamiento efectivo de los procesos de titularización que solo tienden a tener éxito para activos intangibles.

7º Por todo lo señalado se propone establecer como alternativa de instrumentación de los procesos de titularización y con base a toda la estructura normativa tanto del código de comercio, como el del mercado de valores y su reglamentación, el Fideicomiso de Titularización conceptuado este como aquel según el cual una persona - empresa originadora - denominada fideicomitente, se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos (conocidos como "paquete" de activos) a favor de un fiduciario - sociedad tituladora - para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto a dominio fiduciario (es decir a la administración) de éste último y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición posterior concede a los inversionistas o titulares de estos valores la calidad de fideicomisarios. Contrato que estaría protegido por las normas del fideicomiso genérico principalmente en lo que se refiere a los derechos de la empresa originadora, salvando de esta manera el sesgo a la sobreprotección que el legislador estableció para con los inversionistas financieros.

8º Finalmente, y en general se concluye que en la perspectiva de la obtención de recursos necesarios para la financiación de la inversión productiva, se encuentra con una dinámica más amplia de modificación de los pasivos de las empresa, pues se logrará que los ahorradores destinen sus excedentes a la adquisición de valores negociables dentro de los cuales se insertan naturalmente las distintas variedades procedentes de Emisiones de Titularización..

Con respecto a la Titularización como innovación financiera que sustituye a la intermediación financiera tradicional llegando a constituir una manifestación completa de la desintermediación, entendemos que sigue siendo intermediación financiera aunque acorta el circuito de financiación al sacar del balance de la entidad originadora los activos crediticios y externaliza y reasigna los riesgos presentes de una manera más eficiente.

Pero la Titulización, además de otorgar una nueva dimensión sin perder totalmente su esencia a la intermediación clásica, segmentando las fases típicas del circuito, y reasignando los riesgos inherentes a la inversión crediticia, a su vez puede desentrañar desintermediación en un doble sentido; primero es la realización del proceso por entidades no financieras como fórmula alternativa de financiación cediendo los derechos de crédito que forman parte de su activo. Al financiarse con estas cesiones a fondos o vehículos, estas empresas comerciales o industriales, emitentes de los valores apelan directamente al mercado de capitales por lo que no acuden a los intermediarios financieros, como consecuencia del proceso, las instituciones crediticias pasan a gestionar un volumen menor de flujos financieros de la economía, circulando dichos flujos por sociedades anónimas de objeto exclusivo como son las Sociedades de Titularización, planteandose la problemática de cómo supervisarlos ya que son más híbridos en su concepción que los fondos de inversión y cuya solvencia

deriva exclusivamente de la calidad y mejoras de los activos crediticios cuya adquisición debe financiarse.

RECOMENDACIONES

1º Se recomienda que la incorporación del fideicomiso de titularización principalmente sea normado e introducido cuando se trate de titularización de activos tangibles generadores de flujos.

2º Para la incorporación de esta figura en la ley del Mercado de Valores es importante que se consideren en su reglamentación la otorgación de todos los beneficios tributarios otorgados en los procesos de Titularización actual como una medida de motivación para el empresario boliviano.

3º Asimismo, es importante considerar que si los procesos de titularización se plantearon como una innovación financiera alternativa para el acceso al financiamiento del empresario a costos mas bajos que los que ofrece el sistema financiero tradicional, se recomienda que las autoridades a cargo en las Instituciones ejecutoras de la normativa de la Ley del mercado de valores, establezcan medidas de aminoración de exigencias burocráticas para no desmotivar su utilización de parte del empresario.

4º Por su parte, se recomienda también estudiar la posibilidad de disminuir los costos de calificación de riesgos para las empresas originadoras de manera que permita la utilización de este instrumento por parte de las PYMES.

5º Por último, dado que se establecen que las únicas instituciones que pueden realizar la titularización en Bolivia son sociedades anónimas de objeto exclusivo, denominadas Sociedades de Titularización, se plantea la problemática de cómo supervisarlos ya que son más híbridos en su concepción que los fondos de inversión y cuya solvencia deriva exclusivamente de la calidad y mejoras de los activos crediticios cuya adquisición debe financiarse, por lo que se recomienda establecer normas específicas sobre la administración

de los patrimonios autónomos muy independientes de los patrimonios constituidos por las mismas sociedades de titularización.

GLOSARIO

ABB (Asset Backed Bonds): es una emisión de títulos garantizados, donde la cartera TITULARIZADA “no sale” del activo originante, sino que éstos garantizan el pago de títulos valores emitidos por el propio originante, con lo cual los activos emitidos se encuentran sobregarantizados.

Avance Técnico: Es un mecanismo adicional de seguridad, consistente en que la totalidad de los ingresos generados por la titularización de activos de EMPRESA ORIGINADORA, entren por las Cuentas Receptoras del Patrimonio Autónomo, y que éste por ser propietario de los primeros ingresos, se debite de manera automática a través del Operador de Cuentas Receptoras, hasta los montos correspondientes definidos en el Contrato y asegura que el Patrimonio Autónomo reciba los flujos depositados a las Cuentas Receptoras con primera prelación a los demás usos de estos recursos por parte del Originador. Este mecanismo de cobertura también disminuye el riesgo de voluntad de pago del Originador al combinarse con el mecanismo de control de desvíos de fondos.

Cuenta(s) de Provisión de Pagos: Son cuentas que se abren por la Sociedad de Titularización a nombre del “PATRIMONIO AUTÓNOMO EMPRESA ORIGINADORA - SOCIEDAD TITULARIZADORA; Cuenta(s) de Provisión de Pagos para el cumplimiento de todas las obligaciones del Patrimonio Autónomo..

Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT): Es el documento que, a solicitud de un Titular, es extendido por la Entidad de Depósito de Valores y que tiene por objeto acreditar la titularidad de uno o más Valores Anotados en Cuenta pertenecientes a una misma serie y emisión.

Cuenta(s) Fondo de Liquidez: Para el manejo de los recursos que corresponden a este Fondo y para los fines de constitución del mecanismo interno de cobertura, la Sociedad de Titularización abre una o más cuentas denominadas “Fondo de Liquidez PATRIMONIO AUTÓNOMO EMPRESA ORIGINADORA - SOCIEDAD TITULARIZADORA ”. Todas estas cuentas se registran como cuentas de orden del Patrimonio Autónomo.

Cuentas Receptoras: Son las cuentas a nombre del Patrimonio Autónomo, denominadas “EMPRESA ORIGINADORA -SOCIEDAD TITULARIZADORA”, en Bolivianos y/o en Bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento a la Vivienda UFV y/o en Dólares de los Estados Unidos de Norteamérica, destinadas a recibir fondos del Originador provenientes de sus ingresos emergentes de los activos cedidos por la empresa originadora para ser transferidos a la(s) Cuenta(s) de Recaudación del Patrimonio Autónomo, en los montos y condiciones establecidas en el correspondiente Prospecto y para que los saldos, una vez cubiertas las obligaciones con el Patrimonio Autónomo, sean luego dispuestos de acuerdo a lo establecido en el Contrato. A través de estas Cuentas Receptoras se implementa el mecanismo de cobertura adicional denominado “Avance Técnico”, por lo tanto se contabilizan en cuentas de orden del Patrimonio Autónomo.

Cuenta(s) de Recaudación de la Emisión: En esta(s) cuenta(s) se depositan los recursos provenientes de la colocación de los Valores de Titularización, las mismas que se abrirán a nombre del “PATRIMONIO AUTÓNOMO EMPRESA ORIGINADORA

Cuenta(s) de Agente Pagador de Bonos EMPRESA ORIGINADORA : Es una(s) cuenta(s) destinada(s) exclusivamente para el pago a los Tenedores de Bonos EMPRESA ORIGINADORA , dicha cuenta esta aperturada a nombre del Agente Pagador de Bonos EMPRESA ORIGINADORA . Una vez cumplidas todas las

transferencias de recursos a favor del Patrimonio Autónomo y Tenedores de Valores de Titularización, con cargo a los recursos propios disponibles de EMPRESA ORIGINADORA, se transferirán a esta(s) cuenta(s) periódicamente recursos en efectivo hasta los montos determinado en el Contrato. SOCIEDAD TITULARIZADORA”

Costos y Gastos: Son aquellos realizados por el Patrimonio Autónomo, necesarios para su adecuado funcionamiento.

Derecho de Dominio: De acuerdo a disposiciones vigentes es el derecho absoluto, en términos jurídicos y contables, ejercido en mérito al Contrato, por la Sociedad de Titularización sobre los activos cedidos para la titularización los activos y las garantías que conformen el Patrimonio Autónomo EMPRESA ORIGINADORA y SOCIEDAD TITULARIZADORA. No se encuentran bajo este derecho, ni son parte de los activos , los saldos de los recursos que no hayan sido cedidos al Patrimonio Autónomo bajo los términos del Contrato de Cesión Irrevocable para fines de Titularización, Administración y Representación y que son de propiedad y dominio exclusivo del Originador, los mismos que serán dispuestos de acuerdo a lo establecido en el Contrato.

