

UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRE
FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIAS POLITICAS
CARRERA DE DERECHO



“TESIS DE GRADO”

“LA TITULARIZACIÓN DE CRÉDITOS A PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES) EN BOLIVIA”

(Tesis para optar el grado de licenciatura en Derecho)

POSTULANTE : FRANKLIN TINTAYA VELA

TUTOR : DR. RICHARD OSUNA ORTEGA

La Paz - Bolivia

2012

DEDICATORIA:

Agradecer a Dios, sobre todas las cosas, a mi Padre Marcos Tintaya C. (†), a mi mamita Eusebia Vela, quienes me dieron la vida y a mis hijas Ruth, Noemí y Sarah, que, con tan solo su existencia de vida, impulsan mi formación profesional y le dan sentido a mi vida.

AGRADECIMIENTO:

Expresar un amplio y sincero agradecimiento al Dr. Richard Osuna O. quien me dio su apoyo incondicional, revisando y orientando la presente Tesis y que sin duda, sin su colaboración no hubiera sido posible culminar con el presente Trabajo de Investigación.

RESUMEN ABSTRACT

Es preciso destacar que una de las principales dificultades en el acceso de las Pequeñas y Medianas Empresas denominadas como Pymes a la financiación bancaria en buenas condiciones, reside en los problemas que este tipo de empresas tienen para ofrecer a los bancos prestamistas garantías suficientes para reducir el riesgo de crédito. Ello conduce con frecuencia, a que los socios de estas Pymes se vean obligados a avalar personalmente a las empresas con la pérdida consiguiente del beneficio de la limitación de responsabilidad, consustancial a las sociedades de capital. Por lo descrito, vistas las dificultades que tienen las Pymes para acceder a los mercados de valores, que estas empresas tienen para conseguir financiación bancaria en buenas condiciones, se constata la necesidad de contar con algún instrumento que facilite la financiación de este tipo de empresas, que integran la mayor parte del tejido productivo del país.

Por tanto, para satisfacer dicha necesidad, se puede acudir al mecanismo denominado TITULARIZACIÓN, que en términos generales, consiste en un proceso financiero complejo en el que varios sujetos desarrollan actuaciones sucesivas y coordinadas con una finalidad última común, que consiste en actualizar créditos de vencimiento futuro mediante su cesión onerosa a una persona jurídica con forma de sociedad mercantil o a un fondo carente de personalidad, tal el caso de los Patrimonios Autónomos, administrados por las Sociedades de Titularización.

El financiamiento empresarial actualmente es ventajoso para el caso de empresas grandes ya que, por el exceso de liquidez, estas empresas constantemente están siendo tentadas por la banca para ofrecerles créditos con mejores condiciones. Las PYMES también se han beneficiado en este aspecto desde el punto de vista de acceso al crédito, pero sus condiciones financieras no

son de las mejores lo que limitan su capacidad de crecimiento ya que gran parte de sus utilidades son destinadas a pagar el costo financiero.

Por lo que en el presente trabajo de investigación, se propone un modelo de Titularización, consistente en la Titularización de Créditos a pequeñas y medianas empresas en Bolivia.

INDICE GENERAL

Portada

Dedicatoria i

Agradecimiento ii

Resumen “Abstrac” iii

Índice iv

DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN	1
1. ENUNCIADO DEL TEMA DE TESIS.....	2
2. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA.....	2
3. PROBLEMATIZACIÓN.....	3
4. DELIMITACIÓN DEL TEMA DE LA TESIS.....	4
4.1 DELIMITACIÓN TEMÁTICA.....	4
4.2 DELIMITACIÓN TEMPORAL.....	4
4.3 DELIMITACIÓN ESPACIAL.....	5
5. FUNDAMENTACIÓN E IMPORTANCIA DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN.....	5
6. OBJETIVOS DEL TEMA DE LA TESIS.....	6
6.1. OBJETIVO GENERAL.....	6

6.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	7
7. HIPÓTESIS DE TRABAJO.....	7
7.1 VARIABLES.....	7
7.1.1 VARIABLE INDEPENDIENTE.....	7
7.1.2 VARIABLE DEPENDIENTE.....	7
7.1.3 VARIABLE MODERANTE.....	8
7.2 UNIDAD DE ANÁLISIS.....	8
7.3 NEXO LÓGICO.....	8
8. MÉTODOS Y TÉCNICAS A UTILIZARSE EN LA TESIS.....	8
8.1 MÉTODOS.....	9
8.1.1 MÉTODO GENERAL.....	9
8.1.2 MÉTODO ESPECÍFICO.....	9
9. TÉCNICAS A UTILIZARSE EN LA TESIS.....	9
DESARROLLO DEL DISEÑO DE PRUEBA	10
INTRODUCCIÓN.....	11

CAPITULO I

EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES EN BOLIVIA

1.1. ANTECEDENTES.....	13
1.2. LA BOLSA EN BOLIVIA 1976 – 1990.....	16
1.3. FUNDACIÓN DE LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES....	16
1.4. LEY ORGÁNICA DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.....	17
1.5. COLABORACIÓN INTERNACIONAL.....	17
1.6. APROBACIÓN DE LOS ESTATUTOS Y REGLAMENTO DE LA BOLSA.....	18
1.7. FUNCIONAMIENTO DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.....	19
1.7.1. PERIODO 1983 - 1985.....	19
1.7.2. ASISTENCIA TÉCNICA.....	20
1.7.3. AUTORIZACIÓN PARA FUNCIONAMIENTO DE LA BOLSA.....	21
1.7.4. INICIO DE OPERACIONES DE LA BOLSA.....	21

CAPITULO II

EL SISTEMA FINANCIERO Y LAS PYMES

2.1. SISTEMA FINANCIERO.....	23
2.2. MERCADO DE VALORES.....	24
2.3. LA TITULARIZACIÓN.....	24
2.4. LAS PYMES.....	25
2.5. LA SITUACION DE LAS PYMES EN BOLIVIA.....	26
2.6. LA PYMES COMO EMISORES DE VALORES EN MESA DE NEGOCIACIÓN.....	27
2.6.1. MESA DE NEGOCIACIÓN PYMES.....	27
2.6.2. VENTAJAS PARA LAS PYMES.....	28
2.6.3 INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO PARA LA PYMES.	29
2.6.3.1 PAGARÉS.....	30
2.6.3.2. PAGO DE CAPITAL E INTERESES.....	30
2.6.3.3. GARANTÍAS.....	30
2.6.3.4. FOLLETO DE EMISIÓN.....	31
2.6.3.5. MARGEN DE ENDEUDAMIENTO.....	31
2.6.3.6. CALIFICACIÓN DE RIESGO.....	32

CAPITULO III

LA TITULARIZACIÓN COMO UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO

3.1. EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	34
3.1.1. LA CESIÓN IRREVOCABLE Y EL ACTO UNILATERAL.....	34
3.1.2. MECANISMOS DE COBERTURA.....	35
3.1.3. MECANISMOS INTERNOS DE COBERTURA.....	35
3.1.4. SUBORDINACIÓN DE LA EMISIÓN.....	35
3.1.5. SOBRECOTERIZACION.....	35
3.1.6. EXCESO DE FLUJO DE CAJA.....	35
3.1.7. SUSTITUCIÓN DE CARTERA.....	35
3.1.8. FONDO DE LIQUIDEZ.....	36
3.1.9. MECANISMOS EXTERNO DE COBERTURA.....	36
3.1.10. AVALES O GARANTÍAS CONFERIDOS POR INSTITUCIONES FINANCIERAS Y ASEGURADORAS.....	36
3.1.11. SEGUROS DE CRÉDITO.....	36
3.1.12. MECANISMOS DE SEGURIDAD ADICIONALES.....	36
3.1.13. PARTES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO.....	37
ORIGINADOR:.....	37
SOCIEDAD DE TITULARIZACIÓN:.....	37
ADMINISTRADORA DE LOS BIENES O ACTIVOS:.....	37

COLOCADORA:.....	38
ESTRUCTURADOR:.....	38
REPRESENTANTE COMÚN DE TENEDORES DE VALORES:.....	38
ENTIDAD CALIFICADORA DE RIESGO.....	38
GARANTE:.....	39
3.1.14. TIPOS DE VALORES DE TITULARIZACIÓN.....	39
VALORES DE PARTICIPACIÓN.....	39
VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO.....	39
VALORES MIXTOS.....	39

CAPITULO IV

CIFRAS DEL MERCADO DE VALORES DE BOLIVIA

4.1 ESTADISTICAS DEL MERCADO DE VALORES.....	41
4.1.1. CONTROL DE EMISORES.....	41
A) ACCIONES.....	41
B) EMISIÓN DE BONOS EN MONEDA NACIONAL.....	41
C) EMISIÓN DE BONOS EN MONEDA EXTRANJERA.....	42
D) EMISIÓN DE BONOS EN BOLIVIANOS INDEXADOS A LA UNIDAD DE FOMENTO A LA VIVIENDA UFV.....	42

E) EMISIÓN DE BONOS EN BOLIVIANOS CON MANTENIMIENTO DE VALOR A DÓLARES ESTADOUNIDENSES.....	43
F) EMISIÓN DE BONOS MUNICIPALES EN MONEDA EXTRANJERA.....	43
G) EMISIÓN DE DEPÓSITOS A PLAZO FIJO (DPF).....	43
H) TITULARIZACIÓN.....	44
I) PAGARÉS BURSÁTILES.....	48
J) PAGARÉS EN MESA DE NEGOCIACIÓN.....	49
K) REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES.....	49
4.1.2 CONTROL DE INTERMEDIARIOS E INVERSIONES.....	50
A) OPERACIONES DEL MERCADO DE VALORES.....	50
B) RUEDO DE BOLSA.....	51
C) REPORTO.....	52
D) OPERACIONES DE COMPRA Y VENTA DEFINITIVA.....	53
E) MERCADO PRIMARIO.....	54
F) MESA DE NEGOCIACIÓN.....	55
G) CARTERA DE CLIENTES.....	55
H) CARTERA PROPIA.....	57
I) CARTERA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ABIERTOS.....	58
J) CARTERA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS.....	60
K) PARTICIPANTES.....	61
L) FONDO DE RENTA UNIVERSAL DE VEJEZ – FRD.....	62

4.1.3. PARTICIPANTES INSCRITOS Y REGISTRADOS EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES DE ASFI.....	63
---	----

CAPITULO V

NORMATIVA JURIDICA GENERAL, ESPECÍFICA Y CONEXA DE LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA	66
---	----

5.1. ANTECEDENTES.....	66
------------------------	----

5.2. CONSTITUCIÓN POLÍTICA DEL ESTADO.....	66
--	----

5.3. LEY DEL MERCADO DE VALORES (LEY 1834 DEL 31 DE MARZO DE 1.998).....	68
--	----

5.4. DECRETO SUPREMO 25514 DEL 17 DE SEPTIEMBRE DE 1.999.....	69
---	----

5.5. EN RELACIÓN CON LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN, DESARROLLÓ AMPLIAMENTE LOS SIGUIENTES ACÁPITES.....	70
--	----

5.6. EN CUANTO HACE A LAS SOCIEDADES DE TITULARIZACIÓN, EL DECRETO SUPREMO 25514 REGULA.....	71
--	----

5.7. RESOLUCIÓN ADMINISTRATIVA SPVS-IV N°. 052 DEL 14 DE FEBRERO DE 2.000 (ANEXO 1 Y 2).....	72
--	----

5.8. REGLAMENTO DE NORMAS PRUDENCIALES DE TITULARIZACIÓN RESOLUCIÓN ADMINISTRATIVA SPVS-IV-N° 488 DE 10 DE SEPTIEMBRE DE 2004.....	72
--	----

5.9. REGLAMENTO DE DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS ESPECÍFICAS SOBRE TITULARIZACIÓN.....	74
--	----

5.10. LEY DE REACTIVACIÓN ECONÓMICA, LEY NO. 2064 DEL 3 DE ABRIL DE 2.000.....	74
5.11. RESOLUCIÓN SPVS IV N° 212 DEL 29 DE MAYO DE 2.000.....	75
5.12. NORMAS TRIBUTARIAS.....	75
5.13. LEGISLACION COMPARADA (COLOMBIA).....	77
5.13.1. REGULACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN.....	77
5.13.2. TIPOLOGÍA DE LA TITULARIZACIÓN.....	77
5.13.3 ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN.....	78
5.13.4. LOS VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN: SOCIEDADES, FONDOS Y FIDEICOMISOS.....	78
5.13.5. LOS GESTORES DE LOS VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN.....	78
5.13.6. EL ACTIVO DE LAS SOCIEDADES, FONDOS Y FIDEICOMISOS DE TITULARIZACIÓN (LOS CRÉDITOS CEDIDOS).....	79
5.13.7. LA CESIÓN DE LOS CRÉDITOS.....	79
5.13.8. LA VALIDEZ Y EFICACIA DE LAS CESIONES DE CRÉDITO A LOS VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN.....	79
5.13.9. TIPOS DE INVERSORES QUE ADQUIEREN LOS VALORES EMITIDOS.....	80
5.13.10. COLOCACIÓN DE LOS VALORES EMITIDOS: TIPOS DE EMISIONES.....	80
5.13.11. NEGOCIACIÓN DE LOS VALORES EMITIDOS.....	81

5.13.12. INSTRUMENTOS DE MEJORA CREDITICIA Y GARANTÍA DE LOS VALORES EMITIDOS.....	81
5.13.13. CALIFICACIÓN CREDITICIA DE LOS VALORES EMITIDOS.....	81

CAPITULO VI

UN NUEVO MECANISMO PARA LA PARTICIPACIÓN DE LA PYMES EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

6.1. EL MODELO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS QUE SE PROPONE.....	82
ESQUEMA DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE CREDITOS A PYMES.....	82
PRIMERA FASE.....	82
SEGUNDA FASE.....	83
TERCERA FASE.....	83
6.2. LA REGULACIÓN DEL MODELO.....	84
6.3. LA ESTRUCTURA DEL MODELO.....	85
6.3.1. EL VEHÍCULO: LA SOCIEDAD, EL PATRIMONIO AUTÓNOMO O FONDO DE INVERSIÓN.....	85
a) REGULATORIAS.....	86
b) FISCALES.....	87
c) COMERCIALES.....	87

6.4. LAS SOCIEDAD GESTORA O ADMINISTRADORA.....	87
6.5. LAS ENTIDADES DE CRÉDITO ACREEDORAS ORIGINARIAS.....	89
6.6 LAS PYMES DEUDORAS ORIGINARIAS.....	90
6.7. EL ESTADO COMO ENTE AVALADOR DE LOS VALORES EMITIDOS POR LOS PATRIMONIOS Y FONDOS.....	92
6.8. LOS INVERSORES QUE PUEDEN ADQUIRIR LOS VALORES DE TITULARIZACIÓN. EN PARTICULAR, LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES.....	93
6.9. LAS ENTIDADES CALIFICADORAS DE RIESGOS.....	94
6.10. EL FUNCIONAMIENTO DEL MODELO.....	94
6.10.1 LA PROGRAMACIÓN DEL MODELO A TRAVÉS DE CONVENIOS QUE REGULEN LAS RELACIONES DE LOS SUJETOS IMPLICADOS.....	94
6.11. FASES DEL MODELO.....	96
LA PRIMERA FASE: CONCESIÓN DE CRÉDITOS POR LAS ENTIDADES FINANCIERAS A LAS PYMES.....	96
LA SEGUNDA FASE: LA CESIÓN DE LOS CRÉDITOS POR LAS ENTIDADES FINANCIERAS ACREEDORAS A LOS VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN.....	97
LA TERCERA FASE: LA EMISIÓN DE LOS VALORES DE TITULARIZACIÓN POR EL VEHÍCULO DE TITULARIZACIÓN.....	99

CAPITULO VII

ANTEPROYECTO DEL REGLAMENTO PARA LA PARTICIPACIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS EN PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE CREDITOS A PYMES PARA VEHICULOS DE TITULARIZACION

7.1. REGLAMENTO PROPUESTO.....	101
8. CONCLUSIONES.....	110
9. RECOMENDACIONES.....	113
10. GLOSARIO Y DEFINICIÓN DE TERMINOS.....	114
11. BIBLIOGRAFÍA.....	116

DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

1. ENUNCIADO DEL TEMA DE TESIS

“LA TITULARIZACIÓN DE CRÉDITOS A PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES) EN BOLIVIA”

2. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

El acceso de las empresas al Mercado primario de Valores a través de una oferta pública está condicionado al cumplimiento de un conjunto de requisitos de solvencia, liquidez y transparencia. En particular, se suele exigir la aportación de una serie de documentos de carácter jurídico (tales como los estatutos sociales y el acuerdo societario), contable (cuentas auditadas de los últimos ejercicios), organizativo (estructura de personal, representantes, directivos etc.) y financiero (Calificación crediticia).

Además, el acceso a los mercados secundarios donde se negocian los valores emitidos (tales como las bolsas de valores y otros mercados) exige que las empresas emisoras de los valores tengan un capital mínimo y un número de socios que garantice un nivel mínimo de liquidez.

Pues bien, aquellos requisitos de transparencia presuponen una capacidad de generar información financiera y mantenerla actualizada y, por lo tanto, exigen medios materiales y humanos significativos que dificultan el acceso de la PYMES al mercado primario de valores. Además y en mayor medida, las PYMES chocan con barreras prácticamente insalvables para lograr que los valores que emiten accedan a los mercados secundarios bursátiles de negociación porque, además de exigir mayores exigencias informativas, no alcanzan los capitales y número de socios mínimos para garantizar liquidez.

En este último sentido, dado que es evidente que la capacidad de las empresas de financiarse a través del mercado de valores depende de su

capacidad efectiva de colocar entre los inversores los valores que emiten y dado que tal colocación depende no solo del riesgo y de la rentabilidad de aquellos valores sino también de su liquidez, existe un interés objetivo en conseguir que los valores emitidos por las PYMES puedan negociarse en mercados secundarios: Este problema ha pretendido resolverse con la creación de segmentos de mercado específicamente adaptados a este tipo de empresas, denominados en ocasiones “segundos mercados”, que reducen las exigencias de acceso. Estas iniciativas no han tenido un gran éxito, por lo general.

3. PROBLEMATIZACIÓN

En Bolivia para acceder al mercado de valores las empresas deben cumplir con requisitos establecidos por la normativa vigente. En primera instancia, las empresas deberán estar inscritas como emisor en el Registro del Mercado de Valores de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero. Además, deben presentar documentos legales y financieros y dar información sobre la emisión de forma específicamente adaptada al tipo de valor que se trate (bonos, pagares bursátiles, pagares en mesa de negociación).

Dicho proceso, se encuentra en la normativa vigente de manera general, sin embargo se puede constatar que no existe normativa conexa a la Ley del Mercado de Valores, que especifique la participación de las PYMES en procesos de titularización, por lo que estos vacíos jurídicos, hace limitante la participación de estos en este tipo de mecanismo y su participación en el Mercado de Valores.

4. DELIMITACIÓN DEL TEMA DE LA TESIS

4.1 DELIMITACIÓN TEMÁTICA

En el tejido empresarial, las PYMES tienen una importancia creciente tanto por su desarrollo cuantitativo como por sus efectos cualitativos desde el punto de vista de cohesión social, de creación de empleo, de flexibilidad exportadora, de capacidad de adaptación a los ciclos económicos, es por ello que el presente trabajo se desarrollara en el marco del Sistema Financiero Boliviano, en la cual podemos distinguir el Mercado Indirecto (Financiamiento a través del mercado bancario o financiamiento tradicional) y el Mercado Directo (Participación en el Mercado de Valores), siendo este ultimo Mercado en el cual se enfocara el presente trabajo.

4.2 DELIMITACIÓN TEMPORAL

Considerando la Ley del Mercado de Valores N° 1834, promulgada el 31 de marzo de 1998, mediante la cual se determina el objeto de regular y promover un Mercado de Valores organizado, integrado, eficaz y transparente.

Asimismo el Decreto Supremo N° 25514 de 17 de septiembre de 1999, se establecen los lineamientos de las normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y el proceso de Titularización.