Emisión Desmaterializada: Es aquella emisión donde los Valores no son emitidos en forma cartular, sino representados mediante anotaciones en cuenta en la EDV.

Flujos Futuros: Son los flujos provenientes de los ingresos diarios, actuales y futuros, en dinero por ventas futuras de mercadería, productos, ventas por exportación ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro del negocio de EMPRESA ORIGINADORA, cedidos irrevocablemente por ésta para constituir el Patrimonio

Autónomo conforme a las proporciones e importes de dinero que se establezcan en el Contrato de cesión .

Fondo de Liquidez: Es un mecanismo de cobertura interno destinado a cubrir probables eventualidades de iliquidez del Patrimonio Autónomo. Este Fondo es un respaldo constituido por el Originador, con parte de los recursos recibidos por la colocación de los Valores. En caso de utilizarse, éste se restituye automáticamente por el Patrimonio Autónomo hasta su nivel original respecto a la Unidad de Fomento a la Vivienda UFV). Este Fondo será devuelto al Originador una vez liquidado el Patrimonio Autónomo, siempre que existan remanentes.

Fecha de Corte: Es la fecha en la cual el cálculo del valor presente de los flujos futuros a ser transferidos al Patrimonio Autónomo, asciende al monto de la fecha de emisión programada

Fecha de Cesión: Es la fecha de la firma del Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos y activos para fines de titularización ,Administración y Representación del Patrimonio Autónomo EMPRESA ORIGINADORA - SOCIEDAD TITULARIZADORA.

Gastos Extraordinarios: Son gastos imprevistos del Patrimonio Autónomo en exceso a los Costos y Gastos presupuestados, imprescindibles y necesarios para su funcionamiento, incluidos todos los gastos judiciales y extrajudiciales en los que debería incurrir la Sociedad de Titularización en defensa y protección del Patrimonio Autónomo. La ejecución de los Gastos Extraordinarios, se realiza, acuerda y establece en el respectivo Prospecto.

Pass-Through: modalidad de titularización de activos donde el originante transfiere su cartera homogénea a TITULARIZAR al vehículo (fiduciario o fondo común de inversión cerrado de créditos), quien emite contra esa cartera títulos

valores (fiduciario) o cuotapartes (fondos comunes cerrados de créditos) y cuyo pago estará ligado al flujo de fondos emergentes de dichos activos. En esta modalidad la cartera a securitizar “sale” del activo del originante.

Pay-Through: es una combinación de las operatorias DE Pass Through y ABB , donde los activos se afectan al pago de los intereses y amortizaciones de la emisión (característica de la modalidad pass-through) pero la cartera a Titularizar “no sale” del activo del originante (característica de la modalidad ABB).

Redención Anticipada: Es el pago anticipado total o parcial del capital remanente de los Valores de Titularización más los intereses devengados a esa fecha.

Valores de Titularización Son Valores de contenido crediticio y de Oferta Pública, emitidos con cargo al Patrimonio Autónomo constituido por la EMPRESA ORIGINADORA en favor de la- SOCIEDAD TITULARIZADORA dentro del Proceso de Titularización, los cuales otorgan a sus Tenedores de Valores de Titularización la facultad para ejercitar los derechos en ellos incorporados, conforme al Contrato y a las prerrogativas de los Valores emitidos bajo la legislación boliviana.

La prescripción de las obligaciones contenidas en los Valores de Titularización emitidos conforme al Contrato, por capital e intereses se rigen por las normas legales pertinentes y las aplicables a Bonos en el Código de Comercio

Valores Anotados en Cuenta: La anotación en cuenta de un Valor, es un registro electrónico que es administrado por la EDV. La EDV se encarga de registrar, en una cuenta individual a nombre del inversionista, los Valores de su propiedad. Cada vez que se realiza una transacción con los Valores

registrados, la EDV realiza, por cuenta de los clientes, los trámites correspondientes a fin de culminar satisfactoriamente la transacción.

BIBLIOGRAFÍA

- Arias Schreiber Peze, Max y Arias, Nagela y Mruo Rojo Manuel. “Los contratos Modernos”. Tomo II Lima. 1996
- Acuerdos de Basilea I y II. www.bis.org/pub/bcbsca03.
- Almoguera Gómez, Angel. “La Titularizacion Creditica” . Editorial Civites S.A. Madrid 1995
- Bofia Genzsch, Octavio. “La securitizacion en Chile”. Una Perspectiva en el decimo aniversario de la introducción de esta novedosa vía de financiamiento en el mercado de capitales chileno. En Publicacion en ENTHEOS. Universidad de las América Chile
- Domínguez, Jorge. “El Fideicomiso”. Buenos Aires. Ediciones Desalma. 1995
- De la Flor Matos, Manuel. El Fideicomiso, Modalidades y Tratamiento Legislativo. Universidad Católica Pontificia. Fondo Editorial. Lima 1999.
- Figueroa Bustamante, Hernán. Derecho Bancario. Perú .2000
- Lipoprawsky, Silvio y Kiper, Claudio. Fideicomiso: Dominio Fiduciario. Securitizacion . Buenos Aires. De Palma. 1995
- Peña, Gilberto. “De los Títulos Valores en general y de la Letra de Cambio en Particular. Bogotá. Editorial Themis. 1981
- Villegas, Carlos G., Operaciones Bancarias Tomo II Editorial Rubinzal. Argentina 1996.
- www.sbef.gov.bo. Leyes y normas de titularización en Bolivia
- Ley de Bancos y Entidades Financieras. 2001.

- Ley del Mercado de Valores (Ley 1834)
- Decreto Supremo No. 25514
- Reglamento del Registro del Mercado de Valores (R.A. No. 187)
- Reglamento de Normas prudenciales de Titularización (R.A. No. 052)
- ALBERTO ALBERDI LARIZGOITIA.: La Financiación de Las Economías Regionales en La Unión Monetaria, Vitoria-Gasteiz, 16 de julio de 1999, www.economiavasca.net/Alberto%20Alberdi/FI_NANREGIO.Pdf
- ALLAN RODRÍGUEZ AGUILAR “El Mercado de Capitales en Ecuador Después de la Reforma Económica”, En: www.incae.ac.cr/EN/clacds/investigacion/pdf/cen111.pdf
- ANTONIO PANCORBO DE RATO “Basilea II: Las Nuevas Normas Internacionales de Solvencia”, Revista ICE Sistema Financiero: Novedades y Tendencias, Agosto-Septiembre 2002 - Número 801, En: www.mcx.es/polcomer/estudios/Documen/ice/801/ICE8010301.PDF
- ASOCIACIÓN HIPOTECARIA ESPAÑOLA, “Visión General Del Mercado Hipotecario”, Foro USA/ESPAÑA Sobre Financiación de La Vivienda y El Transporte, Washington, 18 de noviembre de 2002, Asociación Hipotecaria Española, www.ahe.es/web_PROFESIONALES/P_informes/foro_USA02%20ES.PDF
- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, “El Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea”, Emitido para consulta hasta el 31 de mayo de 2001, En: www.asbaweb.org/documentos/Nuevo_acuerdo_capital.pdf
- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA DOCUMENTO CONSULTIVO, Visión General del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea,

Emitido para consulta hasta el 31 de mayo de 2001, En:
www.bis.org/publ/bcbsca02_s.pdf

➤ DIARIO EL MUNDO, “La Titulización en Auge”, Edición del Domingo 21 de abril de 2002 Número 124,
[www.el/mundo.es/nuevaeconomia/2002/124/pdf/pag11a.pdf](http://www.elmundo.es/nuevaeconomia/2002/124/pdf/pag11a.pdf)

➤ DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA, “Instrumentos de Financiación para la PYME”, Enero 2000, Madrid, Enero de 2000. Ministerio de Economía. En:
www.mef.gob.pe/misc/Consulta_Ciudadana/AnexoF1.pdf

➤ DOCUMENTO DE TRABAJO DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, “El Acceso de las Empresas a la Financiación”, Bruselas, 19.10.2001, SEC(2001) 1667, En: http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/sec_2001_1667_es.pdf.

➤ Calificadora DE RIESGO S.A. “Bonos de Titulización Estructurados Soberanos Rendimiento- Euro” Continental Sociedad Titulizadora S.A., En:
www.equilibrium.com/Contisob.pdf

➤ FERNANDO BAUTISTA SAGUÉS, “Titulización de Activos”, Cuarto Curso de Regulación y Supervisión de Mercados Financieros Iberoamericanos, Madrid, 30 de Mayo 2002, Instituto Iberoamericano de Mercados de Valor

➤ Ley de Reactivación Económica

➤ Ley FERE

➤ BOFIA GENZSCH, OCTAVIO, La securitización en Chile. Una perspectiva en el décimo aniversario de la introducción de esta novedosa vía de financiamiento en el mercado de capitales chileno. En: Publicación de ENTHEOS, UNIVERSIDAD DE LAS AMERICAS, Chile.137-163.

- COMISIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS PARA EL DERECHO MERCANTIL INTERNACIONAL Financiación Por Cesión De Créditos, Grupo de Trabajo sobre Prácticas Contractuales Internacionales, 31º período de sesiones - Viena, 11 a 22 de octubre de 1999, (Comentario al proyecto de convención sobre la cesión de créditos con fines de financiación (Parte I))
- DENEGRÍ, MIGUEL. La Titulización de Créditos Hipotecarios. En: Separata con motivo del curso Temas de Derecho Mercantil. 1,996.
- DIAZ ORTEGA, ENRIQUE. Securitización en Argentina: Logros. Artículo publicado en www.mcfargentina.org/articulos/fideicomisofinancieroenargentina.pdf, Argentina Agosto, 2004.
- BERASATEGUI, LAUREANO. "Orígenes, beneficios y estructuras de la securitización" En: La expansión del mercado de capitales a través de la securitización. Ed. Comunicarte 1,994. P.21.
- GOMEZ, OSCAR, Comentarios sobre Titularizadora Colombiana, Artículo elaborado el 23 de Septiembre del 2002. Publicado en la [Pag.Web. www.titularizadora.com](http://Pag.Web.www.titularizadora.com)
- García Rendón, Manuel. "Sociedades MercanWes", Colección de texto jurídicos universitarios, Hada, México 1993
- Muñoz, Luis. "El Fideicomiso", Cárdenas, Editor y Distribuidor, México 15, D. Montoya Manfredi, Ulises. Derecho Comercial. Tomo II. Editorial Grijley. Perú 1998.
- Morales Guillen, Carlos. "Derecho Comercial: Anotado y Concordado". La Paz Bolivia 1999 F. 1973.

- Paolantonio, Martín E, "Fondos Comunes de, Inversión: Mercado financiero y mercado de capitales, Securitización o Titulización.
- Pavel Chrisline. "Securitizacition", Probus, Chicago, 1989.
- Radresa, Emilio. "Bolsa y Contratos Bursátiles" Ediciones DePalma, Buenos Aires, 1995.
- Rodríguez Azuero, Sergio. "Contratos Bancarios", Biblioteca Felaban, Bogotá, Colombia, 1998.
- Rodríguez Azuero, Sergio. "La Responsabilidad del Fiduciario", Ediciones Rosaristas, Medellín Colombia, 1997.
- Rodríguez Rodríguez, Joaquin. "Curso de Derecho Mercantil", Tomo 1 Editorial Porrúa, S.A. México D.F. 1974.
- Schwarcz, Steven. "The Alchemy of Asset Securitization", Standford Jaunal of Law, Business and Finance, 1994.
- Soler Ramos José A., Stahng Kim B., Ayuso Calle Alfonso, Beato Paulína, Botín O'Shea Errülio, Escrig MeJiá Miguel y Falero Carrasco Bernardó. "Gestión de riesgos financieros, Un enfoque práctico para países latinoamericanos", Banco Interamericano de Desarrollo, Grupo Santander, Washington D.C. 1999
- Vásquez del Mercado, Oscar. "Contratos Mercantiles", Editorial Porrúa, S.A. México, 1989.

ARTICULOS

- González Torre, Roberto. "La Titularización de Activos a la Luz de la Ley del Mercado de Valores, Ecuador, 2001.

- Kopff, Gary J. "Asset Securitization in Argentina & Colombia", Heritage Management Ed. The Financier: ACMT, vol 1 N.3, agosto 1994.
- Potts Suzanne and Puskar David. "Securing Opportunities", Real State Investment Trusts, September 1998.

LEGISLACIÓN EXTRANJERA.

Ecuador:

- Ley de Mercado de Valores título XVI (23 de julio de 1998). Reglamento sobre procesos de Titularización aplicable a originadores de derecho privado (Resolución CNV-009-2000).

Argentina:

- Resolución general 237 de la Comisión Nacional de Valores (26 de agosto de 1993).

Colombia:

- Ley 35 (5 de enero de 1993).
- Estatuto Orgánico del Mercado de Valores, Decreto 0653 (1 de abril de 1993).
- Reglamento contenido en la resolución 139 de 1993.
- Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

Basilea

- Asset Securitization, Consultative document, supporting document to the New Basel Capital Accord, Enero del 2001

DICCIONARIOS

- Diccionario de la lengua española de la Real Academia Española, decimonovena Edición, Madrid, 1978.
- Diccionario de administración y finanzas, Océano, Centrum, Barcelona, 1995.

ANEXO I

Calificación de Riesgo
Categorías de Clasificación
Categorías de clasificación asignadas por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros mediante Resolución Administrativa N° 645/2002

Categorías de Clasificación de Valores de Deuda a Corto Plazo

Nivel 1 (N-1): Alta capacidad de pago, la cual no se vería afectada en forma significativa, ante posibles cambios en el emisor en el sector al que pertenece o en la economía.

Nivel 2 (N-2): Buena capacidad de pago, siendo susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

Nivel 3 (N-3): Cuentan con una suficiente capacidad de pago siendo susceptible a debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece en la economía.

Nivel 4 (N-4): No reúne los requisitos para clasificar en los niveles de riesgo N-1, N-2 o N-3, pero que posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación.

Nivel 5 (N-5): No posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación y además no existen garantías suficientes para el pago de capital e intereses.

Categorías de Clasificación de Valores de Deuda a Largo Plazo

AAA: Muy alta capacidad de pago, no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

AA: Alta capacidad de pago, no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

A: Buena capacidad de pago, susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

BBB: Suficiente capacidad de pago, susceptible a debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

BB: Cuentan con capacidad de pago, la que es variable y susceptible a debilitarse ante posibles cambios en el emisor en el sector al que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

B: Cuentan con una mínima capacidad de pago, pero ésta es muy variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en los emisores del sector al que pertenece o en la economía pudiendo incurrirse en la pérdida del capital e intereses.

C: No cuentan con la capacidad para el pago, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses. Se autoriza añadir los numerales 1,2 y 3 en cada categoría genérica, desde AA a B con el objeto de establecer una clasificación específica de los Valores de Largo Plazo de acuerdo a las siguientes especificaciones:

Si el numeral 1 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el Valor se encuentra en el nivel más alto de la calificación asignada.

Si el numeral 2 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el Valor se encuentra en el nivel medio de la calificación asignada.

Si el numeral 3 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el Valor se encuentra en el nivel más bajo de la calificación asignada.

Categorías de Clasificación de Acciones Ordinarias

I: El mas alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades.

II: Alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades.

III: Buen Nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades.

IV: Solvencia ligeramente inferior a la de la categoría III y débil capacidad de generación de utilidades.

V: Débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades.

VI: Corresponde a aquellos instrumentos que no tienen información suficiente.

Categorías de Clasificación de Acciones Preferentes

aaa: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una sobresaliente capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago no estaría afectada por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

aa: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una muy alta capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago se vería marginalmente afectada por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

a: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una alta capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es susceptible de reducirse levemente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

bbb: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una adecuada capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es susceptible de reducirse moderadamente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

bb: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una regular capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es variable y susceptible de reducirse más que moderadamente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

b: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen la menor capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. La capacidad de pago es muy variable y susceptible de reducirse significativamente por cambios en el emisor, en la industria o sector al que pertenece o en la economía.

ccc: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una débil capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. Es vulnerable al incumplimiento, pese a la presencia de cláusulas de protección a los inversionistas.

cc: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una muy débil capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. Es altamente vulnerable al incumplimiento, pese a la presencia de cláusulas de protección a los inversionistas.

c: Corresponde a aquellos instrumentos que poseen una insuficiente capacidad de pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados. El emisor está en una situación próxima de insolvencia y de incumplimiento total.

d: Corresponde a aquellos instrumentos que han incumplido el pago de los dividendos preferentes en las condiciones y términos pactados o que el emisor ha incurrido en otras causales de incumplimiento (cláusulas específicas de los pagos de dividendos).

e: Corresponde a aquellos instrumentos que no tienen información suficiente.

ANEXO II

CUESTIONARIO DE ENTREVISTA
A EJECUTIVOS DE EMPRESAS QUE PARTICIPARON EN PROCESOS DE
TITULARIZACION

EMPRESA: Laboratorio Droguería INTI S.A.

CARGO: Gerente de Administración y Finanzas.

NOMBRE: Lic. Ronald Reyes Noya

1. ¿Qué concepto tiene Ud. sobre titularización de activos?

La titularización es un mecanismo de financiamiento consiste en transformar activos actuales, o futuros en valores negociables en el mercado de valores, con el objetivo de obtener liquidez en condiciones competitivas de mercado y con costos financieros reducidos. Los activos deben tener características comunes y deben constituir patrimonios autónomos, independientes del patrimonio del cedente u originador, y estos serán administrados por sociedades de titularización

2. ¿Considera Ud. que la titularización de activos es una alternativa de financiamiento? Si -No ¿Por qué?

Por supuesto que si, porque que permite a las empresas convertir hoy, en efectivo, el dinero que esperan recibir en un futuro cercano por activos actuales (los bienes que se

posee) o flujos futuros que se adquieran a menor costo por intereses, a diferencia de un préstamo común que es mucho mas costoso y complicado.