Por lo que, se determina que la delimitación temporal contemplara las gestiones 2007 al 2012 inclusive, considerando que en el periodo mencionado, no ha existido una propuesta de una normativa o reglamentación respecto a los procesos de Titularización de Créditos de Pymes.

4.3 DELIMITACIÓN ESPACIAL

La presente investigación tendrá como sede la ciudad de La Paz – Bolivia, ciudad en la cual se encuentra geográficamente ubicada la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), Bolsa Boliviana de Valores S.A. y la mayor parte de los participantes del Mercado de Valores (Agencias de Bolsa, Sociedades de Titularización).

5. FUNDAMENTACIÓN E IMPORTANCIA DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN

El financiamiento empresarial actualmente es ventajoso para el caso de empresas grandes ya que, por el exceso de liquidez, estas empresas constantemente están siendo tentadas por la banca para ofrecerles créditos con mejores condiciones. Las PYMES también se han beneficiado en este aspecto desde el punto de vista de acceso al crédito pero sus condiciones financieras no son de las mejores, lo que les limita su capacidad de crecimiento ya que gran parte de sus utilidades son destinadas a pagar el costo financiero.

Es por ello que se plantea un nuevo mecanismo de financiamiento para las PYMES, plasmada en una normativa específica y clara, misma hará que la participación de las PYMES en el Mercado de Valores y en los procesos de titularización, sea más voluminosas, todo ello en lineamiento con la Constitución Política del Estado, norma suprema que establece que el Estado protegerá y fomentara las Micro y Pequeñas empresas (PYMES).

6. OBJETIVOS DEL TEMA DE LA TESIS

6.1. OBJETIVO GENERAL

El mecanismo de la Titularización que se propone, tiene como objetivo principal, facilitar la financiación de la PYMES permitiendo la movilización de los créditos concedidos por parte de los bancos, entidades de crédito y entidades financieras en general para que estas puedan reducir sus riesgos, sacándolos de balance, cuando ello resulte posible conforme a la normativa bancaria y realizar anticipadamente dichos créditos, cediéndolos a los vehículos de titularización y obteniendo nuevos recursos líquidos que le permitan continuar su ciclo productivo natural de realización de operaciones bancarias.

6.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- El mecanismo de Titularización adaptada a la financiación de la PYMES, hará que los bancos, las entidades de crédito y las entidades financieras que otorgan créditos a este tipo de empresas puedan cederlos a sociedades o fondos de titularización y conseguir así nuevos recursos que sean reinvertidos en dar nuevos créditos a otras PYMES.
- Facilitar a que este mecanismo de Titularización, contemple aval público a los valores que emitan las Sociedades de Titularización.
- La garantía pública de estos títulos valores facilitara la colección de los valores emitidos entre los inversores y dicha facilidad de colocación permitirá crear nuevos vehículos de Titularización, y

hará más fácil la concesión de dichos créditos en mejores condiciones.

- Indirectamente el modelo de titularización propuesto, se convierte en un incentivo para regularizar el estatuto jurídico de algunas Pymes aun no conocidas.

7 HIPÓTESIS DE TRABAJO

El establecimiento de un nuevo mecanismo de titularización plasmado en una normativa de titularización de Créditos a Pequeñas y Medianas empresas (Pymes) en Bolivia, permitirá una innovación financiera para la economía de dichas Pequeñas y Medianas empresas en Bolivia, por lo tanto impulsará al desarrollo cuantitativo como cualitativo desde el punto de vista de cohesión social y adaptación a los ciclos económicos del país.

7.1 VARIABLES

La presente investigación consta de tres (3) variables: Variable Independiente, Dependiente y Moderante.

7.1.1 VARIABLE INDEPENDIENTE

Sistema de Control Financiero Directo eficiente

7.1.2 VARIABLE DEPENDIENTE

Participación de la PYMES en el Mercado de Valores

7.1.3 VARIABLE MODERANTE

Pequeñas y Medianas Empresas de Bolivia (PYMES)

7.2 UNIDAD DE ANÁLISIS

La Titularización de los créditos a Pequeñas y Medianas Empresas de Bolivia, en el marco del Sistema Financiero Directo (Mercado de Valores)

7.3 NEXO LÓGICO

La Titularización corresponde a un mecanismo de financiamiento directo en el ámbito del Mercado de Valores, cuyas normas generales se encuentra establecida en los artículos 76 al 86 de la Ley del Mercado de Valores.

8. MÉTODOS Y TÉCNICAS A UTILIZARSE EN LA TESIS

Se utilizara el método deductivo directo de conclusión ya que se comenzara con el planteamiento del conjunto axiomático de partida que es la Titularización en Bolivia y se continuara con el proceso de análisis y síntesis de quienes son los agentes que participan en el proceso de titularización.

8.1 MÉTODOS

8.1.1 MÉTODO GENERAL

Método deductivo ya que el análisis contemplara todas las Titularizaciones realizadas en Bolivia

8.1.2 MÉTODO ESPECÍFICO

El Método específico se basara en el análisis y síntesis, ya que las Pymes serán los sujetos de estudios dentro los mecanismos de Titularización.

9. TÉCNICAS A UTILIZARSE EN LA TESIS

La técnica a utilizar será la Observación (Técnica cualitativa y cuantitativa), lo que implica que la fuente de información partirá de la revisión bibliográfica tales como libros, documentos académicos, actas, Informes, Prospectos de Emisión etc., misma documentación e información se encuentra disponible en las entidades de Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y las Sociedades de Titularización inscritas en el Registro del Mercado de Valores de la ASFI.

Adicionalmente, se utilizara la Técnica de Entrevista, a los principales ejecutivos de las entidades involucradas (Autoridad del Sistema Financiero ASFI, Bolsa Boliviana de Valores, BDP Sociedad de Titularización, Agencias de Bolsas)

**DESARROLLO
DEL DISEÑO DE
PRUEBA**

INTRODUCCIÓN

La Financiación de las Pequeñas y Medianas Empresas en Bolivia

El financiamiento empresarial actualmente es ventajoso para el caso de empresas grandes ya que, por el exceso de liquidez, estas empresas constantemente están siendo tentadas por la banca para ofrecerles créditos con mejores condiciones. Las PYMES también se han beneficiado en este aspecto desde el punto de vista de acceso al crédito, pero sus condiciones financieras no son de las mejores lo que limitan su capacidad de crecimiento ya que gran parte de sus utilidades son destinadas a pagar el costo financiero.

En efecto, desde el punto de vista cuantitativo, los obstáculos surgen de la falta de una masa crítica mínima de emisiones que impide la negociación efectiva y la consiguiente liquidez de los valores emitidos por las Pymes, así como la eficiencia de los costos fijos de acceso al mercado de valores, surgen en ocasiones de su propia vestidura jurídica que impide la negociación de sus títulos representativos de su capital social, así por ejemplo podemos citar con los participantes de las sociedades de responsabilidad limitada SRL.

Por tanto de la financiación bancaria de la Pymes, estas se ven sometidas con frecuencia a condiciones gravosas en las operaciones bancarias activas de préstamo o crédito que celebran con los bancos y entidades financieras no bancarias, dichas condiciones gravosas responden a una regla de proporcionalidad inversa que suele cumplirse en los mercados financieros, por lo que a menor volumen de recursos propios de la empresa prestataria, mayores tipos de intereses y peores condiciones suelen establecerse en las operaciones.

En consecuencia, se tiene que en el presente trabajo de investigación se propone el mecanismo de TITULARIZACION INDIRECTA, siendo que los créditos bancarios que determinadas entidades financieras tienen frente a las Pymes, actuarían como originarios o cedentes de los créditos a las sociedades de titularización para la creación de Patrimonios Autónomos, siendo que este procedimiento tendrá un efecto colateral beneficioso para la financiación de este tipo de empresas, porque en la medida en que los bancos puedan ceder en buenas condiciones financieras los créditos que derivan de las operaciones bancarias activas con las Pymes y revertir liquidez obtenida en nuevas operaciones de concesión de préstamos y créditos a Pymes de las que obtendrán nuevos intereses de intermediación, habrá más fondos disponibles para financiar los proyectos de las Pymes y en mejores condiciones financieras.

Por tanto en el presente trabajo de investigación y en el capítulo respectivo referente al Marco Práctico (Demostración de la Hipótesis), se propondrá de manera técnica el mecanismo propuesto del modelo de titularización, sustentado legalmente por un Reglamento específico, que hará viable dicha propuesta.

CAPITULO I

EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES EN BOLIVIA

1.1. ANTECEDENTES

La actividad bursátil fue iniciada por griegos, cartaginenses y fenicios, durante reuniones en la plaza de Corinto, con los comerciantes de Atenas. Por otra parte, en el siglo XIII, una familia noble de la ciudad de Brujas (Bélgica), organizaba reuniones comerciales, a la cabeza de Van Der Buerse, cuyo escudo de armas estaba representado por tres bolsas de plata, que eran los monederos de esa época. Con el tiempo, gracias al volumen de las negociaciones y la importancia de la familia, esta actividad derivó en el denominativo de "bolsa", por el apellido Buerse.

Sin embargo, la primera bolsa moderna del mundo nació en 1460, en Amberes, donde se reunían mercaderes de diversas nacionalidades para transar objetos de valor.

El transcurso del siglo XIX es el escenario de grandes avances en el mundo, especialmente en el campo de las comunicaciones, que como veremos, juegan un papel importante en el nacimiento de las bolsas de comercio. La navegación a vapor creció notablemente, relegando así a la navegación comercial a vela; al mismo tiempo, se utilizaba cada vez más el tren, pero fue otra innovación la que más impacto tuvo en el comercio mundial: el telégrafo eléctrico, desarrollado en los años treinta.

Para finales de los años sesenta todo el continente europeo se comunicaba telegráficamente, aunque el hecho más significativo en este campo fue la instalación del cable submarino, que conectó Europa con otros continentes.

Uno de los efectos más importantes del telégrafo fue la potenciación del mercado mundial, pues conectó a países e intervino en sus términos de negociación.

El capital superó fronteras y produjo un mayor intercambio comercial, lo que forzó el desarrollo de las bolsas de comercio para negociar acciones de capital y bonos de deuda.

En 1570 se fundó la Bolsa de Londres, siendo -para fines del siglo XVIII- el principal mercado de capitales del mundo. En 1802 se especulaba con acciones de algunas compañías mineras e industriales, que funcionaban como sociedades cuyo capital estaba repartido en estos instrumentos.

En Francia, un grupo de comerciantes fundó la Bolsa de París, que se ubicó en poco tiempo a la saga de Londres. Allí se cotizaban obligaciones de gobiernos extranjeros.

Fueron las Bolsas de París, Nueva York, Londres y Madrid, las que mayor impulso tuvieron a raíz del incremento de oro en el mundo, pero sobre todo del desarrollo de la utilización del crédito y los cheques bancarios, por su papel clave en la negociación de las acciones industriales y de transporte.

En 1817, en un local ubicado en el N°40 de la calle Wall (Wall Street), comenzó a funcionar oficialmente la Bolsa de Nueva York o New York Stock Exchange, una de las principales del mundo actual. Se constituyó con 1.375 miembros y un número limitado de puestos. Formalmente su nombre inicial fue New York and Exchange Board (NYS & EB). Sin embargo, se debe aclarar que su creación se remonta a 1792, cuando un grupo de empresarios suscribió un acuerdo de comercialización de valores conocido como el "Buttonwood Agreement". Debido a la economía colonial, Latinoamérica comenzó con retraso la creación de sus bolsas. Brasil, Perú y Venezuela, por ejemplo, tienen Bolsas con más de 100

años, en tanto que México y Chile organizaron sus bolsas a fines del siglo XIX.¹

País	Bolsa	Fecha de Fundación
Inglaterra	Bolsa de Valores de Londres	1570
Estados Unidos	Bolsa de Valores de Nueva York	1792
Francia	Bolsa de Valores de París	1794
Venezuela	Bolsa de Valores de Caracas	1840
	Comenzó a funcionar	1947
Perú	Bolsa de Valores de Lima	1860
	Comenzó a funcionar	1971
México	Bolsa Mexicana de Valores	1886
	Comenzó a funcionar	1908
Brasil	Bolsa de Valores de Sao Paulo	1890
Chile	Bolsa de Comercio de Santiago	1893
Colombia	Bolsa de Bogotá	1928
Bolivia	Bolsa Boliviana de Valores S.A.	1979
	Comenzó a funcionar	1989

1.2. LA BOLSA EN BOLIVIA 1976 - 1990

La puesta en marcha de la bolsa, el 20 de octubre de 1989, significó la culminación de muchos esfuerzos y el resultado de la visión y el empuje

¹ Fuente: Bolsa Boliviana de Valores S.A.

de numerosas personas que en forma desinteresada perseveraron durante más de catorce años hasta culminar su objetivo con éxito. Estos son los principales acontecimientos y acciones del período formativo.

1.3. FUNDACIÓN DE LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES

Entre 1976 y 1977 se iniciaron las primeras acciones para la fundación de una bolsa de valores, por parte de Ernesto Wende, Oscar Parada, Gastón Guillén, Gastón Mujía, José Crespo y Luis Ergueta y Chirveches. En 1979, Marcelo Pérez Monasterios, en calidad de presidente de la Confederación de Empresarios Privados de Bolivia (CEPB), convocó a una reunión para designar una comisión encargada de efectuar las acciones para lograr la fundación de la bolsa. Esta gestión culminó en la misma CEPB, el 19 de abril de 1979 cuando se fundó la Bolsa Boliviana de Valores como una sociedad anónima sin fines de lucro. La bolsa se constituyó con 71 socios, con un capital suscrito de \$b. 1.420.000,00, limitándose la participación accionaria a la posesión de una sola acción por socio.

La primera Junta General de Accionistas celebrada el mismo día de la fundación aprobó el Proyecto de Estatutos, procediendo asimismo a la designación de su primer directorio. Este cuerpo directivo tuvo la responsabilidad de llevar adelante los trámites necesarios para obtener la aprobación de los Estatutos por la Comisión Nacional de Valores y la personería jurídica de la sociedad, de conformidad a las disposiciones del Código de Comercio.

1.4. LEY ORGÁNICA DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

A mediados del año 1979, se obtuvo la asistencia técnica de la Bolsa de Bogotá, que financió el viaje a La Paz de su Secretario General, Dr. Luis Carlos, Rodríguez Herrera. El Dr. Rodríguez colaboró en el ajuste de las normas de organización y administrativas y de los aspectos operacionales de la bolsa en formación. En igual forma prestó su asistencia profesional a la Comisión Técnica constituida por el Ministerio de Finanzas y conformada por Víctor Romero y Rosendo Soruco, con el objeto de elaborar el proyecto de Ley Orgánica para la creación de la Comisión Nacional de Valores.

La Comisión Nacional de Valores, como organismo encargado de regular, supervisar y fiscalizar el Mercado de Valores, la Bolsa de Valores y los intermediarios de oferta pública de valores, fue creada por Decreto Ley 16995 de 2 de agosto de 1979, durante el desempeño como Ministro de Finanzas el Cnl. Javier Alcoreza Melgarejo, empero, el Directorio de la Comisión sólo pudo ser integrado en 1982, cuando se nombró como Presidente al Lic. Manuel Arana.

1.5. COLABORACIÓN INTERNACIONAL

Fue igualmente valiosa la colaboración recibida del Instituto Interamericano de Mercado de Capitales, con sede en Caracas. Dicho organismo financió la capacitación técnica de varios funcionarios, tanto de la bolsa como de la Comisión Nacional de Valores. En igual forma este instituto envió a Bolivia varias misiones de técnicos que programaron las acciones necesarias para poner en marcha una bolsa de valores. Esta colaboración fue realizada con el apoyo del Gerente del Instituto, Sr. José

París que se propuso conseguir el establecimiento de un mecanismo bursátil.

Luego de una gestión que se prolongó por el período que comprende los años 1986-89, ante organismos internacionales y el mencionado instituto, se obtuvo asistencia técnica para la capacitación gerencial de personeros tanto de la bolsa como de la Comisión Nacional de Valores.

Por otra parte, el Sr. Martonell, Presidente de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, se constituyó en La Paz en 1979 para asesorar al grupo organizador de la bolsa, en la revisión del Proyecto de Reglamento.

1.6. APROBACIÓN DE LOS ESTATUTOS Y REGLAMENTO DE LA BOLSA

El Directorio de la Comisión Nacional de Valores, mediante Resolución N° 001/82, aprobó los Estatutos de la bolsa en sus ocho títulos y setenta y siete artículos. En tanto que la Dirección General del Registro de Comercio y Turismo autorizó, por Resolución Administrativa, a la firma "Bolsa Boliviana de Valores S.A.", correspondiendo a la sociedad la Matrícula No. 7-9476-1. Asimismo, la Comisión Nacional de Valores, por Resolución N° 02/87 del 31 de marzo de 1987, aprobó el Reglamento de la Bolsa en sus veintidós capítulos y ciento treinta y un artículos.

1.7. FUNCIONAMIENTO DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

Desde sus inicios, la Comisión Nacional de Valores careció de un adecuado apoyo estatal para desarrollar un mercado de valores en el país. A principios de 1983, por renuncia del Lic. Manuel Arana, se produjo la

acefalía de la Presidencia de la Comisión Nacional de Valores S.A., situación que se prolongó hasta el 17 de julio de 1984. En esa fecha el gobierno nombró al Lic. Percy Jiménez Cabrera. Sin embargo, este cuerpo directivo no fue constituido hasta 1985, determinando la paralización de las actividades de la Comisión durante más de dos años, con grave perjuicio para la tramitación de la autorización de funcionamiento de la bolsa.

El nuevo Directorio de la Comisión tampoco recibió el apoyo necesario del gobierno para su normal funcionamiento, sin embargo, su Presidente continuó ejerciendo sus funciones en su oficina particular como un aporte voluntario de su trabajo.

1.7.1. PERIODO 1983 - 1985

Durante el período 1983-1985, el Directorio tuvo que encarar la profunda crisis integral que afectó a la vida nacional como consecuencia de la desdolarización de la economía y de las sucesivas devaluaciones de nuestro signo monetario, con el consiguiente proceso inflacionario cuyas proporciones cada vez más crecientes determinaron una hiperinflación con una pérdida del valor el peso boliviano en diez mil veces. Por otra parte, la mentalidad claramente estatista, proclive a la intervención, que primó durante el Gobierno en ejercicio, restó posibilidades a la creación de un Mercado de Valores con la consiguiente postergación de la posibilidad de dar comienzo a las operaciones de la bolsa.

1.7.2. ASISTENCIA TÉCNICA

En marzo de 1989 se logró la suscripción de una Carta de Entendimiento acordada entre los gobiernos de Bolivia y de los Estados Unidos de América, referida al Proyecto de Fortalecimiento de los Mercados Financieros. En respuesta a la solicitud de asistencia técnica y financiera

presentada por la bolsa, se asignó a nuestra institución un monto de US\$ 601.500. Ello a su vez determinó un aporte de capital social a la bolsa por US\$ 392.000 como mínimo en calidad de contraparte de dicha asistencia, con destino a los gastos de operación de los tres primeros años de funcionamiento de la bolsa y a la adquisición de equipos, muebles y sus respectivos costos de instalación. A estos recursos se añadieron US\$ 150.000.00 como apoyo financiero del gobierno de Bolivia a la bolsa.

La Misión de USAID en Bolivia, en cumplimiento de la Carta de Entendimiento citada, contrató los servicios de consultoría de la firma Nathan & Associates, Inc. , para asesorar a la bolsa en su organización operativa y puesta en marcha. Este asesoramiento continuaría en vigencia hasta septiembre de 1992.

En la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Bolsa celebrada el 13 de abril de 1989, se aprobó por unanimidad el aumento de capital autorizado a Bs 2.080.000 y capital suscrito a Bs 1.040.000. Este último equivalente a US\$ 400.000, mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias y nominativas que correspondieron a la Serie "B". Éstas podían ser suscritas y pagadas por los socios fundadores y/o por cualquier otra persona natural o jurídica que tenga interés en su adquisición. A las acciones de los fundadores se las denominaría de la serie "A". Asimismo, en la citada Junta General Extraordinaria se resolvió que las acciones de la Serie "A" sean reselladas al valor nominal de Bs 2.600.

1.7.3. AUTORIZACIÓN PARA FUNCIONAMIENTO DE LA BOLSA

La Comisión Nacional de Valores, mediante Resolución de Directorio N° 002/89 de 17 de octubre de 1989, autorizó a la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (B.B.V.), el inicio de sus actividades bursátiles a partir del 20 de octubre de 1989. En dicha Resolución se establece que nuestra institución

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

1.7.4 INICIO DE OPERACIONES DE LA BOLSA

El 20 de octubre de 1989 marca el comienzo del funcionamiento de la bolsa y termina el período de promoción y organización que fue largo y difícil. Sin embargo, fue el 16 de noviembre que se realizó la primera transacción en rueda, consistente en operaciones de compraventa de Certificados de Depósito Negociables del Banco Central de Bolivia (CEDES). Los agentes de bolsa que participaron aquella vez fueron ASERFIN, Banco Santa Cruz y Citibank. Todos los títulos fueron vendidos por el Banco Central de Bolivia, que en aquel entonces operaba directamente en rueda, exento de contratar intermediarios.

Los primeros operadores de rueda que intervinieron en estas operaciones fueron Javier Aneiva (BCB), Norma Lía Guerra de Galdo (ASERFIN), Marianela Zeballos (Banco Santa Cruz) y Lucas Lozada (Citibank).².

² Fuente Pagina Bolsa Boliviana de Valores

CAPITULO II

EL SISTEMA FINANCIERO Y LAS PYMES

2.1. SISTEMA FINANCIERO

El Sistema Financiero es el medio en el cual se realizan los movimientos de recursos financieros entre aquellos agentes económicos deficitarios y superavitarios en sus ahorros. Estos movimientos de recursos se efectúan a través de un conjunto orgánico de instituciones que generen, administran y canalizan los recursos del ahorro a la inversión.

Esta movilización de recursos se realiza a través del Sistema Financiero indirecto o de Intermediación Financiera y/o del Sistema Financiero directo o de Mercado de Valores.

En el Sistema Financiero indirecto, o de intermediación Financiera Intermediación Financiera, los recursos se canalizan a través de instituciones financieras bancarias y no bancarias, tales como bancos, comerciales, empresas de seguros, empresas de reaseguros, mutuales de ahorro y préstamo para vivienda, cooperativas de ahorro y crédito, financieras y otras, caracterizadas por captar el ahorro, asumir el riesgo de la rentabilidad pactada con el cliente y canalizar tales fondos de acuerdo a sus prioridades, sin ninguna participación del ahorrista.

El Sistema Financiero directo o Mercado de Valores, canaliza los recursos superavitarios hacia los deficitarios a través de la emisión de valores, recurriendo a los intermediarios con que cuenta este sistema tales como las Bolsas, los Agentes de Bolsa, las Cajas de Valores, los Fondos Mutuos y otras entidades, estableciéndose una relación directa entre el agente

superavitario y el deficitario, a través de la decisión del primero de donde colocar sus recursos.³

2.2. MERCADO DE VALORES

El Mercado de Valores es parte de los mercados financieros, los que a su vez integran el Sistema Financiero. Como tal, en este mercado se intermedian recursos para financiar a quienes lo requieran, ofreciendo ventajas con relación a otras alternativas de financiamiento. En esta lógica se cumplen funciones tales como:

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

2.3. LA TITULARIZACIÓN

La Titularización es un forma de financiamiento estructurado que consiste en tomar activos generados de flujos de efectivo o los flujos de efectivo a ser producidos en el futuro, para constituir un Patrimonio Autónomo, separado e independiente de la entidad que ha cedido dichos activos o flujos futuros, cuyo propósito exclusivo es el de emitir y respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores de titularización 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

³ Fuente: ASOBAN (Asociación Boliviana de Bancos)

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 generalmente menores a los ofrecidos por otros instrumentos disponibles en el Mercado de Valores.

Para el caso Boliviano, la Ley del Mercado de Valores en su artículo 76 nos indica que la titularización “consiste en constituir patrimonios autónomos bajo la administración de sociedades de titularización con activos y bienes, presentes o futuros, destinados a garantizar y pagar valores emitidos a favor de inversionistas independientes del patrimonio del cedente...” El cedente, dentro de un proceso de titularización se denomina como “Originador” y el “Emisor” a través de una Sociedad de Titularización es un Patrimonio Autónomo, constituido con los activos o flujos futuros cedidos por el Originador para el propósito de que a cargo de este Patrimonio Autónomo, se emitan valores.⁴

2.4. LAS PYMES

El término de pequeña y mediana empresa (PYME) ha adquirido un significado diferente. Sin embargo, aún no existe una definición general al respecto. La mayoría de las veces, estas empresas son clasificadas de acuerdo a sus ingresos y monto de facturación anual. También se toman en cuenta otros factores como el tamaño, volumen de negocios, número de empleados y Balance General.

En el caso de Bolivia el criterio utilizado para clasificar a las Unidades económicas es el número de trabajadores, aunque existen instituciones que utilizan otros criterios, como el capital de operaciones con que cuenta,

⁴ Fuente: BDP Sociedad de Titularización - Ley del Mercado de Valores

el tiempo que tiene en la actividad, y también que las PYMES tienen trabajadores asalariados y estos son generalmente ocupados por familiares.

Es así que la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, actual Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) a través del Reglamento del Registro del Mercado de Valores aprobado mediante Resolución Administrativa SPVS/IV/No756 del 16 de septiembre de 2005 y modificada mediante Resolución Administrativa SPVS/IV/No474 del 29 de mayo de 2008, en su artículo 27 atribuye a las Bolsa de Valores la disposición en su normativa interna de una “Metodología de Estratificación de PyMEs” (Ver Anexo 1).

2.5. LA SITUACION DE LAS PYMES EN BOLIVIA

El número de empresas creadas en el país se han incrementado, los datos revelan que hasta junio de 2012, existen 61.276 empresas en la base industrial representado un crecimiento del 19,2% comparado con el mismo período del 2011 cuando existían 51.422 empresas.

Según la Cámara Nacional de Comercio, la mayoría de los casos se trata de empresas unipersonales o pequeñas empresas, no así las sociedades anónimas (S.A.), o grandes empresas que aumentan la productividad en el país, por el desarrollo industrial y la generación de empleos.

Esto se debe a la falta de capitales extranjeros, así como a la incertidumbre e inseguridad jurídica que ahuyentan las inversiones.

Más que la seguridad jurídica la incertidumbre que existe para generar inversiones en el país. Es evidente que el registro del comercio ha crecido el 19% con un mayor número de empresas, que ha roto la barrera de las 60 mil empresas a nivel nacional.

La toma de las minas de Mallku Khota, así como la nacionalización de la mina de Colquiri, además de la salida de la Jindal y el fracaso de las negociaciones para recuperar la aerolínea AeroSur, se constituyen según los empresarios, en factores que ahuyentan las inversiones extranjeras.

No se está atrayendo a las grandes empresas, si se está atrayendo las inversiones, es más en algunos casos se está generando desinversión en el país.

Según datos de Fundempresa durante el 2011 la base empresarial en el ámbito nacional alcanzó 51.708 empresas, sólo 1.441 firmas son sociedades anónimas, lo que representa el 3%.

Del total de la base empresarial de Bolivia a diciembre de 2011, la mayor cantidad son firmas unipersonales, con 35.922 (69,4%), le siguen las Sociedades de Responsabilidad Limitada (SRL), con 14.158 (27,4%). El resto de sociedades llega a 187 (0,36%).⁵

2.6. LA PYMES COMO EMISORES DE VALORES EN MESA DE NEGOCIACIÓN

2.6.1. MESA DE NEGOCIACIÓN PYMES

La Mesa de Negociación es un mecanismo centralizado administrado por la BBV, que tiene como objeto fundamental el desarrollo de un mercado de valores organizado.

Este mecanismo se ha consolidado para el financiamiento de empresas catalogadas como pequeñas o medianas.

⁵ Fuente: Cámara Nacional de Comercio

Actualmente las PyMEs pueden emitir a través de este mecanismo pagarés.

Los emisores para transar pagarés en la Mesa de Negociación deben tener en cuenta lo siguiente:

- Cumplir con la definición de Pequeña y/o Mediana Empresa (PyME) de acuerdo a la “Metodología de Estratificación PyME para el Mercado de Valores”.
- Tener autorizado un margen de endeudamiento que podrá ser hasta cuatro veces el EBITDA de la empresa (Resultado Operativo más Depreciación y Amortización).
- Cumplir con una obligación financiera consistente en mantener en por lo menos 1,2 veces el coeficiente de su EBITDA dividido entre sus Gastos Financieros.

2.6.2. VENTAJAS PARA LAS PYMES

- El financiamiento a través de la bolsa es generalmente más barato y bajo condiciones más favorables que el ofrecido por las fuentes tradicionales, debido a que se obtiene directamente de los inversionistas.
- Las emisiones de pagarés en Mesa de Negociación se realizan en el marco de un Margen de Endeudamiento. De esta manera, la empresa cuenta con un financiamiento similar al concedido a través de una línea de crédito bancaria.
- Usualmente es suficiente el respaldo de las emisiones con garantías quirografarias. A sola firma.

- Las empresas pueden diseñar las condiciones del financiamiento de acuerdo a sus necesidades específicas: monto, plazo, tasa de interés, garantías, etc.
- Acceso a montos importantes de financiamiento, entre otras razones, debido la demanda potencial de inversionistas institucionales.
- Las PyMEs proyectan una imagen corporativa de transparencia hacia sus diferentes grupos de interés (socios comerciales, proveedores, clientes, otros acreedores, competencia, etc.)
- La bolsa ofrece liquidez a los valores emitidos ya que sus inversionistas los pueden comprar y/o vender cuando ellos lo deseen.

2.6.3 INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO PARA LA PYMES

Técnicamente una PyME puede emitir cualquier tipo de valor dentro el Mercado de Valores boliviano, ya sean estos bonos, pagarés o acciones. ***Sin embargo, a través de la Mesa de Negociación PyME la normativa vigente solo permite la negociación de pagarés.***

2.6.3.1 PAGARÉS

Los pagarés son un típico valor de contenido crediticio o de deuda. Representan una parte proporcional del préstamo colectivo de una empresa o entidad emisora.

Los inversionistas que compran los pagarés se convierten en acreedores de la empresa o entidad emisora que prestan efectivo a cambio de una tasa de interés, consiguientemente, la empresa se compromete a devolverles el dinero adeudado en el plazo y con el interés pactado.

Según la normativa vigente pueden ser solamente de corto (plazo menor a 270 días).

El capital de las obligaciones se devuelve generalmente al vencimiento junto con el interés, que puede ser de tasa fija o variable. Llegado el vencimiento de la obligación, la empresa cumple sus compromisos y el inversionista o tenedor del bono deja de ser su acreedor.

2.6.3.2. PAGO DE CAPITAL E INTERESES

Al ser de corto plazo, el capital de las obligaciones se devuelve generalmente al vencimiento. Por su parte, el pago de intereses también se realiza al final del periodo de vigencia de pagaré, por esa razón también pueden ser emitidos a descuento.

2.6.3.3. GARANTÍAS

Generalmente las emisiones de pagarés están respaldadas por garantías quirografarias, que quiere decir que no requieren de la inmovilización de ningún tipo de activo o inmueble como colateral, siendo este tipo de garantía a sola firma respaldada por todos los bienes actuales y futuros de la sociedad emisora (hasta el monto de la emisión) que no hayan sido utilizados para garantizar otras obligaciones anteriores a la emisión de pagarés. No obstante, existe también la posibilidad de otorgar garantías hipotecarias o prendarias o ser avalados por terceros, de modo de hacer a los pagarés más atractivos para los inversionistas potenciales.

2.6.3.4. FOLLETO DE EMISIÓN

Es un documento puesto a disposición de los potenciales inversionistas en el que se detalla toda la información relativa a los principales aspectos legales, administrativos, económicos y financieros de la empresa emisora, sus proyecciones, la oferta de los pagarés y sus características, el destino de los fondos y otra información relevante para el efecto.

Dentro del detalle sobre la emisión en particular, el folleto debe informar todas las características del pagaré como la forma de pago de los intereses, plazos, moneda de emisión y calificaciones de riesgo (si corresponde).

2.6.3.5. MARGEN DE ENDEUDAMIENTO

Las emisiones de pagarés en Mesa de Negociación se realizan en el marco de un Margen de Endeudamiento, y de esa manera contar con un financiamiento similar al concedido a través de una línea de crédito bancaria.

Mediante el Margen de Endeudamiento, la empresa tiene habilitado un monto global de financiamiento que podrá obtener en varias etapas a través de emisiones múltiples de pagarés.

A diferencia de los pagarés bursátiles, los pagarés no necesariamente deben ser seriados o provenir de una emisión específica, lo que le da a este mecanismo mucha flexibilidad no solo en los tiempos de emisión sino también en los montos.

De esta manera las emisiones podrán ser efectuadas en función a las necesidades de la PyME. A los fines del cálculo del monto máximo en circulación, solo se computará el valor nominal de los pagarés colocados que se encuentren vigentes.

Para cada emisión comprendida en el Margen de Endeudamiento ya no será necesaria la presentación de un folleto de emisión adicional siendo suficiente la inscripción del pagaré en la BBV.

El margen de endeudamiento de la PyME podrá ser de hasta cuatro veces su EBITDA (Resultado Operativo más Depreciación y Amortización).

2.6.3.6. CALIFICACIÓN DE RIESGO

La capacidad del emisor de cumplir con los pagos de los intereses y la amortización de la deuda se puede evaluar mediante las notas que asignan entidades calificadoras de riesgo a las emisiones de bonos de las empresas.

Las entidades calificadoras de riesgo son entidades especializadas en otorgar una opinión independiente, objetiva y técnicamente fundamentada respecto a la posibilidad y riesgo relativo de la capacidad e intención de la empresa emisora de cumplir con las obligaciones asumidas en tiempo y forma, es decir, cancelarlos oportunamente en las mismas condiciones pactadas (plazos, tasa de interés, resguardos, etc.). Cabe señalar que tal opinión se concibe sobre la calidad crediticia de la deuda de un emisor, mas no de la empresa.

De conformidad a lo establecido en la normativa vigente, las emisiones de pagarés en la Mesa de Negociación, no necesariamente deben contar con calificación de riesgo.

CAPITULO III

LA TITULARIZACIÓN COMO UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO

3.1. EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

3.1.1. LA CESIÓN IRREVOCABLE Y EL ACTO UNILATERAL

La Cesión Irrevocable de los activos o flujos futuros a ser titularizadas implica la transferencia absoluta y solemne de dominio y propiedad sobre los mismos, incluyendo todas sus garantías y accesorios. Esta Cesión se formaliza mediante un Contrato de Cesión o un Acto Unilateral irrevocable. El Acto Unilateral es cuando la Sociedad de Titularización adquiere activos de una entidad y los titulariza de manera independiente del que le haya transferido esos activos.

La Irrevocabilidad de estas transferencias, es una característica esencial de los procesos de titularización y significa que una vez realizada la cesión, esta no puede ser objeto de revertirse por ninguna causa. De esta manera queda garantizada la existencia del Patrimonio Autónomo dentro de los plazos de existencia convenidos y los derechos de los inversionistas estarán a salvo de acciones rescisorias, actos de nulidad y excepciones que puedan formularse posteriormente a la realización de la cesión irrevocable.

3.1.2. MECANISMOS DE COBERTURA

Son aquellos establecidos por normas y respaldan a los inversionistas ante cualquier riesgo que puedan afectar a los activos o bienes que constituyen el Patrimonio Autónomo dentro de un proceso de Titularización. Un proceso de titularización puede estructurarse incorporando uno o varios mecanismos de cobertura, sean internos o externos o una combinación de estos.

3.1.3. MECANISMOS INTERNOS DE COBERTURA

Estos forman parte de la estructuración misma del proceso de titularización. Así por ejemplo podemos mencionar:

3.1.4. SUBORDINACIÓN DE LA EMISIÓN

El originador o una tercera entidad suscriben una porción de los valores emitidos, a la que la imputaran siniestros o faltantes.

3.1.5. SOBRECOTERIZACION

Se da cuando el valor del Patrimonio Autónomo excede el monto de la emisión.

3.1.6. EXCESO DE FLUJO DE CAJA

Consiste en crear una reserva con el excedente generado por flujos de caja de los activos o bienes y el rendimiento pagado al inversionista.

3.1.7. SUSTITUCIÓN DE CARTERA

El Originador o la Sociedad de Titularización, en caso de ser la que transfiera la cartera, se obligan a sustituir los créditos que durante el proceso de Titularización varíen de categoría.

3.1.8. FONDO DE LIQUIDEZ

Consiste en destinar sumas de dinero para que el Patrimonio Autónomo atienda necesidades eventuales de liquidez.

3.1.9. MECANISMOS EXTERNO DE COBERTURA

Estos requieren de la participación de un agente externo en el proceso de titularización como ejemplos principales se tiene:

3.1.10. AVALES O GARANTÍAS CONFERIDOS POR INSTITUCIONES FINANCIERAS Y ASEGURADORAS

Se permite únicamente si estos avales y garantías son otorgados al Patrimonio Autónomo por entidades no vinculadas con el Originador o la Sociedad Titularizadora si es esta la que cede los activos o flujos futuros a titularizarse.

3.1.11. SEGUROS DE CRÉDITO

Es cuando un asegurador se obliga a pagar al acreedor una indemnización por las pérdidas netas que sufra como consecuencia de la insolvencia de sus deudores.

3.1.12. MECANISMOS DE SEGURIDAD ADICIONALES

Las normativas de titularización generalmente enumeran de manera puntual los mecanismo internos y externos que puedan utilizarse en los procesos de titularización, sin embargo la experiencia ha demostrado que pueden existir mecanismos de seguridad adicionales que puedan utilizarse, por ejemplo se pueden crear fondos de recaudación de flujos administrados por terceros.

En otras palabras los mecanismos de seguridad utilizados dentro de los procesos de titularización no están limitados únicamente a los mecanismos internos y externos de cobertura establecidos en la normativa actual de titularización.

3.1.13. 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

3.1.14. TIPOS DE VALORES DE TITULARIZACIÓN

Los procesos de titularización pueden emitir los siguientes tipos de valores:

VALORES DE PARTICIPACIÓN

Representan derechos de participación sobre el Patrimonio Autónomo. El valor de representación no tiene rendimiento fijo y depende de las utilidades o pérdidas que genere el Patrimonio Autónomo, El comprador de uno de estos valores está en una posición similar al de un accionista de una empresa.

VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO

Estos Valores son de renta fija e incorporan el derecho de percibir el pago de capital y de los rendimientos financieros, en los términos y condiciones señalados en los mismos.

VALORES MIXTOS

Resultan de la combinación de las características de los valores de participación y de contenido crediticio, en las condiciones establecidas en los mismos. Estos son muy utilizados en la titularización de proyectos de construcción, donde los valores pueden ser de participación durante el

periodo de construcción y de contenido crediticio una vez que la construcción a terminado y es usufructuada.

Se debe notar que los valores de titularización pueden emitirse en diversas clases de valores sobre un mismo Patrimonio Autónomo, distinguiéndolos por series que darán lugar a distintos derechos. Por ejemplo pueden haber series subordinadas que absorban riesgos de mora e incobrabilidad y otras el riesgo de prepago o devaluación.

CAPITULO IV

CIFRAS DEL MERCADO DE VALORES DE BOLIVIA

4.1. ESTADISTICAS DEL MERCADO DE VALORES

4.1.1. CONTROL DE EMISORES

A) ACCIONES

Al 30 de junio de 2012, el valor de las acciones inscritas en el Registro del Mercado de Valores (RMV) alcanzó a 12,086,246,003 millones de bolivianos y corresponde a 333,426,183 acciones. La diferencia respecto a marzo 2012 por 2,889,500 millones de bolivianos se debe a la salida voluntaria del Registro del Mercado de Valores (RMV) de ASFI de la empresa Carlson Dividend Facility S.A.