3. ¿Cuál fue el objetivo por el que su empresa accedió a titularizar sus activos?

Laboratorios Droguería INTI titularizó sus ventas futuras para financiar la ejecución de proyectos que contemplan la ampliación de sus instalaciones con el objetivo cumplir con las Buenas Prácticas de Manufacturas, requisito exigido por la Organización Mundial de la Salud (OMS) para las empresas que trabajan en el rubro farmacéutico.

Además, el cumplimiento de esa formalidad le permitirá a Laboratorios Inti ampliar su Mercado de exportación y llegar a países exigentes en la calidad.

4. ¿Como fue el proceso de titularización? (Modalidad de titularización, que pasivos se titularizaron, sociedad titularizadora a la que se acudió...)

Laboratorios Droguería INTI cedió, hasta los montos establecidos en Prospecto realizado por Nafibo Sociedad Titularizadora, los derechos sobre sus Flujos Futuros originados en los ingresos diarios, actuales y futuros, en dinero por la venta de mercadería, productos, ventas por exportación, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otras relacionados directa y exclusivamente al giro comercial de INTI, para la conformación de un Patrimonio Autónomo, con cargo al cual, se emitirán los Valores de Titularización denominados INTI -NAFIBO 006, negociables en el mercado de Valores, todo conforme al Contrato acordado entre nuestra empresa y la Sociedad Titularizadora y que actualmente venimos cumpliendo.

5. ¿Cuáles fueron según Ud. las ventajas de acceder a un proceso de titularización y porque?

La empresa escogió la titularización porque una de su ventajas es el hecho de que el riesgo disminuye debido que en el proceso de administración de fondos para el repago de la deuda participa una entidad que es especialista en el manejo de patrimonios autónomos, permitiendo a la empresa obtener mejores condiciones que las que tenia con instituciones tradicionales, pudiendo liberar garantías reales y mejorar las condiciones de negociación con los nuevos tipos de acreedores

6. ¿Cuáles fueron según Ud. las desventajas de acceder a un proceso de titularización? ¿Porque? (limitaciones normativas, costo, duración del proceso, documentación requerida)

Considero que la Superintendencia actualmente Autoridad Financiera y la Bolsa de valores , para un mejor éxito en el mercado de valores debe acortar los tiempos que demanda el proceso, para que la gente no se asuste, pues aparentemente pareciera que no se obtendrían resultado en un corto plazo, y obviamente es un proceso al que una pequeña empresa no le convendría por el alto costo que este le significaría comparado con la ganancia que este le reeditaría.

7. ¿Cuál fue el mecanismo por el que constituyó el patrimonio autónomo requerido para la titularización efectuada?(transferencia, cesión , venta).

A través de un Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros.

8. ¿Recuperó la empresa el patrimonio autónomo constituido después de la operación?

El plazo de vigencia del Contrato de cesión del patrimonio autónomo es de hasta seis meses posteriores a la extinción del mismo , es decir una vez terminado el proceso el patrimonio autónomo queda extinguido

9. ¿Cuáles riesgos identifica Ud. para su empresa en el proceso de titularización de activos?

Al igual que en la mayoría de las industrias del país, el desempeño de las operaciones de INTI podría verse afectada por variables macroeconómicas, políticas y sociales.

En virtud de lo anterior y considerando que en los últimos años, Bolivia ha experimentado bloqueos de caminos, manifestaciones y vandalismo, INTI previniendo situaciones similares ha adoptado la política de mantener sus puntos de Distribución en todo el país abastecidos por el período de seis meses, además de mantener una póliza de seguro “Todo Riesgo” con Bisa Seguros y Reaseguros S.A. mitigando de esta manera los riesgos que puedan surgir.

10 ¿Considera Ud. que en el proceso de titularización efectuado en nuestro país, por la empresa que titulariza está protegida actualmente por las leyes? Si- No ¿Porque?

Si, están totalmente protegidas, puesto que la actual Autoridad de Supervisión Financiera, verifica cada una de las etapas del proceso de titularización , además de emitir una serie de reglamentos específicos que normativizan todos los sujetos y elementos intervinientes dentro de una titularización quedando protegidas en todo momento.

Gerente de Administración y Finanzas
Laboratorios Droguería INTI S.A.

CUESTIONARIO DE ENTREVISTA

**A EJECUTIVOS DE EMPRESAS QUE PARTICIPARON EN PROCESOS DE
TITULARIZACION**

EMPRESA : EMPRESA ALEMANA UNIFICADA S.A. (HOTEL EUROPA)

CARGO : Gerente Administrativo Financiero EMPRESA ALEMANA UNIFICADA
S.A. (HOTEL EUROPA)

NOMBRE : Dr. Walter Ocampo

1. ¿Qué concepto tiene Ud. sobre titularización de activos?

R.-Proceso mediante el cual se transforman en títulos valores, los derechos que poseen una o varias personas sobre uno o más bienes que tienen la capacidad de generar un flujo de caja estable y predecible en el tiempo. El objetivo fundamental es

que a partir de transformar activos en títulos valores, estos sean susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado de valores.

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

2. ¿Considera Ud. que la titularización de activos es una alternativa de financiamiento?

R.-Si porque, Facilita democratizar la inversión., consigue volver líquidos a activos ilíquidos e improductivos, logra dinamismo para la empresa o cliente que decide titularizar.

3. ¿Cuál fue el objetivo por el que su empresa accedió a titularizar sus activos?

R.-Para poder tener acceso a un determinado monto de dinero, sin pagar demasiados intereses.

4. ¿Como fue el proceso de titularización? (Modalidad de titularización, que pasivos se titularizaron, sociedad titularizadora a la que se acudió....)

R.-Títulos de contenido crediticio

5. ¿Cuáles fueron según Ud. las ventajas de acceder a un proceso de titularización y porque?

R.-La ventaja fundamental fue la de obtener ingresos líquidos sin pagar el interes convencional que establecen los bancos.

6. ¿Cuáles fueron según Ud. las desventajas de acceder a un proceso de titularización? ¿Porque? (limitaciones normativas, costo, duración del proceso, documentación requerida)

R.-Ninguna.

7. ¿Cuál fue el mecanismo por el que constituyó el patrimonio autónomo requerido para la titularización efectuada?(transferencia, cesión , venta).

R.-Transferencia.

8. ¿Recuperó la empresa el patrimonio autónomo constituido después de la operación?

R.-Estamos en pleno proceso de conseguirlo

9. ¿Cuáles riesgos identifica Ud. para su empresa en el proceso de titularización de activos?

R.-No vimos riesgos en esta titularización

10 ¿Considera Ud. que en el proceso de titularización efectuado en nuestro país, por la empresa que titulariza está protegida actualmente por las leyes?

Si- No ¿ Porque?

R.-La titularización se abre paso en Bolivia con la introducción de la figura en la Ley del Mercado de Valores, en la cual se normaron sus aspectos básicos.

Es así como, el Título VIII contiene aspectos tales como:

La definición de la titularización; el concepto de originador; las sociedades de titularización; los bienes o activos susceptibles de ser titularizados; los efectos de la cesión de los activos y de las garantías de los mismos;-Las prohibiciones para las sociedades de titularización; la calidad de títulos con fuerza ejecutiva de los valores emitidos en procesos de titularización; la obligatoriedad de calificación de los valores de contenido crediticio y mixtos emitidos en procesos de titularización y, El tratamiento tributario de la cesión de bienes o activos.

Así mismo, el artículo 119 de la Ley del Mercado de Valores autorizó a las Entidades Financieras de Segundo Piso, cuyas actividades se encuentran determinadas en el inciso i) del artículo 31 de la Ley 1670-Ley del Banco Central de Bolivia-, constituidas como Sociedades Anónimas Mixtas que existieran en el momento de promulgación de la Ley, para actuar directamente como sociedades de titularización, exceptuándose a las mismas de los requisitos de constitución especiales contemplados en el artículo 78 de la mencionada Ley del Mercado de Valores.

Adicionalmente, el artículo 85 de la Ley del Mercado de Valores confirió facultades para regular mediante reglamento las normas especiales relativas, entre otros aspectos, al mecanismo de titularización, el contrato, la cesión, las garantías, los procedimientos de gestión y los procedimientos de titularización.

En virtud de la facultad reglamentaria contemplada en la Ley del Mercado de Valores el poder ejecutivo expidió el Decreto Supremo 25514 de 1.999, el cual tuvo por objeto establecer normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y del proceso de titularización.

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

Dr. WALTER OCAMPO

Gerente Administrativo Financiero

EMPRESA ALEMANA UNIFICADA S.A. (HOTEL EUROPA)

ANEXO III

CUESTIONARIO DE ENTREVISTAS

EJECUTIVOS DE SOCIEDADES DE TITULARIZACION

INSTITUCION: NAFIBO SOCIEDAD DE TITULARIZACION S.A.

NOMBRE : Mcs. René Navajas Flores

CARGO : Asesor Legal NAFIBO Sociedad de Titularización S.A.

AÑOS DE EXPERIENCIA: 5 años

1.-¿Qué concepto Ud. tiene de la titularización de activos?

La titularización es una manera básica de conseguir recursos hoy contra los flujos futuros que espero conseguir mañana y es un concepto muy interesante porque en primer lugar se está prestando dinero, se está vendiendo dinero a tiempo, no es un pasivo es un activo, tampoco está vendiendo acciones por eso se dice que la titularización completa el balance de la posibilidad de financiamiento, esto significaría que una empresa va a financiar por el pasivo condicionado, ya que muchas empresas ya no quieren saber de prestarse de la manera tradicional.

2. ¿Considera Ud. que la titularización de activos es un instrumento alternativo de financiamiento para la empresa boliviana de acuerdo a la actual regulación? Si-No ¿Por qué?

Claro que si, la titularización a diferencia de la banca es que las compañías pueden gozar de préstamos sin tener que garantizar sus bienes inmuebles o demostrar sus activos, puesto que se titulariza cualquier activo que genera flujo futuro que genere un valor transable, no es un préstamo comercial común ya que se obtiene efectivo a valor presente, permitiendo obtener dinero de manera inmediata en lugar de recibirlo a futuro.

3.-¿Cuál considera que es el objetivo de la titularización de activos desde el punto de vista del empresario que cede los activos?

Obtener una fuente de financiamiento con mejores condiciones que las de sus pasivos actuales, mejorando sus coeficientes financieros y disminuyendo sus requerimientos por servicio de deuda.

4. ¿Considera Ud. que la titularización de activos efectuada actualmente por las empresas emisoras cumplen su objetivo? Si- No ¿Por qué?

Si, porque obtienen la inversión necesaria para cumplir el objetivo por el acudieron a realizar la titularización, que dependiendo de la empresa este será diferente, ampliar sus instalaciones, efectivo para invertir, y un sin fin de opciones que obedecerán a

las necesidades de las empresas originadoras de procesos. En el caso particular de NAFIFO ST. Hemos cumplido con los objetivos que perseguía cada empresa y algunas que están en proceso aun , están con una buena expectativa de alcanzar sus proyecciones.

5. ¿Cuáles son según Ud. los factores regulatorios que facilitan la titularización de activos por la empresa en Bolivia?

La ley de mercado de valores y todos los decretos y reglamento específicos, trazan de manera muy clara el procedimiento a seguir para realizar una titularización, creo que en ese aspecto la actual regulación facilita los procesos.

6. ¿Considera Ud. que la actual regulación de la titularización de activos ha beneficiado a las empresas emisoras o a los inversionistas que adquieren los títulos? ¿Por qué?

Ambas partes son beneficiadas, ya que por ejemplo en el caso de Soboce que ha vendido 15.3 millones de flujo futuro de ventas de cemento a un precio de 12.5 millones de dólares, entonces a 60 meses del convenio se tiene 260 mil dólares mensuales que ya no son de Soboce si no de los inversionistas que han comprado ese flujo futuro, obteniendo Soboce a cambio 12.5 millones en efectivo a valor presente y de manera casi inmediata, alcanzando de esta manera la finalidad buscada.

7. ¿Cuáles son según Ud. los factores limitantes regulatorios para que las empresas realicen titularización de activos?

Nosotros como NAFIFO ST. Prestamos el Servicio que consiste en realizar un análisis con el objetivo principal de determinar la factibilidad, tanto legal como financiera, de que una determinada Entidad, Pública o Privada, ya sea nacional o extranjera, para que pueda financiarse a través de la Titularización y la correspondiente Emisión de Valores en el mercado bursátil. Después de llevar a cabo el Estudio de Factibilidad, siempre y cuando se haya llegado a una conclusión favorable, se procede a estructurar el modelo de Titularización y el Patrimonio Autónomo a ser constituido todas estas etapas deben estar en coordinación y cumplimiento de toda la reglamentación que existe al respecto, además de que se deben cubrir los costos de estos análisis y es ahí donde las empresas podrían encontrar limitaciones puesto que si no cumplen con todos los requisitos y estipulaciones estas quedarían imposibilitadas .

8.¿ A través de qué figura jurídica se instrumenta el patrimonio autónomo de la titularización ? (Cesión de bienes, venta definitiva, otros)

Cesión irrevocable.

9. ¿Considera Ud. factible instrumentar el patrimonio autónomo mediante la figura del fideicomiso? Si -No ¿porque?

El fideicomiso y la titularización son dos figuras similares que se confunden en muchos casos, mezclar estos dos conceptos considero que no sería factible, pues la finalidad de la titularización es la de emitir títulos valores transables en el mercado de valores, no solo administrar un patrimonio a favor de un tercero, la idea de la titularización es mover el mercado de valores a través de la participación de una infinidad de inversionistas además constituir un fideicomiso para luego titularizar, es algo imposible, porque para titularizar el patrimonio autónomo tiene que estar libre de cualquier otra figura y gravamen.

10. ¿Las empresas emisoras recuperan los patrimonios autónomos constituidos para la titularización?

No, porque el patrimonio cedido es autónomo tal como se lo denomina, no pertenece ni al originador, ni a la sociedad titularizadora, es un patrimonio que garantiza la emisión de los títulos valores que después de cumplir con el plazo este prácticamente queda liquidado.

11. ¿Según su opinión cual es la percepción de las empresas que acuden para la titularización respecto a la Cesión irrevocable del patrimonio autónomo?

Quizás existen algunas dificultades con este tema, es decir en un principio no entienden que esa cesión de bienes les da una ventaja inmediata en cuestión de tiempo, creen perdido su patrimonio en un principio, pero en realidad la cesión que hacen se limita al tiempo necesario para pagar los valores emitidos y los intereses a los inversionistas.

12. Cuáles son los riesgos del proceso de titularización para las empresas que emiten pasivos?

Esto dependerá de los mecanismos de cobertura que se establezcan en cada proceso, es decir en caso de ser insuficientes los activos o existir desfases en los flujos de caja proyectados y si la empresa emisora constituyó mecanismos de cobertura esta debe cubrir cualquier tipo de inconveniente sobreviniente que pueda surgir, pero el análisis y estructuración previa que se realiza generalmente es certero, y los riesgos son prácticamente nulos.

13. ¿Cuáles son los riesgos del proceso de titularización para los inversionistas que adquieren los títulos?

En todo proceso de titularización, primero entra el flujo a los inversionistas y con el resto recién recibe la empresa, donde el riesgo administrativo es aislado del riesgo de la empresa por eso los valores de titularización en el mercado son de mucha más calidad crediticia, es decir, menos riesgosos que los bonos de la misma empresa emitidos al mercado.

14. ¿ Existe seguridad jurídica de acuerdo a la actual regulación para las empresas que emiten los títulos?

Si, debido a que la titularización se caracteriza por emitir valores con un riesgo mucho menor, y con una calificación superior a de una entidad financiera común, a esto se denomina la Alquimia de la titularización, bajo la figura del patrimonio autónomo se aísla el riesgo. La base legal existente da la seguridad necesaria tanto a inversores como a originadores, considero que en ese aspecto la regulación es totalmente clara.

15 ¿Existe seguridad jurídica de acuerdo a la actual regulación para los inversionistas que adquieren los títulos? Si-No ¿Por qué?

Si, puesto que los valores de titularización se ganaron la confianza de los inversionistas ya que están atados a una serie de garantías, además que las tasas que paga son mejores a las que daría un banco comercial, son instrumentos seguros que gozan de todas la garantías contable y jurídicas.

Mcs. René Navajas F.

Asesor Legal

NAFIBO Sociedad de Titularización S.A.

CUESTIONARIO DE ENTREVISTAS
EJECUTIVOS DE SOCIEDADES DE TITULARIZACION

INSTITUCION: BISA SOCIEDAD TITULARIZADORA

NOMBRE: Lic. WILDER BARRIOS

CARGO: GERENTE BISA SOCIEDAD TITULARIZADORA

AÑOS DE EXPERIENCIA : 4 AÑOS

1.-¿Qué concepto Ud. tiene de la titularización de activos?

R.- Desde el punto de vista contable lo que se entiende por titularización es convertir en líquidos los activos ilíquidos de una empresa, en Bolivia se manejan muchos conceptos sobre lo que es la titularización siendo uno de los objetivos de la titularización emitir valores de contenido crediticio, de participación o mixtos. Al momento de titularizar activos estos deben generar un flujo , ya sea por su uso , alquiler o por su venta lo que permite pagar lo valores de titularización emitidos.

2. ¿Considera Ud. que la titularización de activos es un instrumento alternativo de financiamiento para la empresa boliviana de acuerdo a la actual regulación? Si-No ¿Por qué?

R.- Si, es una alternativa para empresas grandes, porque para empresas pequeñas resultan muy elevados los costos que se tiene que cubrir, además que como una alternativa y a diferencia de la emisión de bonos y valores, el originador puede ser cualquier persona natural, es decir que cualquier persona puede titularizar no necesita autorización.