B) EMISIÓN DE BONOS EN MONEDA NACIONAL

La emisión de bonos vigentes en moneda nacional, efectuada por entidades de intermediación financiera y entidades privadas al 30 de junio de 2012, alcanzó a una cifra total de 2,924.3 millones de bolivianos.

EMISIONES VIGENTES BONOS MONEDA NACIONAL Al 30 de junio de 2011 (En millones de bolivianos)	
	Monto Autorizado de la Emisión
Bonos corrientes - Entidades Bancarias y Financieras	1,109.4
Bonos corrientes - Entidades Privadas * Incluye la serie c de los Bonos Cobee III-Emisión 1	1,814.8
TOTAL	2,924.3

Fuente: Boletín Estadístico de ASFI

Del total de emisiones vigentes antes mencionado, durante el segundo trimestre de la gestión 2012, se aprobaron cuatro emisiones de bonos en moneda nacional, por 1,504.9 millones de bolivianos, correspondientes a tres entidades privadas y una entidad de intermediación financiera.

C) EMISIÓN DE BONOS EN MONEDA EXTRANJERA

La emisión de bonos vigentes en moneda extranjera, efectuada por entidades bancarias, financieras y entidades privadas al 30 de junio de 2012, alcanzó una cifra total de 399.1 millones de bolivianos.

EMISIONES VIGENTES BONOS MONEDA EXTRANJERA Al 30 de junio de 2012 (En millones de dólares estadounidenses)	
	Monto Autorizado de la Emisión
Bonos corrientes - Entidades Bancarias y Financieras	71.3
Bonos corrientes - Entidades Privadas	327.7
TOTAL	399.1

Fuente: Boletín Estadístico de ASFI

Durante el segundo trimestre de la gestión 2012, se aprobaron dos emisiones en moneda extranjera, por 7.9 millones de dólares, correspondientes a entidades privadas.

D) EMISIÓN DE BONOS EN BOLIVIANOS INDEXADOS A LA UNIDAD DE FOMENTO A LA VIVIENDA UFV

Durante el segundo trimestre de la gestión 2012 no se registraron nuevas emisiones de bonos en UFV, por lo que las emisiones vigentes mantienen el monto de 1,233 millones de UFV.

EMISIONES VIGENTES BONOS CORRIENTES - ENTIDADES PRIVADAS Al 30 de junio de 2011 (Expresado en millones de bolivianos indexados a la UFV)	
	Monto Autorizado de la Emisión
Bonos corrientes - Entidades Privadas	123.3
TOTAL	123.3

Fuente: Boletín Estadístico de ASFI

E) EMISIÓN DE BONOS EN BOLIVIANOS CON MANTENIMIENTO DE VALOR A DÓLARES ESTADOUNIDENSES

Durante el segundo trimestre de la gestión 2012 no se registraron nuevas emisiones de bonos en bolivianos con mantenimiento de valor respecto al dólar estadounidense, por lo que la única emisión vigente (Electropaz II) con 70.7 millones de bolivianos con mantenimiento de valor respecto al dólar estadounidense mantiene el monto registrado al cierre del primer trimestre de la presente gestión, ya que tampoco existen amortizaciones de capital para este periodo.

F) EMISIÓN DE BONOS MUNICIPALES EN MONEDA EXTRANJERA

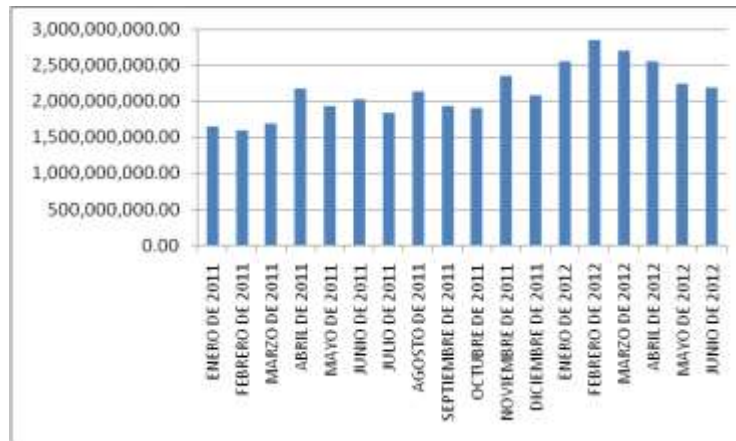
Durante el segundo trimestre de la gestión 2012 no se registraron nuevas emisiones de bonos Municipales, por lo que se mantiene el monto registrado al cierre del primer trimestre de la presente gestión, 12 millones de dólares estadounidenses, ya que al igual que en el caso anterior no existen amortizaciones de capital programadas para este periodo.

G) EMISIÓN DE DEPÓSITOS A PLAZO FIJO (DPF)

Las emisiones de depósitos a plazo fijo al 31 de diciembre de 2011 suman aproximadamente a 2,088 millones de bolivianos, cifra que incluye emisiones y renovaciones.

Asimismo, al primer semestre de 2012, las emisiones suman alrededor de 2,196 millones de bolivianos.

EMISIONES DE DEPÓSITOS A PLAZO FIJO (EN BOLIVIANOS)

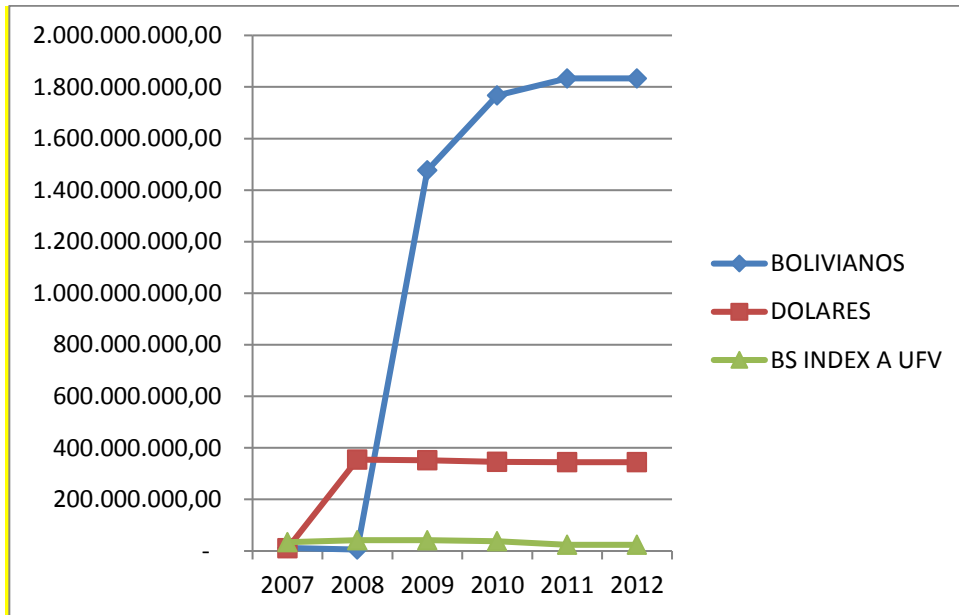


Fuente: Boletín Estadístico ASFI

H) TITULARIZACIÓN

h.1. EVOLUCIÓN DE LOS PATRIMONIOS AUTÓNOMOS EN BOLIVIA DE LOS ÚLTIMOS CINCO AÑOS EN TÉRMINOS MONETARIOS

Las titularizaciones emitidas y registradas en el RMV, en los últimos cinco años, arrojan los siguientes montos: En moneda extranjera a la fecha fue de \$us381.636.000.- (Trescientos ochenta y un millones, seiscientos treinta y seis mil 00/100 Dólares Americanos), Bs1.811.720.250.- Un mil ochocientos once millones, setecientos veinte mil, doscientos cincuenta 00/100 Bolivianos) y de Bs indexados a las UFV 48.130.000.- (Cuarenta y ocho millones, ciento treinta mil 00/100 Bolivianos indexados a las UFV)



Fuente: Elaboración Propia con datos de ASFI

h.2. PATRIMONIOS AUTÓNOMOS INSCRITOS EN EL RMV DE LA AUTORIDAD DE SUPERVISION DEL SISTEMA FINANCIERO ASFI DEL 2001 AL 2012

Hasta la fecha, se han inscrito y autorizado diez y seis (16) Patrimonios Autónomos en el Registro del Mercado de Valores RMV, de las cuales catorce (14) corresponden a la estructuración del BDP Sociedad de Titularización S.A. y dos (2) a Bisa Sociedad de Titularización S.A..

N°	Patrimonio Autónomo
1	COBOCE-NAFIBO 001
2	SOBOCE -NAFIBO 002
3	COBOCE-NAFIBO 003
4	CONCORDIA-NAFIBO 004
5	IC NORTE-NAFIBO 005
6	INTI-NAFIBO-006
7	GAS Y ELECTRICIDAD-NAFIBO 008

8	LIBERTY-NAFIBO 009
9	SINCHI WAYRA-NAFIBO 010
10	HOTEL EUROPA -NAFIBO 011
11	SINCHI WAYRA-NAFIBO 015
12	BISA ST 001
13	HIDROBOL-NAFIBO 016
14	MICROCREDITO IFD-NAFIBO 017
15	COBOCE BISA ST 002
16	MICROCREDITO IFD-BDPST 021

Fuente: Elaboración Propia con datos de ASFI

h.3. EMISIONES Y MONTOS VIGENTES DE LOS VALORES DE TITULARIZACIÓN

Al 30 de junio de 2012, los Valores de Contenido Crediticio autorizados en bolivianos suman un valor de 1,827 millones, de los cuales se encuentran vigentes un monto de 852.9 millones de bolivianos.

EMISIONES VIGENTES VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO AL 30 DE JUNIO DE 2012 (Expresado en millones de bolivianos)			
Patrimonio Autónomo	Monto Autorizado de la Emisión	Monto Autorizado de la Serie	Monto Vigente de la Serie
Coboce BISA ST - 002	262.5	262.50	222.52
Hidrobol NAFIBO 016	1,476.4	1,476.42	543.49
Microcredito IFD Nafibo 017	17.8	17.82	17.82
Microcredito IFD BDP ST 021	70.4	70.40	69.07
TOTAL	1,827.1	1,827.14	852.89

Fuente: Boletín Estadístico ASFI

Los Valores de Contenido Crediticio autorizados en bolivianos indexados a la Unidad de Fomento a la Vivienda (UFV) suman un valor de 33.6 millones de UFV, cuyo monto vigente es de 11.6 millones de bolivianos indexados a la UFV.

**EMISIONES VIGENTES
VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO
AL 30 DE JUNIO DE 2012
(En millones de bolivianos indexados a la UFV)**

Patrimonio Autónomo	Monto Autorizado de la Emisión	Monto Autorizado de la Serie	Monto Vigente de la Serie
Inti Nafibo 006	33.6	24.0	11.6
TOTAL	33.6	24.0	11.6

Fuente: Boletín Estadístico ASFI

Los Valores de Contenido Crediticio autorizados en moneda extranjera al 30 de junio del presente, alcanzan a 347 millones de dólares estadounidenses. El plazo de vencimiento de estas emisiones supera los cinco años, que determina que el monto autorizado se emita por series. El monto autorizado de las series respectivas suma 344 millones de dólares estadounidenses, cuyo monto vigente a la fecha es de 114.4 millones de dólares estadounidenses.

**EMISIONES VIGENTES
VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO
AL 30 DE JUNIO DE 2012
(En millones de dólares estadounidenses)**

Patrimonio Autónomo	Monto Autorizado de la Emisión	Monto Autorizado de la Serie	Monto Vigente de la Serie
Bisa ST 001	2.8	0.4	0.2
Concordia NAFIBO - 004	1.7	0.6	0.4
Liberty Nafibo 009	30.0	30.0	13.0
Sinchi Wayra Nafibo - 010	156.5	156.5	49.9
Sinchi Wayra Nafibo - 015	156.4	156.4	50.9
TOTAL	347.4	343.9	114.4

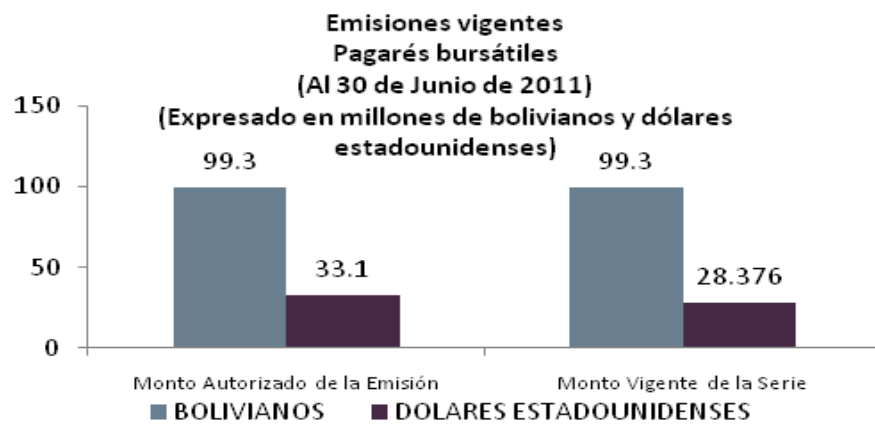
Fuente: Boletín Estadístico ASFI

I) PAGARÉS BURSÁTILES

El monto autorizado de las emisiones de –Pagarés Bursátiles en bolivianos- a la fecha de análisis alcanza a 99.3 millones de bolivianos, siendo el monto vigente el mismo. Durante el segundo trimestre de 2012,

se autorizó una emisión de bonos en moneda nacional por 43 millones de bolivianos.

El monto autorizado de las emisiones de –Pagarés Bursátiles en dólares- alcanza a 33.1 millones de dólares estadounidenses, de los cuales el saldo vigente es de 28.4 millones de dólares. En el segundo trimestre de 2012, se autorizó la emisión de estos instrumentos por un monto de 18.6 millones de dólares estadounidenses.



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

J) PAGARÉS EN MESA DE NEGOCIACIÓN

Los pagarés en mesa de negociación registran los siguientes márgenes de endeudamiento vigentes.

EMISIONES VIGENTES PAGARÉS EN MESA DE NEGOCIACIÓN al 30 de junio de 2012 (En Dólares Estadounidenses)				
Código	Emisor	Monto Vigente \$us	Autorizado	Margen de Endeudamiento
PIN	Panamerican Investments S.A.	-	600,000.00	600,000.00
GYE	Gas y Electricidad S.A.	731,939.88	740,000.00	8,060.12
PEN	Productos Ecológicos Naturaleza S.A.	-	330,000.00	330,000.00
IMQ	Impresiones Quality S.R.L.	741,312.58	750,000.00	8,687.42
CAC	Compañía Americana de Construcciones SRL	1,092,028.97	1,423,000.00	330,971.03
MIN	Mercantile Investment Corporation Bolivia S.A.	-	1,000,000.00	1,000,000.00
Total Emisiones en \$us		2,565,281.44	4,843,000.00	2,277,718.56

Fuente: Boletín Estadístico ASFI

El registro de emisores de pagarés objeto de transacción en Mesa de Negociación se efectúa a partir de la aprobación del Reglamento del Registro del Mercado de Valores, Resolución Administrativa SPVS-IV- N° 756 de 16 de septiembre de 2005.

K) REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

La cantidad de registros en el segundo trimestre de la gestión 2012, asciende a un total de 10 Autorizaciones e Inscripciones en el RMV, las mismas que corresponden al siguiente detalle:

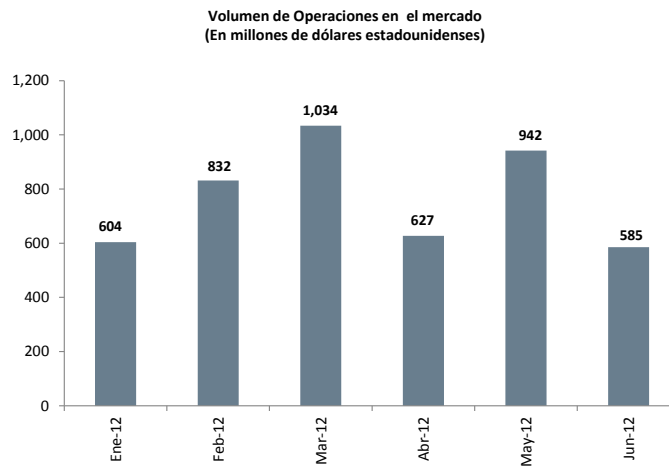
REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES AL 30 DE JUNIO DE 2012	
Categorización	Cantidad de Registro Nuevos
Emisores	1
Contadores Generales	2
Oficiales de Cumplimiento	1
Operadores de Ruedo	2
Administradores de Fondos	1
Representantes Legales	3
Total	10

Fuente: Boletín Estadístico ASFI

4.1.2 CONTROL DE INTERMEDIARIOS E INVERSIONES

A) OPERACIONES DEL MERCADO DE VALORES

Al 30 de junio de 2012, en el mercado de valores se negociaron 4,624 millones de dólares estadounidenses, de los cuales 4,002 millones de dólares estadounidenses corresponden a negociaciones efectuadas en el Ruedo de la Bolsa Boliviana de Valores, 619 millones de dólares estadounidenses a operaciones Extrabursátiles y 2 millones de dólares estadounidenses a operaciones en Mesa de Negociación.

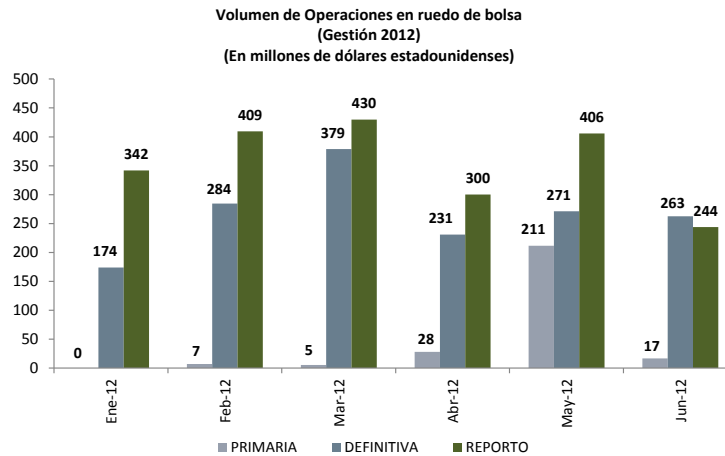


Fuente: Boletín Estadístico ASFI

Comparativamente al mes de junio de 2011, el crecimiento adicional observado del volumen de operaciones en el ruedo de bolsa y en las operaciones extrabursátiles es de 58% y 128%, respectivamente, aspecto que denota la creciente expansión del mercado de valores.

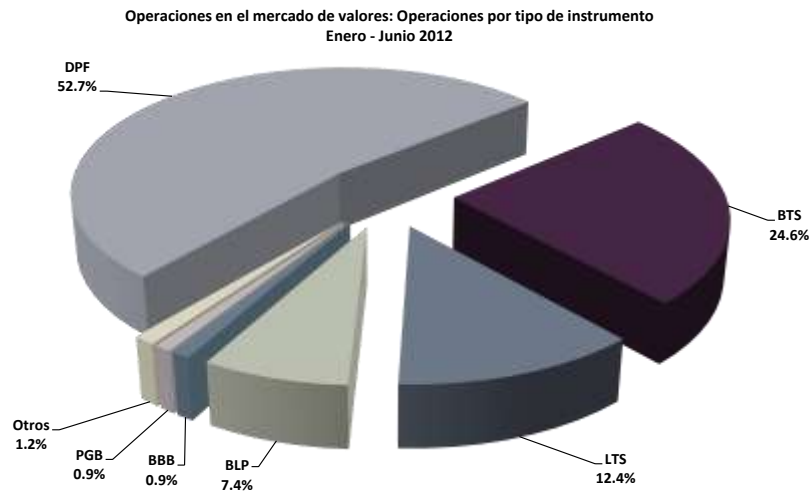
B) RUEDO DE BOLSA

En el Ruedo de Bolsa, el saldo acumulado de las transacciones que se llevaron a cabo en el primer semestre de 2012, se compone de la siguiente manera: Compra Venta definitiva por 1,602 millones de dólares estadounidenses (40%), Reporto por 2,131 millones de dólares estadounidenses (53%) y Mercado Primario por 269 millones de dólares estadounidenses (7%).