3.-¿Cuál considera que es el objetivo de la titularización de activos desde el punto de vista del empresario que emite los activos?

R.-El financiamiento y otro propósito puede ser vender los activos a valor presente, como forma de obtención de liquidez

4. ¿Considera Ud. que la titularización de activos efectuada actualmente por las empresas emisoras cumplen su objetivo? Si- No ¿Por qué?

R.- Si, actualmente de las empresas que han titularizado todas han cumplido con su objetivo, es decir consiguieron el financiamiento esperado, algunas en mayor tiempo que otras pero cumplieron su objetivo.

5. ¿Cuáles son según Ud. los factores regulatorios que facilitan la titularización de activos por la empresa en Bolivia?

R.- La norma en si, es decir la Ley del Mercado de valores con todas las leyes, decretos y reglamentos complementarios a esta, permiten la estructuración de los procesos de titularización es decir hay la buena intención en todas esas normas para acceder a una titularización.

6. ¿Considera Ud. que la actual regulación de la titularización de activos ha beneficiado a las empresas emisoras o a los inversionistas que adquieren los títulos? ¿Por qué?

R.-Considero que ambas parte han obtenido beneficio, puesto que la regulación es clara para ambas partes, las empresas que ceden activos obtienen liquidez inmediata de activos que por si solos no poseían la cualidad necesaria para ser líquidos al mismo tiempo los inversionistas aseguran su inversión a traves del patrimonio autónomo, en ese sentido me parece que la regulación es clara.

7. ¿Cuáles son según Ud. los factores limitantes regulatorios para que las empresas realicen titularización de activos?

R.-En realidad considera que uno de los factores limitantes mas que regulatorio vendría ser el alto costo de acceder a un proceso de titularización, pues todo lo que implica el proceso la estructuración, la calificadora de riesgo, el agente colocador,

bueno un sinnfín de etapas, que para empresas pequeñas es muy costoso , entonces se convierte en una limitante .

8.¿ A través de qué figura jurídica se instrumenta el patrimonio autónomo de la titularización ¿? (Cesión de bienes, venta definitiva, otros)

R.- A través de la Cesión de bienes

9. ¿Considera Ud. factible instrumentar el patrimonio autónomo mediante la figura del fideicomiso?

Si -No ¿porque?

R.-Considero que es lo mismo, y no tendría sentido constituir un fideicomiso para luego realizar un proceso de titularización en ambas figuras se constituye un patrimonio autónomo , sería absurdo constituir dos patrimonios, si con la simple titularización se pueden lograr los objetivos que persigue la empresa.

10. ¿Las empresas emisoras recuperan los patrimonios autónomos constituidos para la titularización?

R.- Eso va a depender de las condiciones que se establezcan en el contrato de constitución del patrimonio autónomo , hay algunas situaciones en las que una vez terminado el plazo del proceso de titularización automáticamente la empresa recupera el patrimonio cedido, pero hay otras que constituyen una titularización para vender los activos y prácticamente estos se liquidan con el tiempo y son perdidos por el originador.

11. ¿Según su opinión cual es la percepción de las empresas que acuden para la titularización respecto a la cesión irrevocable del patrimonio autónomo?

R.- Es algo que le cuesta entender en la mayoría de los casos, pues existe una contradicción entre lo que entienden los juristas y las personas que titularizan , pues al hacer el contrato de cesión se cree que como es un acuerdo de voluntades en el contrato se puede estipular todo lo que las partes deseen, y al ser a veces mal asesorados por los abogados , se crea una mala interpretación, existe mucha contradicción entre los juristas y la parte contable dentro de un proceso de titularización.

12. Cuáles son los riesgos del proceso de titularización para las empresas que originan pasivos?

R.-Eso depende de las estipulaciones que hayan en el contrato ,por ejemplo en la Titularización de Coboce, esta ha cedido los bonos al patrimonio autónomo que les emitió la alcaldía, sin responsabilidad, entendiendo con esto que prácticamente Coboce ha vendido dichos títulos , no teniendo ellos responsabilidad alguna una vez hecha la cesión, a diferencia de eso, en la emisión de la constructora Concordia

se ha cedido los títulos pero no se puso sin responsabilidad, además el contrato era bien cabalístico en ese aspecto es decir que si las deudas no se pagan con esos títulos, Concordia se hacía responsable , entonces ese sería un riesgo, pues todo ese monto se convertiría en un pasivo para la empresa , en caso de un titularización de flujos futuros , si la empresa no genera como se había proyectado , esta correrá con la responsabilidad de pagar los títulos emitidos-

13. ¿Cuáles son los riesgos del proceso de titularización para los inversionistas que adquieren los títulos?

R.-Bueno en realidad creo que no existen muchos riesgos, debido a que los inversionistas están garantizados con el patrimonio autónomo, además que las calificadoras de riesgo tienen una escala de calificación que es tomada en cuenta por los inversionistas y son ellos mismos los que miden el riesgo de su inversión.

14.¿ Existe seguridad jurídica de acuerdo a la actual regulación para las empresas que emiten los títulos?

R.-Si, toda la regulación, decretos y reglamentos emitidos por la superintendencia de valores, ahora autoridad financiera, es clara y regula cada una de las etapas del proceso de titularización.

15 ¿Existe seguridad jurídica de acuerdo a la actual regulación para los inversionistas que adquieren los títulos?

Si-No ¿Por qué?

R.-Si, claro que existe como ya lo mencione son las calificadoras de riesgo las que determina si la inversión es riesgosa o exitosa, en ese sentido que gozan de una completa seguridad jurídica.

Lic. WILDER BARRIOS S.
GERENTA BISA TITULARIZADORA S.A.

ANEXO IV

RESUMEN DEL PROSPECTO “SOBOCE”.

I.1. Descripción del Proceso de Titularización. En el presente Proceso de Titularización, se realiza a través de la suscripción de un Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración, a través del cual el Originador (SOBOCE S.A.) cede al Patrimonio Autónomo SOBOCE-NAFIBO 002 los derechos y accesorios sobre sus Flujos Futuros originados en los ingresos mensuales de dinero por ventas de cemento y hormigón premezclado, por un valor total de US\$ 15,3 millones, que descontados a una tasa de 9.228624% anual constituyen un importe de US\$ 12,5 millones a la Fecha de Corte. Con cargo al Patrimonio Autónomo, constituido con los US\$ 12,5 millones en valor presente, se emitirán los Valores de Titularización de Contenido Crediticio SOBOCE – NAFIBO FLUJOS FUTUROS 1.

Los recursos obtenidos de la Emisión se utilizarán de la siguiente manera: US\$ 500.000.- para pagar al Originador por la suscripción de la Serie “A” Subordinada, US\$ 300.000.- para la conformación del Fondo de Liquidez, y hasta US\$ 11.700.000.-, dependiendo del monto efectivamente recaudado, serán utilizados para cancelar pasivos del Originador. Esta cancelación de pasivos será realizada directamente por la Sociedad de Titularización por cuenta del Patrimonio Autónomo.

Con la cancelación de pasivos, el Originador podrá mejorar la estructura de plazos de su deuda financiera, reducir su costo financiero y consecuentemente mejorar sus ratios financieros.

Todos los ingresos generados por ventas de cemento y hormigón premezclado de SOBOCE S.A. serán acumulados en Cuentas Receptoras en el Banco Nacional de Bolivia S.A. (Banco Administrador de las Cuentas Receptoras), quién tiene la responsabilidad de repartir los flujos de ventas efectivamente colectados desde el primer día de cada mes al Patrimonio Autónomo en primera instancia y a SOBOCE S.A. una vez que se haya cumplido con el cronograma de desembolsos mensuales establecido en el presente Prospecto.

Los importes acumulados en las Cuentas Receptoras, serán transferidos diariamente por el Banco Administrador de las Cuentas Receptoras (Banco Nacional de Bolivia S.A.) a dos Cuentas Matriz de SOBOCE S.A. hasta que se reuna en éstas, el monto mensual establecido en el Contrato y en presente Prospecto.

Una vez recaudado el monto mensual requerido, que representa un promedio mensual de US\$ 255.4 mil (aproximadamente 6% de los ingresos mensuales del Originador en la gestión 2001), los fondos serán transferidos por el Banco Administrador de la (s) Cuenta (s) Receptora (s), a la (s) Cuentas Matriz, para luego realizar el traspaso a la (s) Cuenta (s) de Recaudación del Patrimonio Autónomo.

I.1.1. Cesión Irrevocable. El Originador, de forma libre y voluntaria y sin que medie vicio del consentimiento alguno, cedió en forma absoluta e irrevocable en términos jurídicos y contables

al Patrimonio Autónomo SOBOCE-NAFIBO 002 representado por la Sociedad de Titularización, el derecho de dominio sobre los flujos futuros, consistentes en los ingresos en dinero percibidos desde el primer día de cada mes, a partir del mes siguiente de la Fecha de Corte, hasta los importes especificados en el punto II.6 del presente Prospecto y en su caso además otros que correspondan de acuerdo a lo establecido en el Contrato. Con cargo al Patrimonio Autónomo SOBOCE - NAFIBO 002, la Sociedad de Titularización emitirá los Valores de Titularización de Contenido Crediticio SOBOCE – NAFIBO FLUJOS FUTUROS 1.