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

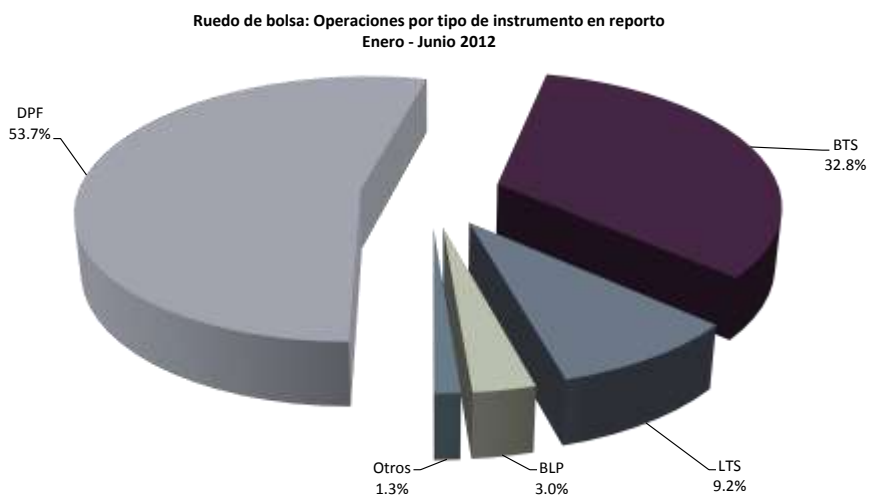
Los valores con mayor volumen de negociación en el ruedo fueron los Depósitos a Plazo Fijo con 2,108 millones de dólares estadounidenses (52.7%), Bonos del Tesoro con 983 millones de dólares estadounidenses (24.6%), Letras del Tesoro con 496 millones de dólares estadounidenses (12.4%) y Bonos de Largo Plazo con 295 millones de dólares estadounidenses (7.4%).



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

C) REPORTEO

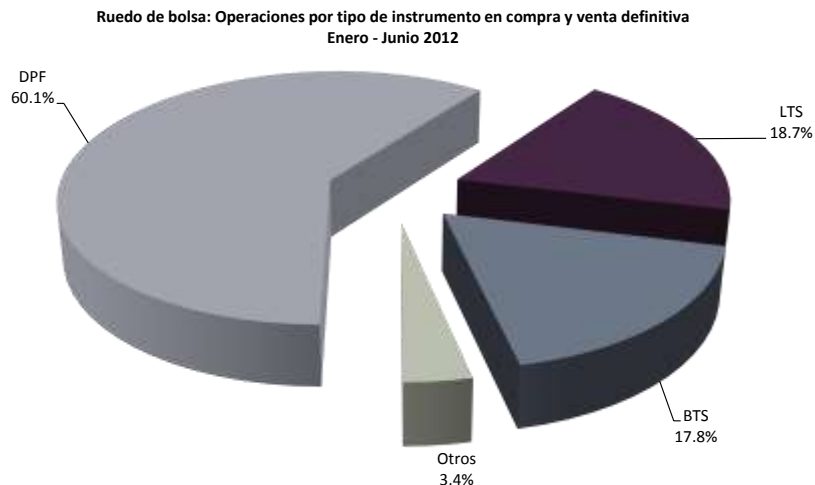
En las operaciones de reporto los instrumentos con mayor participación fueron los Depósitos a Plazo Fijo con 1,145 millones de dólares estadounidenses (53.7%), Bonos del Tesoro con 699 millones de dólares estadounidenses (32.8%), Letras del Tesoro con 197 millones de dólares estadounidenses (9.2%) y Bonos de Largo Plazo con 64 millones de dólares estadounidenses (3%).



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

D) OPERACIONES DE COMPRA Y VENTA DEFINITIVA

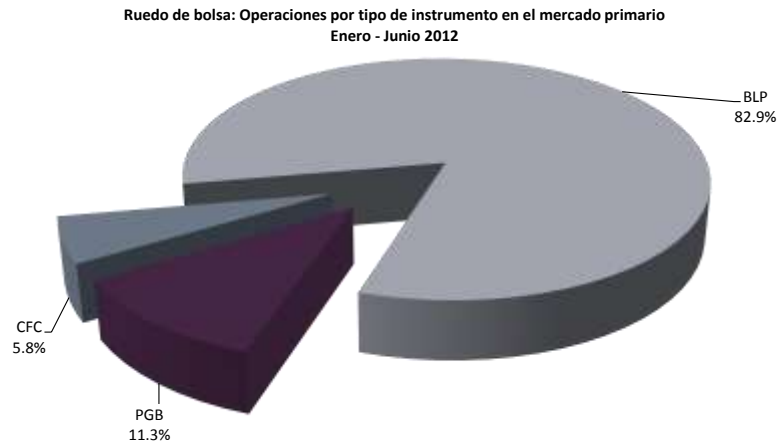
Las operaciones de compra venta han sido negociadas principalmente en Depósitos a Plazo Fijo con 963 millones de dólares estadounidenses (60.1%), Letras del Tesoro con 300 millones de dólares estadounidenses (18.7%) y Bonos del Tesoro con 285 millones de dólares estadounidenses (17.8%).



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

E) MERCADO PRIMARIO

El monto negociado al 30 de junio de 2012 fue de 269 millones de dólares estadounidenses, destacando los Bonos a Largo Plazo con 223 millones de dólares estadounidenses (82.9%), Pagares Bursátiles con 30 millones de dólares estadounidenses (11.3%) y Cuotas de Participación de Fondos de Inversión Cerrados con 16 millones de dólares estadounidenses (5.8%).



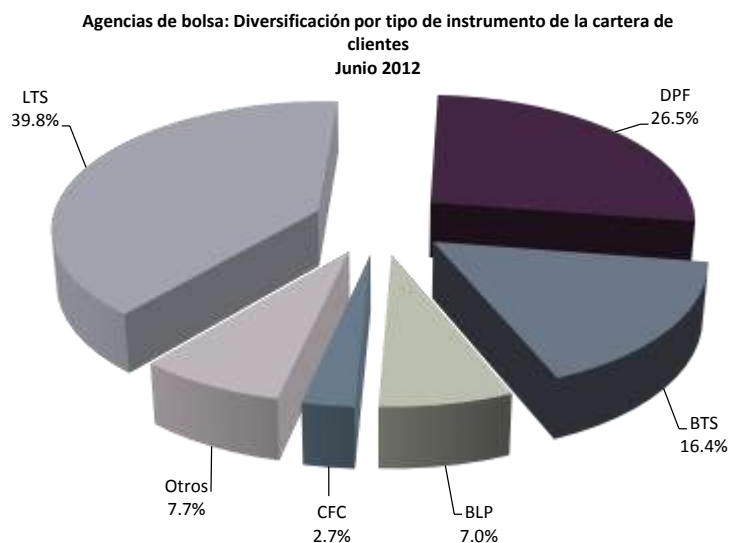
Fuente: Boletín Estadístico ASFI

F) MESA DE NEGOCIACIÓN

Se efectuaron transacciones por un total de 2 millones de dólares estadounidenses, la totalidad en pagarés. Los meses con mayor volumen de operaciones fueron: mayo y febrero con 0.70 y 0.55 millones de dólares estadounidenses, respectivamente.

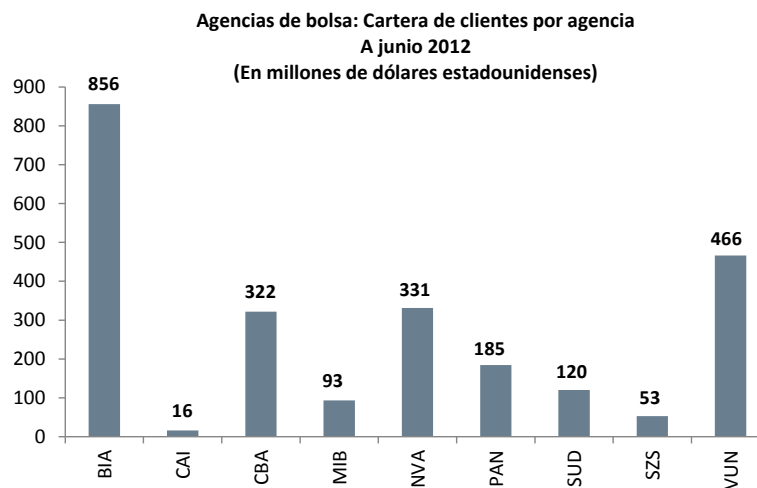
G) CARTERA DE CLIENTES

El monto de la cartera de clientes administrada por las agencias de bolsa alcanzó a 2,441 millones de dólares estadounidenses, con un 17.2% de crecimiento respecto a diciembre de 2011 y está conformada principalmente por: Letras del Tesoro (39.8%), Depósitos a Plazo Fijo (26.5%) y Bonos del Tesoro (16.4%).



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

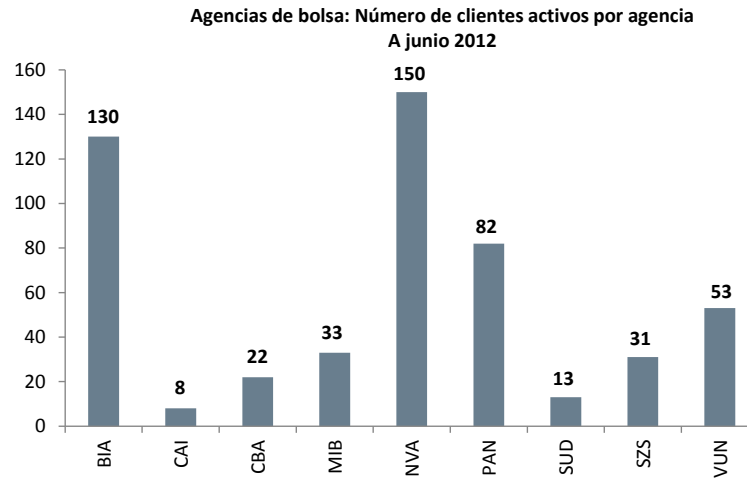
Las entidades con mayor cartera de clientes son BISA Agencia de Bolsa S.A. y Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa con 856 y 466 millones de dólares estadounidenses, respectivamente.



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

Por su parte, el número de clientes activos alcanzó a 522, menor en 16 al observado en diciembre de 2011. El número mayor se concentra en BNB Valores Agencia de Bolsa S.A., BISA Agencia de Bolsa S.A. y

Panamerican Securities S.A. Agencia de Bolsa con 150, 130 y 82 respectivamente.

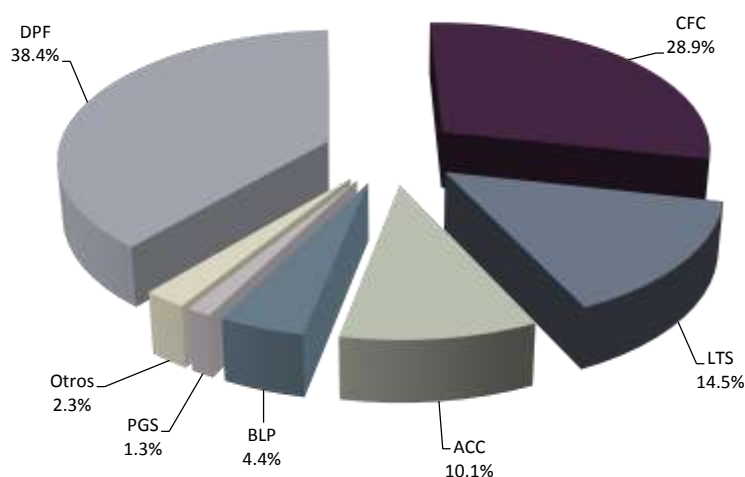


Fuente: Boletín Estadístico ASFI

H) CARTERA PROPIA

Al cierre de la gestión que concluye, la cartera propia de clientes es de 18 millones de dólares estadounidenses y está conformada principalmente por: Depósitos a Plazo Fijo (38.4%), Cuotas de Participación en Fondos de Inversión Cerrados (28.9%), Letras del Tesoro General de la Nación (14.5%) y Acciones (10.1%).

Agencias de bolsa: Diversificación por tipo de instrumento de la cartera propia
Junio 2012

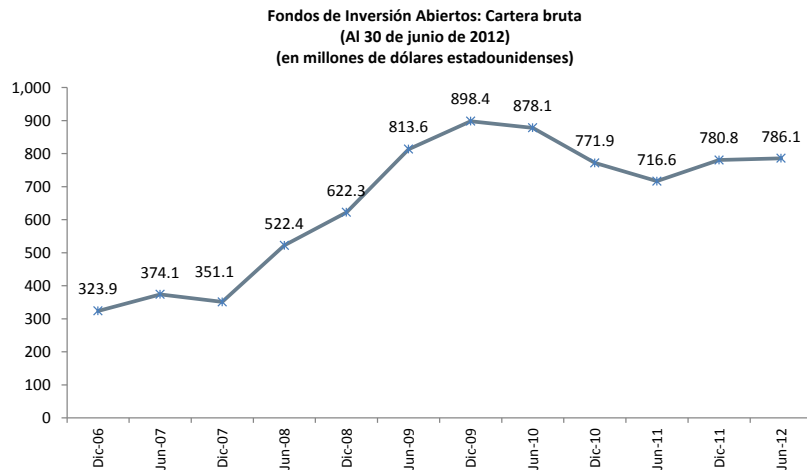


Fuente: Boletín Estadístico ASFI

De acuerdo a los estados financieros de las Agencias de Bolsa al 31 de marzo de 2012, éstas cumplieron con lo dispuesto en el inciso e) del artículo 11 de la Resolución Administrativa N° 751, de 8 de diciembre de 2004, referido al capital social mínimo suscrito y pagado de 150,000 dólares estadounidenses que deben acreditar.

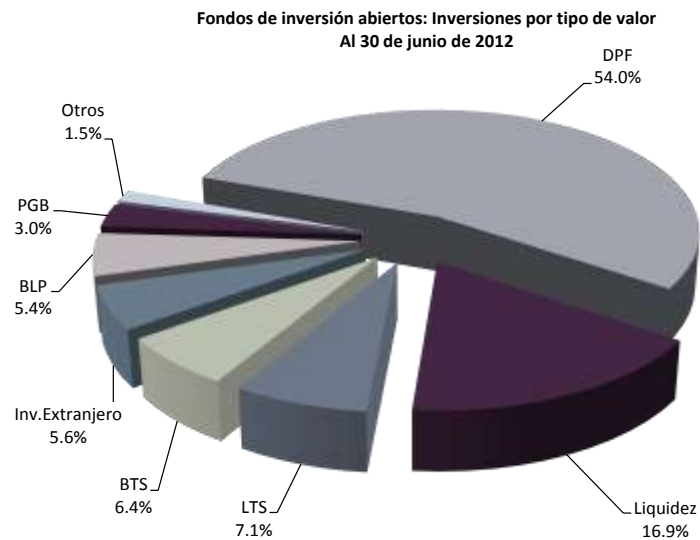
I) CARTERA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ABIERTOS

La cartera de los fondos de inversión abiertos alcanza a 786.1 millones de dólares estadounidenses, superior en 5.3 millones al saldo registrado en diciembre 2011.



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

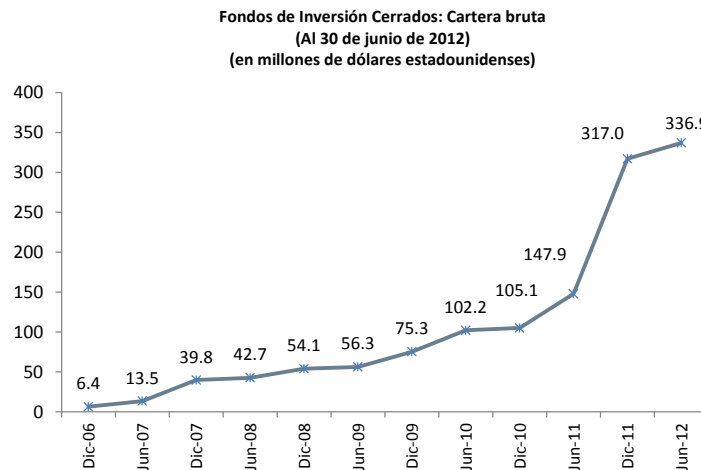
La cartera de los fondos de inversión abiertos en dólares estadounidenses, bolivianos y en bolivianos indexados a la UFV es de 410.4, 351.2 y 24.5 millones de dólares estadounidenses, respectivamente. Está compuesta principalmente por Depósitos a Plazo Fijo (54.0%), liquidez (16.9%), Letras del Tesoro (7.1%), Bonos del Tesoro (6.4%), Inversiones en el extranjero (5.6%) y Bonos de Largo Plazo (5.4%).



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

J) CARTERA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS

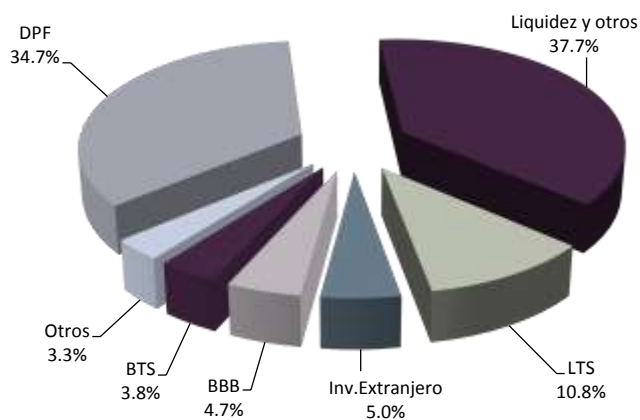
La cartera total de los fondos de inversión cerrados alcanza a 336.9 millones de dólares estadounidenses, explicado en un crecimiento de 19.9 millones de dólares estadounidenses respecto a diciembre 2011.



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

La cartera de los fondos de inversión cerrados en dólares estadounidenses y en bolivianos, está compuesta por 53.2 millones de dólares estadounidenses y el equivalente a 283.7 millones de dólares, respectivamente. Se compone principalmente de la siguiente manera: Depósitos a Plazo Fijo (34.7%), liquidez y otros (37.7%), Letras del Tesoro (10.8%), Inversiones en el extranjero (5%) y Bonos Bancarios Bursátiles (4.7%).

Fondos de inversión cerrados: Inversiones por tipo de valor
Al 30 de junio de 2012

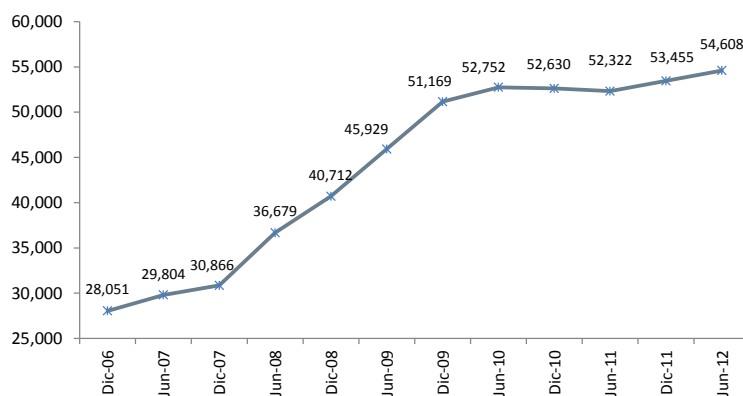


Fuente: Boletín Estadístico ASFI

K) PARTICIPANTES

El número de participantes en los Fondos de Inversión Abiertos y Cerrados alcanza a 54,608, con un crecimiento de 2.16% respecto al registro de diciembre 2011.

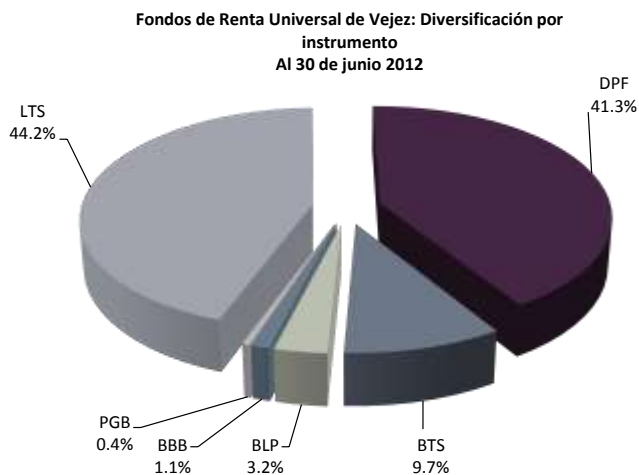
Fondos de Inversión Abiertos y Cerrados: Número de participantes
(Al 30 junio de 2012)



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

L) FONDO DE RENTA UNIVERSAL DE VEJEZ – FRD

Al 30 de junio de 2012, la cartera de inversiones del Fondo de Renta Universal de Vejez registra un saldo de 338.1 millones de dólares estadounidenses, destacan como instrumentos más representativos los siguientes: Letras del Tesoro (44.2%), Depósitos a Plazo Fijo (41.3%) y Bonos del Tesoro (9.7%).



Fuente: Boletín Estadístico ASFI

El portafolio del Fondo de Renta Universal de Vejez por emisor, está compuesto por valores emitidos por el estado (53.9%) y por valores emitidos por el sector privado (46.1%).

4.1.3. PARTICIPANTES INSCRITOS Y REGISTRADOS EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES DE ASFI

Al 30 de junio de 2012, el Registro del Mercado de Valores de la ASFI, tiene los siguientes datos respecto a la inscripción y registro de entidades que participan el Mercado de Valores.

- ✓ Nueve Agencias de Bolsa de acuerdo al siguiente detalle:

AGENCIAS DE BOLSA
BISA S.A. Agencia de Bolsa
BNB Valores S.A. Agencia de Bolsa
Compañía Americana de Inversiones S.A.
Credibolsa S.A. Agencia de Bolsa Filial del Banco de Crédito de Bolivia S.A.
Mercantil Santa Cruz Agencia de Bolsa Sociedad Anónima
Panamerican Securities S.A. Agencia de Bolsa
Santa Cruz Securities S.A. Agencia de Bolsa Filial de Fassil F.F.P. S.A.
Sudaval Agencia de Bolsa S.A.
Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa Filial del Banco Unión S.A.

Elaboración propia con datos de la página de ASFI

- ✓ Una Bolsa de Valores

BOLSAS DE VALORES
Bolsa Boliviana de Valores S.A.

Elaboración propia con datos de la página de ASFI

- ✓ Tres Calificadoras de Riesgo (1 Nacional y dos Extranjeras) de acuerdo al siguiente detalle:

CALIFICADORAS DE RIESGO
AESA Ratings S.A. Calificadora de Riesgo
Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.
Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A.

Elaboración propia con datos de la página de ASFI

- ✓ 90 entidades, compuestas de empresas industriales, comerciales, financieras y otras

EMISORES
90 Empresas Industriales, Comerciales, financieras y otras

Elaboración propia con datos de la página de ASFI

- ✓ Doce Firmas Auditoras de acuerdo al siguiente detalle:

EMPRESAS DE AUDITORÍA
Acevedo & Asociados Consultores de Empresas S.R.L.
AUDISSET Auditores & Consultores S.R.L.
Auditores Belmonte Asociados y Compañía Limitada
Barea Vargas & Asociados Ltda.
Berthin Amengual y Asociados S.R.L.
Deloitte S.R.L.
Delta Consult Limitada
Ernst & Young (Auditoría y Asesoría) Ltda.
García Veramendi y Asociados S.R.L.-Consultores de Empresas
PricewaterhouseCoopers S.R.L.
Ruizmier, Rivera, Peláez, Auza S.R.L.
Tudela & TH Consulting Group S.R.L.

Elaboración propia con datos de la página de ASFI

- ✓ Solo se cuenta con una EDV

ENTIDAD DE DEPÓSITO DE VALORES
Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A.

Elaboración propia con datos de la página de ASFI

- ✓ Cuarenta y tres Fondos de Inversión, todas administradas por Sociedades de Administradoras de Fondos de Inversión:

FONDOS DE INVERSION
43 Fondos administrados por las SAFIS

Elaboración propia con datos de la página de ASFI

- ✓ Diez SAFIs de acuerdo al siguiente detalle:

SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN
Bisa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
BNB SAFI S.A. Sociedad Administradora de Fondos de Inversión
Capital + Gestonadora de Activos SAFi
Credifondo Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fortaleza Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Marca Verde Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Panamerican Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Santa Cruz Investments SAFI S.A.
SAFI Mercantil Santa Cruz S.A.
Sociedad Administradora de Fondos de Inversión Unión S.A.

Elaboración propia con datos de la pagina de ASFI

- ✓ Dos Sociedades de Titularización

TITULARIZADORAS
BDP Sociedad de Titularización S.A
Bisa Sociedad de Titularización S.A.

Elaboración propia con datos de la pagina de ASFI

CAPITULO V

NORMATIVA JURIDICA GENERAL, ESPECÍFICA Y CONEXA DE LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA

5.1. ANTECEDENTES

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

El modelo adoptado por la legislación boliviana en materia de titularización fue el que existe en Colombia.

Para la expedición de la reglamentación, se realizaron los ajustes requeridos en virtud de las características particulares del mercado y de las instituciones en Bolivia.

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

5.2. CONSTITUCIÓN POLÍTICA DEL ESTADO

SECCION III

POLITICA FINANCIERA

Artículo 330. I. El Estado regulará el sistema financiero con criterios de igualdad de oportunidades, solidaridad, distribución y redistribución equitativa.

II. El Estado, a través de su política financiera, priorizará la demanda de servicios financieros de los sectores de la micro y pequeña empresa, artesanía, comercio, servicios, organizaciones comunitarias y cooperativas de producción.

III. El Estado fomentará la creación de entidades financieras no bancarias con fines de inversión socialmente productiva.

IV. El Banco Central de Bolivia y las entidades e instituciones públicas no reconocerán adeudos de la banca o de entidades financieras privadas. Éstas obligatoriamente aportarán y fortalecerán un fondo de reestructuración financiera, que será usado en caso de insolvencia bancaria.

V. Las operaciones financieras de la Administración Pública, en sus diferentes niveles de gobierno, serán realizadas por una entidad bancaria pública. La ley preverá su creación.

Artículo 331. Las actividades de intermediación financiera, la prestación de servicios financieros y cualquier otra actividad relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión del ahorro, son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme con la ley.

Artículo 332. I. Las entidades financieras estarán reguladas y supervisadas por una institución de regulación de bancos y entidades financieras. Esta institución tendrá carácter de derecho público y jurisdicción en todo el territorio boliviano.

II. La máxima autoridad de la institución de regulación de bancos y entidades financieras será designada por la Presidenta o Presidente del Estado, de entre una terna propuesta por la Asamblea Legislativa Plurinacional, de acuerdo con el procedimiento establecido en la ley.

Artículo 333. Las operaciones financieras realizadas por personas naturales o jurídicas, bolivianas o extranjeras, gozarán del derecho de confidencialidad, salvo en los procesos judiciales, en los casos en que se presuma comisión de delitos financieros, en los que se investiguen fortunas y los demás definidos por la ley. Las instancias llamadas por la ley a investigar estos casos tendrán la atribución para conocer dichas operaciones financieras, sin que sea necesaria autorización judicial.

5.3. LEY DEL MERCADO DE VALORES (LEY 1834 DEL 31 DE MARZO DE 1.998)

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.

5.4. 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.

5.5. EN RELACIÓN CON LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN, DESARROLLÓ AMPLIAMENTE LOS SIGUIENTES ACÁPITES

- 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.

5.6. EN CUANTO HACE A LAS SOCIEDADES DE TITULARIZACIÓN, EL DECRETO SUPREMO 25514 REGULA

- 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.

Asimismo, 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.

5.7. RESOLUCIÓN ADMINISTRATIVA SPVS-IV N°. 052 DEL 14 DE FEBRERO DE 2.000 (ANEXO 1 Y 2)

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"

5.8. REGLAMENTO DE NORMAS PRUDENCIALES DE TITULARIZACIÓN RESOLUCIÓN

ADMINISTRATIVA SPVS-IV-N° 488 DE 10 DE SEPTIEMBRE DE 2004

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.

Asimismo, 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.

5.9. 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.

5.10. LEY DE REACTIVACIÓN ECONÓMICA, LEY NO. 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.

5.11. RESOLUCIÓN SPVS IV N° 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.

5.12. 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.

5.13. LEGISLACION COMPARADA (COLOMBIA)

5.13.1. REGULACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN

La regulación de la titularización se inicia en 1992 (Resolución 645) y tras sucesivas reformas, se consolida en la Resolución 400 de 1995 modificada por la Resolución 882-1 de 1999 y 70 de 2007, toda de las Superintendencia de Valores, ahora Superintendencia Financiera.

5.13.2. TIPOLOGÍA DE LA TITULARIZACIÓN

Se contempla los siguientes tipos de titularización: Titularización hipotecaria; titularización de deuda pública, de títulos inscritos en Registro Nacional de Valores, de cartera de crédito, de documentos de crédito, titularización inmobiliaria, agropecuaria y agroindustrial y de rentas de flujos de caja.

5.13.3 ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

La regulación de la titularización establece dos posibilidades de estructuración: Contratos de fiducia mercantil irrevocables, utilizando o no el mecanismo de fondos comunes especiales y constitución de fondos comunes ordinarios.

Para se originadores o cedentes bastas con que sea titular de los activos, ya sea persona física o jurídica. En algunos casos no es necesario que exista un originador o cedente y se pueden realizar a partir de fondos comunes especiales. En el caso de la titularización hipotecaria puede hacerse a través de una sociedad titularizadora (en el marco de la Ley 546 de 1999) por medio de patrimonios autónomo, o de manera directa la pueden realizar establecimientos de crédito u otros autorizadas.

5.13.4. LOS VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN: SOCIEDADES, FONDOS Y FIDEICOMISOS

Existen 4 posibles vehículos de titularización: Patrimonios Autónomos, Fondos que pueden ser comunes especiales o comunes ordinarios, Sociedades titularizadoras que constituyen universalidades (hipotecaria) y directamente constituyendo universalidades (hipotecarias)

5.13.5. LOS GESTORES DE LOS VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN

La figura se denomina agente de manejo y son: Para patrimonios autónomos: Las Sociedades Fiduciarias, para los Fondos comunes: Las

Sociedades Fiduciarias y para las Universidades: El originador ya sea directo o a través de sociedades Titularizadoras.

5.13.6. EL ACTIVO DE LAS SOCIEDADES, FONDOS Y FIDEICOMISOS DE TITULARIZACIÓN (LOS CRÉDITOS CEDIDOS)

Se pueden titularizar créditos hipotecarios, cuentas a cobrar, derechos de crédito, otros bienes y derechos.

5.13.7. LA CESIÓN DE LOS CRÉDITOS

Los requisitos de la cesión de créditos son los previstos por la normativa aplicable. El contrato ha de hacerse por escrito. Se aplican las reglas generales de cesión de contratos previstas en el código de comercio. La formalización se ha de hacer por escrito. Para la cesión no es necesario solicitar autorización de ningún ente, pero podrá contar con la oposición de la autoridad financiera si la cesión afecta a la solvencia o establecida de un establecimiento de crédito.

5.13.8. LA VALIDEZ Y EFICACIA DE LAS CESIONES DE CRÉDITO A LOS VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN

Para que la cesión sea válida y eficaz deberá cumplir con las disposiciones generales sobre cesión de contratos. Es irrelevante la notificación de la cesión al deudor. El deudor puede oponerse a la cesión cuando se haya estipulado tal posibilidad en el contrato. La cesión ha de ser plena por tanto irrevocable, según determina la Ley del Mercado de Valores.

NO existe la posibilidad de acciones revocatorias, fundamentándose en la protección de los derechos de los inversores representados en los activos objeto de titularización. Sin embargo, cabe decretar la nulidad de la cesión de crédito titularizada en los supuestos generales previstos en el código

de comercio (cuando la titularización contraria la normativa imperativa general) cuando su causa u objeto sean ilícitos y cuando se haya celebrado por personas absolutamente incapaces.

5.13.9. TIPOS DE INVERSORES QUE ADQUIEREN LOS VALORES EMITIDOS

Las emisiones se pueden dirigir al público en general o a inversionistas calificados. De acuerdo con la Circular Básica Jurídica (Título Cuarto, Capítulo Cuarto), los fondos de pensiones obligatorias podrán invertir en bonos y títulos hipotecarios, Ley 546/99 y otros títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria (Limite 40%).

En todo caso, los títulos derivados de procesos de titularización, deben haber sido emitidos en desarrollo de procesos de titularización autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia. De otro lado el decreto 2175/07, estipula como las carteras colectivas definen su política de inversión y los requisitos para hacerlo. Así se establece que la sociedad administradora de carteras colectivas debe determinar los niveles de inversión, directa o indirecta, en valores cuyo emisor, avalista, aceptante, garante u originador de una titularización sea la matriz, las subordinadas de esta o las subordinadas de la sociedad administradora, si es el caso.

5.13.10. COLOCACIÓN DE LOS VALORES EMITIDOS: TIPOS DE EMISIONES

Las colocaciones pueden ser mediante oferta pública o colocación privada.

5.13.11. NEGOCIACIÓN DE LOS VALORES EMITIDOS

La negociación de los valores de titularización no resulta obligatoria.

5.13.12. INSTRUMENTOS DE MEJORA CREDITICIA Y GARANTÍA DE LOS VALORES EMITIDOS

La reglamentación establece, salvo que se trate de emisiones dirigidas a inversionistas calificados, la obligación de adoptar mecanismos de apoyo crediticio internos o externos.

5.13.13 CALIFICACIÓN CREDITICIA DE LOS VALORES EMITIDOS

Salvo en las acciones, es obligatorio que los valores emitidos sean calificados por una calificadora debidamente autorizada por la Superintendencia Financiera.

CAPITULO VI

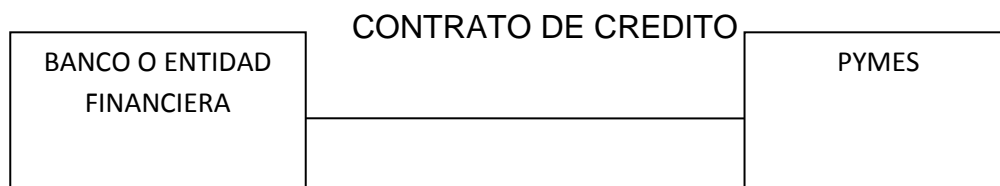
UN NUEVO MECANISMO PARA LA PARTICIPACIÓN DE LA PYMES EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

6.1. EL MODELO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS QUE SE PROPONE

El tema de investigación, fue realizado en base a todos los puntos expuestos en los capítulos precedentes, siendo la Titularización un Mecanismo de financiamiento, dentro del sistema financiero indirecto, considera que se pueda realizar un nuevo modelo de titularización basado en la normativa ya existente, por tanto a continuación se presenta una propuesta alternativa de Titularización de Créditos a Pymes en Bolivia:

ESQUEMA DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE CREDITOS A PYMES

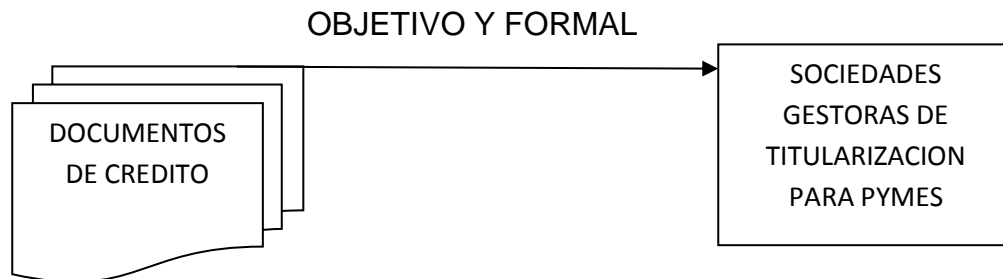
PRIMERA FASE



Condiciones:

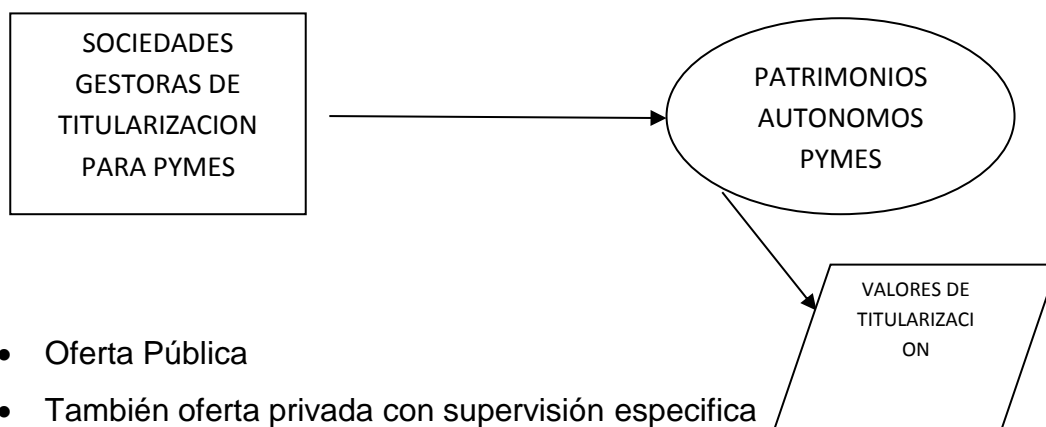
- Contrato específico
- Las PYMES sin carácter financiero
- NO vinculación con la entidad financiera
- Mediano y Largo Plazo (Se excluye los menores a 1 año)

SEGUNDA FASE



- Plena e incondicional
- Por la totalidad del plazo hasta el vencimiento del crédito
- La entidad financiera no otorgue garantía de vehículo al cesionario
- La entidad financiera no asegure el buen fin de la operación
- Sin perjuicio de que la entidad financiera acreedora originaria pueda conservar la administración y gestión de los créditos
- Documento contractual entre el banco y la Sociedad Gestora
- Que dicha cesión de activos, se reinvierta en préstamos y créditos para PYMES, en el plazo no mayor a 1 año

TERCERA FASE



- Oferta Pública
- También oferta privada con supervisión específica
- Negociable en Mercado Secundario para facilitar la liquidez
- Obligación de contar con una calificación de riesgos

- El Estado deberá prestar un Aval parcial de un % a dicha titularización

6.2. LA REGULACIÓN DEL MODELO

1. Es necesario que el modelo de titularización de activos para mejorar la financiación de la PYMES cuente con una regulación específica, porque ello dará seguridad jurídica a los agentes que intervengan en el proceso, con lo que se facilitara el desarrollo del modelo y sus efectos beneficios sobre la financiación de las PYMES.

2. La regulación del modelo podrá tener rango legal o reglamentario. En todo caso, el rango de la norma o normas que implementen el modelo deberá ser suficiente, a la vista de nuestro ordenamiento jurídico nacional, para garantizar los efectos jurídicos necesarios en cuestiones tales como, por ejemplo, la cesión plena y total de los créditos, la emisión, colocación y calificación de los valores de titularización, etcétera.

3. Sentando lo anterior, el tipo de regulación deberá tomar en consideración el distinto grado de desarrollo de la titularización que se tiene en una regularización específica y un desarrollo efectivo, que en el caso particular Bolivia cuenta con una normativa de titularización, sobre aspectos generales y sobre normas prudenciales respectivamente, pero no así una normativa específica para el caso del modelo a seguir en el presente modelo propuesto.

4. Por tanto, la regulación del modelo optara por una regulación de los procesos y vehículos de titularización para la financiación indirecta a las PYMES, en sujeción a la normativa general de la titularización.