I.1.2. Constitución e inscripción. El Patrimonio Autónomo se constituyó de conformidad a las disposiciones legales vigentes de la República de Bolivia, mediante la firma del Contrato celebrado entre SOBOCE S.A., representada por su Presidente Ejecutivo señor Samuel Doria Medina Auza con Cédula de Identidad N° 2064056 L.P., en mérito a lo resuelto en la sesión de Directorio de SOBOCE S.A. efectuada el 27 de febrero de 2002, conforme al Poder N° 219/2002 de fecha 2 de octubre de 2002 y NAFIBO S.A.M. Sociedad de Titularización, representada por los señores Jorge Ríos Siles con Cédula de Identidad N° 2219212 L.P. y Jaime Dunn De Avila con Cédula de Identidad N° 2637371 L.P., Gerente General y Gerente de Titularización, en mérito a los poderes contenidos en las Escrituras Públicas N° 500/2002 y N° 402/2001, respectivamente. El Contrato de Cesión Irrevocable de derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración fue celebrado en fecha 26 de octubre de 2002 y elevado a Escritura Pública N° 375/2002 en fecha 26 de octubre de 2002 ante Notaría de Fe Pública a cargo de la Dra. Katherine Ramírez Calderón.. El plazo de vigencia del Contrato es de hasta seis meses posteriores a la extinción del Patrimonio Autónomo

I.1.3. Características y valor del Patrimonio Autónomo SOBOCE – NAFIBO 002.

Los Flujos Futuros provenientes de los derechos titularizados, serán transferidos al Patrimonio

Autónomo SOBOCE-NAFIBO 002 a partir del primer día del mes siguiente a la Fecha de Corte, en su totalidad y durante el período de vida de la emisión de Valores de Titularización de Contenido Crediticio ascienden a US\$ 15.321.723,37 (Quince millones trescientos veintiún mil setecientos veintitrés 37/100 Dólares de los Estados Unidos de América).

El monto señalado podrá incrementarse por las necesidades de flujos adicionales que podrían ser requeridos por los eventos de aceleración de flujos, multas al Originador y gastos extraordinarios del Patrimonio Autónomo, previstos en el Contrato y en el presente Prospecto.

I.1.4. Condiciones y plazo de vigencia del Patrimonio Autónomo. El plazo de vigencia del Patrimonio Autónomo se establece desde la suscripción del Contrato hasta la fecha en la que deba efectuarse el último pago a su cargo.

I.1.5. Valor monetario. El valor actual de los Flujos Futuros cuyos derechos fueron cedidos, a la Fecha de Emisión asciende a US\$ 12.500.000.- (Doce millones quinientos mil 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América), descontados a una tasa de descuento de 9,228624%.

I.1.6. Emisión de los Valores de Titularización de Contenido Crediticio. La Sociedad de Titularización asume la obligación de emitir los Valores de Titularización de Contenido Crediticio SOBOCE-NAFIBO FLUJOS FUTUROS 1, con cargo al Patrimonio Autónomo SOBOCE – NAFIBO 002, conforme a las previsiones establecidas en el Contrato y en el presente Prospecto. Dichos valores serán de oferta pública y colocados a través del mercado primario bursátil en el Ruedo de la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

I.1.7. Representación del Patrimonio Autónomo SOBOCE – NAFIBO 002.

El Patrimonio Autónomo SOBOCE – NAFIBO 002 será legalmente representado por la Sociedad de Titularización, la cual ejercerá su defensa judicial y extrajudicial, conforme a lo previsto en el Contrato, durante su vigencia y en el presente Prospecto.

I.2. La Emisión.

Los valores que conforman la presente emisión se denomina Valores de Titularización de Contenido Crediticio SOBOCE – NAFIBO FLUJOS FUTUROS

I.2.1. Plazo para el pago de intereses y amortización de capital.

Los Valores de Titularización devengarán un interés nominal anual de acuerdo a la Serie a la que pertenecen y serán pagados todos los días 20 de cada mes a partir de diciembre de 2002, mediante la presentación de cupones, los mismos que estarán adjuntos al valor e indicarán su importe monetario, la fecha de su vencimiento, el número y la Serie a la que pertenecen.

Los valores serán amortizados parcialmente, de acuerdo al detalle que se especifica en el presente Prospecto. Las amortizaciones se realizarán en las fechas previstas para el pago de intereses y se cancelarán mediante la presentación del valor y cupón correspondiente, los mismos que expresarán el monto de capital correspondiente a cada amortización.

I.3. Razones de la Emisión.

Esta Emisión tiene como principal objetivo el optimizar los costos financieros de SOBOCE S.A. y mejorar el perfil de amortización de capital e intereses de sus deudas en el futuro. En este sentido, el destino de los fondos obtenidos a través del presente Proceso de Titularización de derechos sobre Flujos Futuros, será exclusivamente para cancelar pasivos de la empresa

RESUMEN DEL PROSPECTO “HOTEL EUROPA”

1.1 Objetivo de la Titularización El Originador, con el objeto de obtener una fuente de financiamiento con mejores condiciones que las de sus pasivos actuales, mejorando sus coeficientes financieros y disminuyendo sus requerimientos por servicio de deuda, ha decidido

ceder los Flujos Futuros provenientes de los ingresos diarios, actuales y futuros, en dinero por servicios de alojamiento en general, restaurante, eventos, banquetes, así como por cualquier otra actividad relacionada directa y exclusivamente al giro comercial del negocio del HOTEL EUROPA, para que se constituya un Patrimonio Autónomo, con cargo al cual se emitirán los Valores de Titularización HOTEL EUROPA - NAFIBO 011.

1.2 Denominación del Patrimonio Autónomo El Patrimonio Autónomo se denomina HOTEL EUROPA - NAFIBO 011.

1.3 Cesión Irrevocable Por el Contrato, el Originador, de forma libre y voluntaria y sin que medie vicio del consentimiento alguno, cede en forma absoluta e irrevocable en términos jurídicos y contables al Patrimonio Autónomo HOTEL EUROPA - NAFIBO 011, representado y administrado por la Sociedad de Titularización, el derecho de dominio sobre los Flujos Futuros, consistentes en los ingresos en dinero percibidos desde el primer día de cada mes, a partir del mes de marzo de 2008, hasta los importes especificados en el punto 2.6 y, en su caso, además otros que correspondan de acuerdo a lo establecido en el punto 2.26, 2.17 inciso 8) subinciso b) y 3.8 del presente Prospecto y en el Contrato.

Estos ingresos actuales y futuros se refieren a los efectivamente percibidos en dinero, ya sea a crédito o al contado, incluyendo los ingresos por pagos que en valores hubiesen sido efectuados al Originador y sean efectivamente cobrados y percibidos en dinero por éste; por servicios de alojamiento en general, restaurante, eventos, banquetes, así como por cualquier otra actividad relacionada directa y exclusivamente al giro comercial del negocio del HOTEL EUROPA, de acuerdo a los términos y condiciones establecidos en este Prospecto y en el Contrato. Los flujos cedidos hasta el monto establecido en este Prospecto y en el Contrato, corresponden al Patrimonio Autónomo desde que son percibidos efectivamente y en dinero por el Originador. Es con cargo a este Patrimonio Autónomo HOTEL EUROPA - NAFIBO 011 que se emitirán los Valores de Titularización HOTEL EUROPA - NAFIBO 011. En ningún caso la presente Cesión es una Cesión de Derechos de Crédito, por tanto, el Patrimonio Autónomo solamente tiene derechos sobre los ingresos futuros efectivos en dinero por servicios de alojamiento en general, restaurante, eventos, banquetes, así como por cualquier otra actividad relacionada directa y exclusivamente al giro comercial del negocio del HOTEL EUROPA, conforme a los términos y condiciones del Contrato.

1.4 Constitución e Inscripción El Patrimonio Autónomo se constituyó de conformidad a las disposiciones legales vigentes de la República de Bolivia, mediante la firma del Contrato celebrado entre NAFIBO Sociedad de Titularización S.A., legalmente representada por JAIME GUILLERMO DUNN DE AVILA y VERÓNICA ZAMORA VEGA, actuando en su calidad de Gerente General y Estructurador de Titularización respectivamente, en virtud a los poderes otorgados mediante Escrituras Públicas N° 1007/06 de fecha 09 de septiembre del 2006 y N° 1169/07 de fecha 24 de septiembre de 2007, respectivamente, ambos protocolizados por ante Notaría de Fe Pública N° 007 a cargo de la Dra. Silvia Noya Laguna del Distrito Judicial de La Paz y EMPRESA ALEMANA UNIFICADA S.A. "EMALUNS.A." – HOTEL EUROPA,

1.5 Características y Valor del Patrimonio Autónomo HOTEL EUROPA - NAFIBO 011 Los Flujos Futuros del Patrimonio Autónomo HOTEL EUROPA - NAFIBO 011 serán transferidos a partir del primer día hábil del mes correspondiente a la Fecha de Emisión Programada 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 US\$ 1.322.900.- (Un millón trescientos veintidós mil novecientos 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América) y Bs22.307.200.- (UFV)(Veintidós millones trescientos siete mil doscientos 00/100 Bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento de Vivienda).