5. Esto en razón de que conviene que los vehículos de titularización para la financiación de las PYMES se regulen, supletoriamente, por las normas

generales sobre titularización de activos, en caso de vacíos jurídicos que podrían presentarse durante el proceso de titularización.

6.3. LA ESTRUCTURA DEL MODELO

6.3.1. EL VEHÍCULO: LA SOCIEDAD, EL PATRIMONIO AUTÓNOMO O FONDO DE INVERSIÓN

1. Teniendo presente que, en el caso Boliviano, la titularización se sirve de vehículos con estructura societaria o de patrimonio sin personalidad jurídica (bien sean patrimonios o bien fondos de inversión) y que ambos tipos de vehículos pueden ser utilizados para establecer el modelo que se propone, cabría establecer tanto Sociedades como Patrimonios o Fondos de Titularización de Activos para favorecer la financiación empresarial.

2. En cualquier caso, será preciso que la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) verifique que el vehículo cumpla con las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad de titularización y, en consecuencia, sometan a dichos vehículos a la oportuna autorización administrativa y a la supervisión continuada de su actividad.

3. Sin perjuicio de la anterior ambivalencia, es cierto que la estructura del Patrimonio Autónomo ofrece ventajas funcionales porque facilita la separación del patrimonio afecto a la titularización de modo tal que tanto el activo como el pasivo quedan perfectamente separados a efectos contables y de responsabilidad. En todo caso, se constata que, la adopción del vehículo de la sociedad, de patrimonio o de fondo de inversión, implica la constitución de patrimonios autónomos y separados a todos los efectos y muy en particular, en caso de quiebras o concursos.

4. A su vez, este tipo de Patrimonios deberían ser de carácter cerrado porque su funcionamiento es más sencillo y sus supervisión publica más fácil, elementos ambos deseables especialmente en la fase de arranque. Sin perjuicio de lo anterior, se constata que en algunos países ejemplo Chile, las Sociedades Titularizadoras establecen estructuras abiertas de titularización en forma de programas que permitan la fusión por absorción de nuevos patrimonios de titularización por parte de los patrimonios iniciales. Estas estructuras se documentan a través de escrituras generales que dan cobertura a los programas de titularización y se complementan por escrituras especiales.

5. Por último, es conveniente que las sociedades, fondos o fideicomisos de titularización se identifiquen claramente en el mercado financiero como tales por varios tipos de razones:

a) REGULATORIAS

Para determinar con claridad su estatus jurídico y diferenciar claramente estos vehículos de otras entidades financieras; razón por la que el legislador deberá reservar una denominación y unas siglas correspondientes para la utilización exclusiva de tales sociedades, patrimonio o fondos de inversión.

b) FISCALES

Para permitir una identificación más nítida que permita a los fondos de titularización de créditos a PYMES amparados por una iniciativa del gobierno hacerse acreedores a determinadas ventajas fiscales, caso de resultar necesario para su impulso. En este sentido, los países han puesto de manifiesto la importancia del tratamiento impositivo tanto de las rentas procedentes de los valores de titularización como de las entidades que intervienen en el proceso, así como las dificultades para conceder tales ventajas fiscales.

c) COMERCIALES

Para asociarse en el mercado de capitales los valores emitidos por aquellos vehículos con la garantía del Estado que provocara una mayor capacidad de atracción del ahorro de los inversores, especialmente institucionales (Tal el caso de las Administradoras de Fondos de Inversión AFPs). Por ello, deberá protegerse aquella denominación y siglas con la inscripción por la Autoridad competente, para su reconocimiento de las marcas comerciales registradas.

6.4. LAS SOCIEDAD GESTORA O ADMINISTRADORA

1. Debemos empezar por señalar que, si se opta por utilizar como vehículo específico una Sociedad de Titularización, la existencia de otra entidad gestora no es imprescindible, aunque si puede ser conveniente.

2. En todo caso, será preciso que la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero del Mercado de Valores, verifique que las sociedades o administradoras de los Patrimonios Autónomos o fondos de titularización cumplen las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad de gestión de la titularización. Se puede constatar que en Bolivia las Sociedades Titularizadoras, deben cumplir varios requisitos que les permita cumplir adecuadamente su función, de acuerdo a la normativa general de las Sociedades de Titularización. Asimismo, se destaca en particular la exigencia de solvencia, sobre la base de una ponderación de riesgo (en particular del riesgo operativo) y los requerimientos de adaptación de sus estructuras de gestión a la administración de procesos de titularización.

3. Por tanto, a fin de que exista y se mantengan el grado de regulación para la titularización, caben mantener dos alcances a seguir:

- a) Exigir que la administradora de este tipo de fondos sea una sociedad especializada que tenga por objeto social exclusivo la gestión de fondos de titularización, tal el caso de las Sociedades de Titularización.
- b) Permitir que estas administradoras de fondos, realicen todas las gestiones pertinentes a fin de llevar a buen recaudo los procesos de titularización.

4. En relación con los alcances apuntados, se constata que en nuestro País Bolivia, las sociedades de titularización, que actúan en procesos de titularización, tienen como objeto exclusivo la gestión de titularización, señalada en la Normativa de Titularización.

5. Conviene recordar que la opción por la especialización de las sociedades Titularizadoras depende de la masa crítica de estructuras de titularización que deben ser administradas y esa masa crítica deberá valorarse tomando en consideración tanto las circunstancias del Mercado de Valores.

6. Por último, es importante tener en cuenta que el modelo de titularización que se pretende realizar, debe permitir la adecuación de los costos derivados de la intervención de diversos sujetos en el proceso (sociedades administradoras, agencias de bolsa, calificadoras etc) respecto a la importancia de la operación de titularización que se pretende realizar para que la titularización sea en todo caso rentable y no muy costosa.

En consecuencia, se debe proponer realizar algunos ajustes a la normativa de Tasas de Regulación, para que el modelo propuesto tenga

costos menores respecto a un proceso de titularización común y corriente, para que este sea tentativo y capte la atención de un sin fin de empresas pymes.

6.5. LAS ENTIDADES DE CRÉDITO ACREEDORAS ORIGINARIAS

1. Dado que el modelo que se propone pretende facilitar la financiación de las PYMES, los acreedores que originan los créditos concedidos a dichas PYMES que, después se cederán a los fondos de titularización deben ser bancos, entidades de crédito o entidades financieras en general que sean aptas para celebrar operaciones bancarias activas de préstamo o crédito con dichas PYMES.

2. Por lo tanto, la regulación del modelo debe limitar la capacidad de ser acreedores originarios a las entidades de crédito o entidades financieras especializadas, debidamente autorizadas y supervisadas por las autoridades bancarias competentes.

3. Cabe añadir que, estas entidades bancarias o financieras deben estar obligadas a reinvertir la liquidez que obtengan en la cesión de créditos a los fondos de titularización en nuevas operaciones de financiamiento de la PYMES. Este deber de reinversión es necesario para evitar una desviación del modelo que pueda conducir a que el aval publico acabe beneficiado a las entidades financieras o a grandes empresas y no a las verdaderas destinatarias del modelo que son las PYMES. Tal obligación necesariamente debe estar plasmada en el Contrato de Cesión Irrevocable entre el Originador y la Sociedad de Titularización.

4. En relación con lo anterior, es importante dejar constancia de que el modelo que se propone es de titularización indirecta y bancarizada, porque los créditos que se ceden a los vehículos de titularización

proceden de los préstamos y créditos que las entidades financieras conceden a las PYMES. Ello es así porque consideramos que este modelo es el más adecuado a nuestra realidad boliviana.

6.6 LAS PYMES DEUDORAS ORIGINARIAS

1. La regulación del modelo deberá establecer que los créditos que se van a titularizar, tengan como deudoras originarios a las PYMES. Porque solo así se garantiza que los recursos públicos destinados a favorecer este modelo de titularización beneficien a tales tipos de empresas.

Cabe aclarar que en el presente caso la referencia a **originarias** no significa ser ORIGINADOR de acuerdo a definiciones de la normativa de Titularización

2. A tal efecto, deberá establecerse un deber de los bancos de comprobar que la empresa financiada pertenece a la categoría de microempresa, pequeña empresa o mediana empresa, según el sistema de acreditación establecido en nuestro País.

3. Por tanto se tiene que en el caso boliviano de acuerdo a la Metodología de Estratificación Empresarial PYME para el Mercado de Valores (Ver anexo 1) emitida por la Bolsa Boliviana de Valores S.A., considera tres variables a) Ingreso por Ventas y/o Servicios Operativos Anuales Netos b) Patrimonio Neto c) Personal Ocupado.

4. Corresponde mencionar que la participación en el modelo de titularización a las microempresas, pequeñas empresas o medianas, empresas que tengan un estatuto jurídico regular, sin que pueda alcanzar a empresas informales, irregulares y clandestinas. Ello es así porque no es razonable porque este último tipo de empresas que viven al margen del sistema jurídico boliviano, puedan beneficiarse del aval público

IMPLICITO EN EL MODLEO, y porque, de esta manera el propio modelo de titularización se convierte en un incentivo para regularizar el estatuto jurídico de aquellas empresas.

5. Por último, se puede constatar que algunos empresas consideradas PYMES, si han participado en el mercado de valores, mediante el mecanismo de las Mesas de Negociación, realizando emisiones de Pagares en Mesa, así como también se puede constatar que algunas entidades como es el caso de las Instituciones Financieras en Desarrollo (IFD) que se sirvieron del mecanismo de titularización cediendo títulos privados que fueron cedidos a una Sociedad de Titularización para luego crear un Patrimonio Autónomo, vale decir de un financiamiento indirecto.

6.7. EL ESTADO COMO ENTE AVALADOR DE LOS VALORES EMITIDOS POR LOS PATRIMONIOS Y FONDOS

1. El interés público implícito en la financiación de las PYMES, justifica que el Estado Boliviano, asuma los riesgos propios de garantizar los valores que se emitan por la creación de los Patrimonios Autónomos, producto de la titularización que facilitan aquella financiación.

2. Partiendo de la base de que la prestación de aval debe ser realizada por una entidad y que en nuestro caso boliviano sería una entidad exclusiva que se encargue de gestionar los procesos de titularización con el modelo propuesto, se puede optar por dos soluciones alternativas:

- a)** Encomendar directamente dicha gestión a una Sociedad de Titularización.
- b)** Encomendar la gestión a una entidad pública que se ocupe de las políticas de estímulo y protección de las PYMES para que

dicha entidad traslade el expediente a la entidad gestora de titularización, para la prestación efectiva del aval.

3. El modelo debe contemplar la posibilidad de que el aval público sea prestado también por los bancos y las entidades financieras que tengan entre sus finalidades el apoyo a la financiación de las PYMES.

4. En relación al aval público implícito y de las entidades financieras, si las hubiera, se puede constatar que dicho aval público de los valores emitidos por los vehículos de titularización no implica, en ningún caso, que tales valores no tengan un riesgo soberano, sin perjuicio de los efectos positivos que en materia de calificación de riesgo se podrían tener.

6.8. LOS INVERSORES QUE PUEDEN ADQUIRIR LOS VALORES DE TITULARIZACIÓN. EN PARTICULAR, LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES.

1. El modelo debe contemplar la doble posibilidad de que adquieran los valores de titularización tanto los inversores particulares como los inversores profesionales o institucionales, considerando los límites de inversión determinadas a los fondos de pensiones, de acuerdo a Ley.

2. Sin perjuicio de la doble posibilidad de que los valores de titularización sean adquiridos por inversores particulares o institucionales, estos últimos son destinatarios preferentes de los valores de titularización. Por ello, conviene que la regulación de la inversiones puedan realizar estos inversores institucionales (ya sean Administradoras de Fondos de Pensiones o Compañías de Seguros) para dar cabida a los valores de titularización en sus carteras.

3. Por tanto se tiene que considerar preferentemente que los valores de titularización puedan ser adquiridas por las administradoras de fondos de pensiones para integrar las carteras de dichos fondos. Con ello se obtendrá un doble efecto social positivo del aval del Estado ya que además de la mejora de la financiación de las PYMES que implicara la adaptación del modelo propuesto, también mejoraran las oportunidades de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones y por lo tanto, saldrán favorecidos los partícipes y beneficiarios de dichos fondos.

6.9. LAS ENTIDADES CALIFICADORAS DE RIESGOS

1. Las Entidades Calificadoras de Riesgos están llamadas a cumplir un papel fundamental en la implementación del modelo propuesto porque, vista la complejidad de todo proceso de titularización, resulta imprescindible que el riesgo crediticio de los valores de titularización sea oportunamente calificado por calificadoras legalmente constituidas en el país, cuyo objeto de que los inversores puedan decidir racionalmente su adquisición.

2. La presencia de las calificadoras resulta compatible con las regulaciones vigentes en el país ya que la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), registra tanto dichas calificadoras como sus metodologías de calificación y supervisan su actuación en el mercado, exigiendo por normativa, la actualización periódica de sus calificaciones.

6.10. EL FUNCIONAMIENTO DEL MODELO

6.10.1 LA PROGRAMACIÓN DEL MODELO A TRAVÉS DE CONVENIOS QUE REGULEN LAS RELACIONES DE LOS SUJETOS IMPLICADOS.

1. Como en todo proceso de titularización, es necesaria una programación o planificación que coordine las conductas de los distintos sujetos implicados en el proceso para que el modelo permita facilitar el financiamiento de las PYMES.

2. Dado que en el modelo propuesto están implicados tres tipos de sujetos y dado que el modelo en si mismo ronda sobre el aval público de los valores que se emitan efecto de la titularización, es preciso establecer dos tipos de convenios:

a) Un primer convenio entre la entidad pública que gestiona el aval del Estado, que puede ser la que se ocupe del financiamiento de las PYMES y las sociedades de titularización. En él se establecerán los deberes de conducta que deben seguir estas sociedades gestoras para poder administrar este tipo de fondos.

Estos deberes consistirán en cumplir los requisitos propios del modelo en cuanto a los créditos que pueden integrarse en el activo de los fondos de titularización y en cuanto a las características de los valores que pueden emitirse por dichos fondos (cumpliendo de las mejoras crediticias exigidas, solicitud de admisión a negociación en mercados secundarios, remisión a la autoridad de supervisión de la información necesaria para el control del riesgo asumidos por el Estado en virtud de los avales)

A cambio, el Estado debe asumir el compromiso de prestar el aval y además de otorgar a los fondos de titularización un registro único

a ser constituida para la denominación, que identifique este tipo de fondos para que pueda y adjuntarlas a los antecedentes de los datos del fondo correspondiente.

b) Un segundo convenio entre la entidad pública indicada y los bancos y entidades financieras que pretendan conceder créditos a las PYMES y beneficiarse de su cesión a los fondos de titularización. En él, se establecerán las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos y los deberes de reinversión de la liquidez por las entidades financieras.

3. Por tanto, es necesario establecer un sistema sancionador efectivo de las sociedades titularizadoras y de las entidades financieras que incumplan los deberes establecidos en los convenios. De modo tal que, junto a la expulsión del programa de titularización, se considera que deberían imponerse sanciones económicas de tales incumplimientos (por ejemplo mediante la obligación de restituir los beneficios financieros obtenidos, en su caso con multas respectivas)

6.11 FASES DEL MODELO

LA PRIMERA FASE:

CONCESIÓN DE CRÉDITOS POR LAS ENTIDADES FINANCIERAS A LAS PYMES

1. Los créditos que serán cedidos por las entidades financieras a los fondos de titularización deben cumplir requisitos subjetivos y objetivos. En todo caso se constata la necesidad de que tales créditos se sometan a un proceso de normalización o estandarización (por ejemplo mediante la implantación de condiciones generales uniformes) que facilite la cesión a los vehículos de titularización.

Mismos requisitos, deben establecerse en un primera etapa en el Contrato de préstamo del crédito entre la entidad financiera y una Pyme, los cuales en primera instancia podrían uniformarse algunas características como ser: Montos, moneda, tasa de interés.

2. En el primer sentido, pueden derivar de todo tipo de operaciones bancarias activas (prestamos, aperturas de créditos, etc) contratadas con los tipos de empresas identificados, vale decir PYMES, según lo mencionado anteriormente. En todo caso estas empresas no deben tener carácter financiero, ni vinculación societaria con el prestamista.

3. En el segundo sentido, los préstamos y créditos deberían realizarse a medio y largo plazo, excluyendo los inferiores a un año. Por tanto también se podría pensar mas adelante en que el modelo de titularización se amplie tambien para organizaciones no gubernamentales, asi tenemos por ejemplo las Instituciones Financieras en Desarrollo IFD

LA SEGUNDA FASE:

LA CESIÓN DE LOS CRÉDITOS POR LAS ENTIDADES FINANCIERAS ACREEDORAS A LOS VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN.

1. Las cesiones de los créditos deberán cumplir requisitos de tipo objetivo y formal

- a) Entre los requisitos objetivos, debería **incluirse la exigencia de que la cesión de los activos sea plena e incondicional y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento del crédito** y que la entidad financiera cedente de los créditos no conceda ninguna garantía al vehículo cesionario de aquellos ni asegure el buen fin de la operación; sin perjuicio de que la entidad

financiera acreedora originaria pueda conservar la administración y gestión de los créditos cedidos.

- b) Entre los requisitos formales, cabe exigir que la cesión conste en un documento contractual suscrito por la entidad de crédito cedente y por la Sociedad de Titularización en el que se detallen los activos que se ceden con sus características y ambas entidades declaren, bajo su responsabilidad, que los créditos cedidos cumplen los requisitos legalmente exigibles.

2. En esta segunda fase debe garantizarse, por ejemplo mediante el compromiso formal de la entidad financiera originadora en el documento de cesión, que la liquidez que obtenga como consecuencia de la cesión de los activos al fondo de titularización **la reinvierta en préstamos y créditos para PYMES en un periodo que no debería exceder del año.**

3. Cabría pensar en la posibilidad de que la cesión de los créditos fuera parcial de modo tal que la entidad acreedora originaria conservara un porcentaje del riesgo del impago de aquellos (ejemplo un 20%). Este mecanismo tiene la ventaja de mantener el interés (al menos parcial) del acreedor originario en la gestión del crédito parcialmente cedido, pero tiene el inconveniente de no sacar del balance de aquel acreedor todo el riesgo ni permitir la liquidez total del crédito ni su total reinversión en el “circuito cerrado” de financiación a las PYMES.

4. Por tanto, sin perjuicio de descartar lo señalado anteriormente, se tiene que un mejor escenario la cesión de créditos a vehículos de titularización sea plena e incondicional en cuanto a sus **EFFECTOS JURIDICOS** y total en cuanto al porcentaje del crédito cedido. En este último aspecto, se considera que el mantenimiento del interés de la entidad de crédito cedente en los créditos cedidos puede alcanzarse por mecanismos alternativos a la cesión parcial tales como la adquisición de valores de

titularización subordinados, la sobrecolateralización o los compromisos de suministros transitorios de liquidez.

5. Es importante resaltar que dejando constancia de las dificultades que pudiera encontrarse en el proceso, la cesión de los créditos por los bancos y las entidades financieras supone una plena separación del riesgo inherente a tales créditos de su balance. Por ello, la consecución de ese efecto contable por el modelo propuesto exige la coordinación entre la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero y los ejecutivos de supervisión bancaria. En todo caso, conviene recordar que el mecanismo de titularización que se propone no cumple única ni principalmente la función de transferencia del riesgo de crédito de las entidades financieras, **sino también y principalmente cumple la función de mejora de la financiación de las PYMES.**

LA TERCERA FASE:

LA EMISIÓN DE LOS VALORES DE TITULARIZACIÓN POR EL VEHÍCULO DE TITULARIZACIÓN

1. La emisión de los valores por este tipo de fondos de titularización debería realizarse, preferentemente mediante oferta pública para conseguir un efecto colateral, añadido del enriquecimiento del mercado de valores respectivo, es decir que la emisión debe estar dirigida a todo el público en general tanto personas naturales como personas jurídicas.

2. Sería conveniente también que los valores emitidos por estos fondos se listaran en un mercado secundario para facilitar su liquidez y objetivar su valoración.