1.6 Representación del Patrimonio Autónomo HOTEL EUROPA - NAFIBO 011

El Patrimonio Autónomo HOTEL EUROPA - NAFIBO 011 será legalmente representado por la Sociedad de Titularización, la que ejercerá su defensa judicial y extrajudicial durante la vigencia del Patrimonio Autónomo.

1.7 Características de la Emisión Características de los Valores: De Oferta Pública y de contenido crediticio. Denominación de los Valores: HOTEL EUROPA - NAFIBO 011.

Monto total de la Emisión: US\$ 1.100.000.- (Un millón cien mil 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América) y de Bs14.530.000.- (UFV) (Catorce millones quinientos treinta mil 00/100 Bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento de Vivienda).

Fecha de Emisión: 10 de abril de 2008.

Forma de representación de los Valores: Mediante Anotaciones en Cuenta en la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A.

Plazo de colocación: 180 días calendario contados a partir de la Fecha de Emisión.

Respaldo de la Emisión: Los Valores de Titularización HOTEL EUROPA - NAFIBO 011, emitidos dentro del proceso de titularización, serán respaldados por los derechos sobre los flujos futuros que constituyen el Patrimonio HOTEL EUROPA - NAFIBO 011 y por los mecanismos de cobertura y seguridad adicional establecidos en este Prospecto y en el Contrato.

RESUMEN DEL PROSPECTO DROGUERIAS "NTI"

1.1 Objetivo de la Titularización El Originador, con el objeto de obtener una fuente de financiamiento con mejores condiciones que las de sus pasivos actuales, mejorando sus coeficientes financieros y disminuyendo sus requerimientos por servicio de deuda, ha decidido, ceder los Flujos Futuros provenientes de los ingresos diarios, actuales y futuros, en dinero por ventas futuras de mercadería, productos ventas por exportación de acuerdo al inciso h del

punto 2.22 del presente Prospecto, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro comercial de INTI, para que se constituya un Patrimonio Autónomo, con cargo al cual se emitirán los Valores de Titularización INTI-NAFIBO 006.

1.2 Denominación del Patrimonio Autónomo

El Patrimonio Autónomo se denomina INTI - NAFIBO 006.

1.3 Cesión Irrevocable Por el Contrato, el Originador, de forma libre y voluntaria y sin que medie vicio del consentimiento alguno, cede en forma absoluta e irrevocable en términos jurídicos y contables al Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006, representado por la Sociedad de Titularización, el derecho de dominio sobre los flujos futuros, consistentes en los ingresos en dinero percibidos desde el primer día de cada mes, a partir del mes siguiente de la fecha de suscripción del Contrato, hasta los importes especificados en el punto 2.6 del presente Prospecto y en su caso además otros que correspondan de acuerdo a lo establecido en los puntos 2.26, 2.17 inciso h) y 3.1.19 del presente Prospecto. Estos ingresos actuales y futuros se refieren a los efectivamente percibidos en dinero, por ventas al crédito o al contado, incluyendo los ingresos por pagos que en títulos Valores hubiesen sido efectuados al Originador y sean efectivamente cobrados y percibidos en dinero por éste; de mercadería, productos, ventas por exportación de acuerdo al inciso h del punto 2.22 del presente Prospecto, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro de negocio de INTI, cualquiera sea su denominación o razón social, de acuerdo a los términos y condiciones establecidos en el presente Prospecto. Con cargo a este Patrimonio Autónomo se emitirán los Valores de Titularización INTI-NAFIBO 006. En ningún caso la presente cesión es una cesión de derechos de crédito, por tanto, el Patrimonio Autónomo solamente tiene derechos sobre los ingresos futuros efectivos en dinero que produzca la venta de la mercadería y productos señalados, conforme a los términos y condiciones establecidas en el presente documento.

1.4 Constitución e Inscripción El Patrimonio Autónomo se constituyó de conformidad a las disposiciones legales vigentes de la República de Bolivia, mediante la firma del Contrato celebrado en fecha 11 de octubre de 2006 entre NAFIBO Sociedad de Titularización S.A., legalmente representada por Jaime Guillermo Dunn De Avila actuando en su calidad de Gerente General, en virtud al poder otorgado mediante Escritura Pública N° 1007/2006 de fecha 9 de septiembre de 2006, protocolizado por ante la Notaría de Fe Pública N° 007 a cargo de la Dra. Silvia Noya Laguna del Distrito Judicial de La Paz y Droguería INTI S.A. representada por los señores FRIEDRICH KLAUS OHNES TANZER con cédula de identidad N° 111189, DIETER SCHILLING KRIETE con cédula de identidad N° 317798 LP, RONALD REYES NOYA con cédula de identidad N° 3332451 LP y CHRISTIAN SCHILLING DALGAS con cédula de Identidad N° 154842 LP en mérito al Testimonio de Poder Especial y Bastante N° 110/2006 de fecha 13 de febrero de 2006, otorgado por ante Notaría de Fe Pública N° 004 a cargo de la Dra. Martha Alipaz Monje el cual aprueba y ratifica la suscripción del Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos

sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, sobre la base del cual se constituirá el Patrimonio Autónomo INTI–NAFIBO 006, de acuerdo a lo establecido por las disposiciones legales vigentes.

1.5 Características y Valor del Patrimonio Autónomo INTI NAFIBO 006 Los flujos futuros del Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006 serán transferidos a partir del primer día hábil del mes siguiente a la fecha de suscripción del Contrato y están constituidos por los derechos sobre los flujos futuros que en su totalidad, durante el período de vida de la Emisión de Valores de contenido crediticio, ascienden a Bs18.963.540.- (Dieciocho millones novecientos sesenta y tres mil quinientos cuarenta 00/100 Bolivianos) y Bs54.403.739.- UFV (Cincuenta y cuatro millones cuatrocientos tres mil setecientos treinta y nueve 00/100 Bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento a la Vivienda UFV).

1.6 Emisión de Valores de Titularización INTI - NAFIBO 006 La Sociedad de Titularización asume la obligación de emitir los Valores de Titularización INTI - NAFIBO 006 a cargo del Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006, conforme a las previsiones del Contrato, que será dividida en diez series por un monto de Bs16.800.000 (Dieciséis millones ochocientos mil 00/100 Bolivianos) y Bs33.600.000.-UFV (Treinta y tres millones seiscientos mil 00/100 Bolivianos con mantenimiento de valor respecto de la Unidad de Fomento a la Vivienda UFV). Por otro lado, los servicios de colocación en el Mercado Primario bursátil estarán a cargo de los Colocadores, de acuerdo a los términos y condiciones establecidos en el Contrato de fecha 04 de octubre de 2006 suscrito entre el Originador y los Colocadores.

1.7 Representación del Patrimonio Autónomo INTI – NAFIBO 006 El Patrimonio Autónomo INTI- NAFIBO 006 será legalmente representado por la Sociedad de Titularización, la que ejercerá su defensa judicial y extrajudicial durante la vigencia del Patrimonio Autónomo.

1.8 La Emisión Constituido el Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006, conforme a las disposiciones del Contrato y una vez se cuente con el informe final de la Entidad Calificadora de Riesgo y las correspondientes autorizaciones, la Sociedad de Titularización emitirá con cargo al Patrimonio Autónomo, los Valores de Titularización INTI - NAFIBO 006 por la suma de s16.800.000 (Dieciséis millones ochocientos mil 00/100 Bolivianos) y Bs33.600.000.-UFV (Treinta y tres millones seiscientos mil 00/100 Bolivianos con mantenimiento de valor respecto de la Unidad de Fomento a la Vivienda UFV).

1.8.1 Características de la Emisión Características de los Valores: De Oferta Pública y de Contenido Crediticio. Denominación de los Valores: "INTI - NAFIBO 006". Monto total de la Emisión: Bs16.800.000 (Dieciséis millones ochocientos mil 00/100

Bolivianos) y Bs33.600.000.-UFV (Treinta y tres millones seiscientos mil 00/100 Bolivianos con mantenimiento de valor respecto de la Unidad de Fomento a la Vivienda UFV). Fecha de Emisión: 20 de noviembre de 2006. Forma de representación de los Valores: Los Valores de Titularización INTI–NAFIBO 006 se emitirán mediante anotación en cuenta.

Plazo de colocación: 180 días calendario contados a partir de la fecha de Emisión.

Respaldo de la Emisión: Los Valores de Titularización INTI - NAFIBO 006 serán respaldados por los derechos sobre los flujos futuros que constituyen el Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006 y por los mecanismos de cobertura establecidos en este Prospecto.

Los Cupones correspondientes a cada Serie se pagarán el 27 del mes que corresponda, a partir del mes de la fecha de Emisión, si dicha fecha cae en fin de semana o en día no hábil, se pagará el día hábil siguiente a dicho vencimiento.

.