3. Debería establecerse la obligatoriedad de contar con una calificación de riesgo emitida por una calificadora de riesgo debidamente registrada en la Autoridad de Supervisión. De esta manera, se reconoce la función colateral de estructurador de la emisión como consecuencia de los requisitos que toman en consideración para sus calificaciones de riesgo. A este respecto, se sugiere que imprescindiblemente los valores de titularización cuenten con una calificación de riesgo que sea actualizada periódicamente.

4. Por último, el Estado debería prestar un aval parcial (por ejemplo 80 %) de cada serie o clase de valores de renta fija que emita cada fondo y debería condicionar la prestación de aval por su parte a una calificación crediticia suficiente de los valores emitidos, realizada con independencia de dicho aval público y a la existencia de instrumentos de mejora crediticia de dichos valores que le permitan obtener aquella calificación con anterioridad a la prestación del aval público. Del mismo modo, una vez que la titularización de créditos PYMES este firmemente asentada, puede ser lógico poner un techo al compromiso financiero del Estado asumido mediante el aval. Este techo provoca en fases avanzadas una sana competencia por el aval y en última instancia, logra que las titularizaciones cada vez necesiten menos aval público para lograr términos de colocación aceptables en el mercado, multiplicando así los beneficios de este modelo de titularización.

CAPITULO VII

ANTEPROYECTO DEL REGLAMENTO PARA LA PARTICIPACIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS EN PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE CREDITOS A PYMES PARA VEHICULOS DE TITULARIZACION

7.1 REGLAMENTO PROPUESTO

SECCIÓN 1: DE LAS NORMAS GENERALES

Artículo 1° - Ámbito de aplicación.- El presente Reglamento tiene por objeto normar la participación de entidades de intermediación financiera sujetas a la supervisión y control de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, en adelante la Autoridad de Supervisión, en procesos de titularización, específicamente la titularización de los créditos de las pymes, conforme a lo dispuesto por el numeral 17 del Artículo 39° y el Artículo 54° de la Ley de Bancos y Entidades Financieras, Ley N° 1488, de 14 de abril de 1993, modificados por la Ley de Fortalecimiento de la Normativa y Supervisión Financiera, Ley N° 2297 de 20 de diciembre de 2001.

SECCIÓN 2: DE LA AUTORIZACIÓN POR LA AUTORIDAD DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO (ASFI)

Artículo 1° - Activos a ser titularizados.- Las entidades de intermediación financiera podrán titularizar todos los activos procedentes de los créditos otorgados a las Pymes dentro el territorio nacional, incluyendo sus garantías y accesorios de acuerdo a lo establecido en el

presente Reglamento, con excepción de todo otro crédito que no fuera otorgado a las empresas referidas, así como del efectivo en bóveda y de los recursos depositados en el Banco Central de Bolivia

Artículo 2° - Autorización para participar en procesos de titularización.- Las entidades de intermediación financiera, con la autorización previa y expresa de la Autoridad de Supervisión, podrán participar en procesos de titularización, conforme a lo previsto en el presente Reglamento, en calidad de originadores de activos a titularizarse;

Artículo 3° - Solicitud de autorización.- Para obtener la autorización de la Autoridad de Supervisión a que se refiere el Artículo 2° de la presente Sección, las entidades de intermediación financiera interesadas en titularizar activos de su propiedad, provenientes de créditos otorgados a pymes, deberán presentar los siguientes documentos:

- a) Carta de solicitud dirigida al Director Ejecutivo de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero.
- b) Documento descriptivo detallando los activos que pretenden titularizar y la documentación de respaldo sobre la existencia, calificación, valoración y estado actualizado de los mismos y adicionalmente:
 - i. Justificación técnico financiera de la operación que se pretende realizar, y su impacto en los estados financieros.
 - ii. Descripción de los mecanismos de cobertura de riesgo.
 - iii. Forma de cálculo del monto a percibir por la transferencia de los activos a titularizarse, debidamente individualizado, cuando corresponda.

iv. Tasa de rendimiento nominal de los valores a emitirse.

c) Contrato de Cesión irrevocable de los activos y de administración a ser celebrados entre la entidad originadora y la sociedad de titularización, misma que debe contener mínimamente los lineamientos básicos que fueron objeto de cesión del crédito, por tanto debe incluirse en dicho contrato las siguientes menciones:

- I) Que las entidades bancarias o financieras reinvertirán la liquidez que obtengan en la cesión de créditos a los fondos de titularización en nuevas operaciones de financiamiento de la PYMES.
- II) Que dicha reinversión en préstamos y créditos para PYMES, no debe ser superior a un periodo de un año.
- III) Que las actividades a ser realizadas por la Sociedad de Titularización es de medio y no de resultado.

d) Declaración jurada del Directorio y Gerente General tanto sobre los motivos de la titularización, como sobre la verificación de que:

- i. La transferencia de activos no implicará contravención a la normativa prudencial vigente para entidades financieras.
- ii. La transferencia de activos no afectará negativamente a los depósitos del público.
- iii. La entidad financiera realizará una transacción genuina y efectiva que concluirá con la titularización de los activos transferidos y que de ninguna manera tiene por finalidad la ejecución de manejos contables o tributarios.
- iv. La transferencia de activos no implicará por el volumen de activos enajenados una escisión parcial del negocio de

intermediación financiera, que contravenga lo establecido en la licencia de operación.

- v. La transferencia de activos no afectará negativamente a la rentabilidad de la entidad financiera originadora o a la viabilidad de la misma, como resultado del proceso de titularización.
- vi. La transferencia no se realizará en favor de una sociedad de titularización vinculada a la entidad financiera originadora, entendiéndose por vinculación:
 - La participación accionaria decisoria, ya sea de la entidad financiera originadora o de la sociedad de titularización; o
 - El hecho que accionistas, directores, administradores o gerentes así como sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad del computo civil de la entidad financiera, no tengan conflicto de intereses o vinculación de capital decisoria u otra forma de participación en los órganos de administración y/o control, ya sea de la entidad financiera originadora o de la sociedad de titularización; o que dicha sociedad por cualquier motivo sea deudora de la entidad financiera originadora.
- vii. La transferencia de cartera, proviene de los créditos exclusivos otorgados a las pymes, constituidas dentro el territorio nacional, respetando los términos del contrato de cesión irrevocable generado para el efecto.

Artículo 4° - Resolución de la ASFI.- La Autoridad de Supervisión aprobará o rechazará la solicitud de autorización mediante resolución fundada, en un plazo máximo de 10 días hábiles computables a partir de la fecha de presentación de la solicitud. Si en el plazo de 40 (cuarenta) días de emitida una determinación, la Autoridad de Supervisión no hubiera

autorizado la emisión de los valores correspondientes, la entidad originadora deberá tramitar una nueva autorización de la Autoridad. El silencio administrativo de la ASFI en ningún caso implica autorización.

SECCIÓN 3: DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS DE ENTIDADES DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Artículo 1° - Contrato de Cesión irrevocable de Activos.- Las entidades de intermediación financiera podrán titularizar su cartera - créditos que fueron otorgados a las pymes, sólo a través de una sociedad de titularización, para cuyo fin, los transferirán a título oneroso mediante un contrato de titularización a dicha sociedad.

Artículo 2° - Transmisión de obligaciones y derechos.- La transferencia a que se refiere el artículo anterior, constituirá transmisión plena, irrevocable e irreivindicable a todos los efectos legales y produce plenos efectos de transmisión de obligaciones y derechos. Esta transferencia se hará efectiva en la forma y en los términos establecidos en el Artículo 5° de la presente Sección

Artículo 3° - Apertura de cuenta recaudadora.- La sociedad de titularización, a nombre del patrimonio autónomo pyme, abrirá una cuenta recaudadora en la entidad originadora o en otra entidad financiera para que en ella se ingresen los recursos provenientes de la colocación de los valores emitidos por cuenta del patrimonio autónomo.

El dinero recaudado en esta cuenta estará destinado única y exclusivamente a ser entregado a la entidad originadora en pago por los activos transferidos, o a su devolución a los tenedores de los valores

emitidos, cuando la sociedad de titularización no hubiere efectuado el pago del monto por la transferencia de los activos objeto de titularización a la entidad financiera originadora, en la forma y plazo señalados en el Artículo 5º de la presente Sección.

Por su carácter de depósito restringido de finalidad exclusiva, el encaje de esta cuenta recaudadora será del 100%.

Artículo 4º - Registro y tratamiento contable.- Una vez celebrado el contrato de titularización de activos entre la entidad originadora y la sociedad de titularización, la entidad originadora procederá a:

- a) Reclasificar en sus estados financieros, los activos a ser transferidos como activos restringidos destinados a titularización, y hasta tanto la entidad financiera originadora no cobre íntegramente en efectivo los activos a ser transferidos, deberá clasificarlos y provisionarlos, devengar los intereses correspondientes, registrar las diferencias de cambio y actualizaciones de valor correspondiente, en función a la normativa aplicable a dichos activos.

- b) Depositar en una cuenta a nombre de la sociedad de titularización, para que ésta constituya el patrimonio autónomo, un importe de dinero que será acordado entre la entidad originadora y la sociedad de titularización, cuyo objeto será retribuir a los inversionistas por el periodo que transcurra hasta que se perfeccione la transferencia.

Por su carácter de depósito restringido de finalidad exclusiva, el encaje de esta cuenta será del 100%.

Artículo 5° - Transferencia de los activos – créditos otorgados a pymes.- La transferencia y consiguiente entrega de los activos – créditos otorgados a pymes a titularizarse se realizará en el momento que la sociedad de titularización pague a la entidad originadora la totalidad del monto convenido por la transferencia en la moneda pactada.

La sociedad de titularización deberá pagar el monto convenido a la entidad financiera originadora, en el plazo máximo e improrrogable de hasta diez (10) días hábiles, computables a partir de la fecha de emisión de los valores.

Una vez que la sociedad de titularización hubiere efectuado el pago del precio en la forma y el plazo señalados en el segundo párrafo del presente artículo, la entidad originadora transferirá y entregará los activos objeto de titularización, incluyendo los productos generados a partir de la fecha de emisión de los valores a la sociedad de titularización para integrarlos real y efectivamente al patrimonio autónomo, separándolos en forma definitiva y completa de su balance y se entenderá que no existe responsabilidad ni obligación posterior alguna de la entidad originadora con el patrimonio autónomo, con los tenedores de los valores emitidos por la sociedad de titularización o con la propia sociedad de titularización, excepto la que se derive de la administración de los activos titularizados y la provisión de mecanismos de cobertura de riesgo si existieren, de conformidad a lo determinado en el presente Reglamento.

Asimismo, efectuado el mencionado pago, el importe depositado por la entidad originadora a que se refiere el inciso b) del Artículo 4° precedente se restituirá a la entidad originadora.

Artículo 6° - Extinción del contrato de titularización.- Si la sociedad de titularización no efectuare el pago del monto convenido a la entidad

financiera originadora en el plazo de diez días previsto en el Artículo 5º precedente, ésta última no transferirá ni entregará sus activos a la sociedad de titularización, procediéndose a la liquidación del patrimonio autónomo correspondiente de conformidad a lo dispuesto por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero y a la extinción del contrato de titularización entre la entidad originadora y la sociedad de titularización. La liquidación del patrimonio autónomo implicará que:

- a)** La sociedad de titularización devolverá a los tenedores de los valores emitidos, los recursos que hubieren depositado en la cuenta recaudadora abierta por la sociedad de titularización para este efecto.

- b)** El importe depositado por el originador para la constitución del patrimonio autónomo, a que se refiere el inciso b) del Artículo 4º de la presente Sección, se consolidará en favor del patrimonio autónomo para que la sociedad de titularización, a su vez, lo distribuya entre los inversionistas de acuerdo a lo previsto en el contrato de titularización.

- c)** Cumplido lo previsto en los incisos a) y b) precedentes, quedan nulos y sin valor legal alguno los valores emitidos.

- d)** Los activos que fueron reclasificados retornarán a su anterior situación en el balance de la entidad originadora.

8. CONCLUSIONES

1. Dado que el modelo que se propone se basa en que el Estado Boliviano avale los valores que emitan los vehículos de titularización, debe garantizarse que sólo pueden beneficiarse de este empleo de recursos públicos, las empresas que merezcan la calificación de Pymes y cumplan requisitos legales para su constitución y funcionamiento. Por ello, las entidades de crédito podrán ceder a las sociedades de titularización que actúen como vehículos de titularización los créditos que resulten de operaciones bancarias activas de préstamo o crédito a las Pymes.

El modelo que se propone es de titularización indirecta de los créditos derivados de la financiación bancaria a las Pymes por considerarlos más adecuados a las características del sistema financiero boliviano.

2. El mecanismo de titularización de activos para favorecer la financiación de la Pymes debe programarse mediante convenios normalizados entre las partes que intervienen, por tanto la regulación que debe tomar en cuenta debe enfocarse y supervisar que los Contratos de Crédito que vaya a celebrar operaciones de financiación de las Pymes. En este convenio se exigirá que comprueben que las entidades acreditadas son Pymes y que reinviertan total o parcialmente la liquidez que obtengan por la cesión de aquellos créditos a los vehículos de titularización en conceder nueva financiación a las Pymes. Así se garantizará la existencia de un “circuito cerrado” de financiación bancaria para las Pymes y que el aval público no acabe beneficiando, indirectamente a otro tipo de empresas.
3. El modelo debe establecer mecanismos eficaces que garanticen el cumplimiento de las obligaciones asumidas en los respectivos convenios tanto por las sociedades de titularización, por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero y las entidades de intermediación financiera, de tal

modo que los incumplimientos de tales obligaciones, cuando revistan gravedad, deben sancionarse con la expulsión de los programas de titularización y con la devolución de los beneficios obtenidos en las operaciones afectadas por esos incumplimientos.

Una vez establecido el marco de relaciones entre los sujetos, la titularización de activos para favorecer la financiación de la Pymes pasa por tres fases:

- a. La primera fase estará constituida por la celebración de las operaciones bancarias activas entre las entidades de crédito autorizadas para operar como tales en cada país y las empresas calificadas como Pymes. Deben ser negocios bancarios regulares entre entidades y empresas registradas. Es conveniente que se produzca una normalización o estandarización de las condiciones y características de los préstamos o créditos bancarios a las Pymes para facilitar su cesión a los vehículos de titularización.
- b. La segunda fase estará constituida por la cesión de los créditos por parte de los bancos acreedores a los vehículos de titularización. Esta cesión de créditos seguirá las normas generales de Titularización, el Código Civil, el Código de Comercio y el Reglamento propuesto en el presente trabajo de investigación. En todo caso la cesión de créditos debe ser plena y total, pudiendo arbitrarse distintos mecanismos de cobertura (Valores subordinados, sobrecolateralización, suministros transitorios de liquidez, etc) para mantener el interés de las entidades de crédito cedentes en el destino de los créditos cedidos.
- c. La tercera y última fase estará constituida por la emisión de los valores por parte del vehículo de titularización. Estos valores deberán cumplir los requisitos propios de la oferta pública, estar calificados por una

entidad calificadora de riesgo y estar admitidos a negociación en un mercado secundario.

Por otra parte aunque, no existe aun experiencia al respecto en nuestro país, dentro del modelo propuesto, cabe sugerir la realización de análisis periódicos sobre el impacto real y social de estas medidas, una vez que estén implementadas, en la cuantía y abaratamiento de la financiación bancaria a las Pymes, Sin perjuicio de aislar el efecto de este factor de otros como la situación del ciclo económico, resulta imprescindible llevarlo a cabo tanto desde un punto de vista de gestión del gasto público, como para evaluar la eficiencia de una medida de política económica.

4. Finalmente, el mecanismo propuesto se enmarca, dentro los lineamientos de la Constitución Política del Estado, facilitando el acceso y la apertura a nuevos mercados por parte de las Pymes y al mejoramiento de procesos productivos, toda vez que la titularización, será fortalecida por la participación de estas al crédito y asistencia técnica; asimismo, muchas de la Pymes se verán tentadas de regularizar su estado legal a fin de beneficiarse con los créditos otorgados por las entidades financieras.

9. RECOMENDACIONES

En el entendido que el modelo propuesto dentro del sistema financiero de financiamiento indirecto a las Pymes, se aceptara, se recomienda que el Reglamento para la participación de entidades de intermediación financiera en procesos de titularización de créditos a Pymes para

vehículos de titularización, sea de conocimiento de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero a fin de que este Órgano de Supervisión, entidad que tiene como competencia privativa e indelegable para emitir regulaciones prudenciales para el Mercado de Valores, analice y valore los aspectos comentados y analizadas en el presente trabajo de investigación.

Por tanto, de acuerdo a la jerarquía normativa instaurada en el Estado Plurinacional de Bolivia, se recomienda que el Reglamento propuesto, sea aprobada mediante Resolución Administrativa de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiera, considerando los artículos 76 al 86 de la Ley del Mercado de Valores de 31 de marzo de 1998, que norman los diferentes aspectos referidos a la titularización, y los artículos 8 y 32 del Decreto Supremo N° 25514 de 17 de septiembre de 1999, que facultan a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS) actual Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), para emitir la reglamentación de los aspectos referidos a la determinación de los activos o bienes, a partir de los cuales se pueden realizar procesos de titularización, así como de los demás aspectos relacionados con los procesos de titularización.

10. GLOSARIO Y DEFINICIÓN DE TERMINOS

Valores de Titularización: Son Valores negociables de renta fija con rendimiento explícito emitidos como resultado del proceso de titularización.

Fideicomiso: Forma jurídica en la que se organiza el conjunto de bienes captados del público administrado por una sociedad fiduciaria. Consiste

en la transmisión de derechos, presentes o futuros por parte del fiduciante, a una persona natural o persona jurídica llamada fiduciario, para que sean administrados o invertidos de acuerdo a un contrato, a favor del propio fideicomitente o de un tercero llamado beneficiario.

Prospecto de Emisión: Documento relativo a oferta y colocación de valores de titularización, que incluye todas las características de la emisión de los títulos de titularización.

Patrimonio Autónomo: Patrimonio Separado sin personalidad jurídica cuya gestión y representación corresponde a una Sociedad de Titularización

Originador o Cedente: Entidad que vende o cede determinados activos a un tercero.

Pymes: Pequeñas y Medianas empresas, cuya definición (criterios para la consideración Pyme) se encuentra en la Metodología de Estratificación empresarial PYME para el mercado de Valores, emitida por la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

Sobrecolateralización: Mejora crediticia consistente en que el importe de los activos cedidos es superior al de los valores emitidos.

Vehículos de Titularización: Los instrumentos jurídicos para la titularización de activos que pueden ser los Patrimonios Autónomos o Sociedades de Titularización.

ASFI: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero.

BBV: Bolsa Boliviana de Valores S.A.

EDV: Entidad de Depósito de Valores S.A.

S.T.: Sociedad de Titularización

11. BIBLIOGRAFÍA

- Ley del Fondo de Reactivación Económica y de Fortalecimiento de Entidades de Intermediación Financiera N° 2196 de 4 de mayo de 2011 H. CONGRESO NACIONAL DEL ESTADO PLURINACIONAL DE BOLIVIA
- Ley del Mercado de Valores N° 1834 del 31 de marzo de 1998 H. CONGRESO NACIONAL DEL ESTADO PLURINACIONAL DE BOLIVIA
- Normas Prudenciales de Titularización y Disposiciones Complementarias Específicas de Titularización – Resolución Administrativa N° 052 de la AUTORIDAD DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO.
- Resolución Administrativa N° 604 de 22 de noviembre de 2000 emitida por la AUTORIDAD DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO.
- Código de Comercio, Decreto Ley N° 14379 de 25 de febrero de 1977
- Manuales del Mercado de Valores; Proyecto de Educación Bursátil, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, Bolsa Boliviana de

Valores y Asociación de Agentes de Bolsa, Programa para el Desarrollo Empresarial Boliviano PROINSA 2002 La Paz

- Ovando O. Jaime, "Títulos Valor" Plural editores. La Paz, Mayo del 2002 primera edición
- Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores; Estudio comparativo de la Titulización de créditos procedentes de la financiación de las pequeñas y medianas empresas en Iberoamérica, 2007